

A REGULAÇÃO JURÍDICA DO FINANCIAMENTO COLABORATIVO OU «CROWDFUNDING» - EM ESPECIAL, O CASO PORTUGUÊS

VASCO COSTA*

1- NOÇÃO E RELEVÂNCIA GERAL

1. O *crowdfunding*, designado na lei portuguesa como *financiamento colaborativo*, é um modelo de financiamento de entidades ou projetos constituído por contribuições dispersas do público angariadas através de plataformas ou portais eletrónicos.

A adjetivação deste financiamento como “colaborativo” ou, conforme é também termo corrente noutros ordenamentos, como “participativo”¹, não deve iludir quanto à necessária existência de uma matriz mutualista ou de motivações de solidariedade social ou interpessoal subjacentes ao financiamento, com inerente esbatimento de preocupações de lucro ou ganho financeiro. O ponto fundamental que se procura retratar neste tipo de designações é que este modelo de financiamento pressupõe o encontro (mais ou menos direto, mediado por plataformas eletrónicas e com tendencial dispensa dos mecanismos tradicionais de intermediação) entre membros dispersos do público para a consecução de objetivos *comuns ou recíprocos* de financiamento. Tal encontro dá-se, mais precisamente, entre, de um lado, aqueles que pretendem aforrar, investir ou simplesmente ajudar a financiar causas beneméritas e, por outro lado, aqueles que pretendem obter fundos para determinadas atividades ou despesas com as finali-

dades mais diversas, seja de consumo, seja de investimento empresarial, seja de apoio a projetos sociais, culturais ou humanitários.

2. O financiamento colaborativo é uma realidade relativamente *multiforme* e que se desdobra em diversas modalidades consoante a *finalidade* e a *tipologia* do financiamento concedido.

Tendo em conta a prática internacional que tem sido seguida neste domínio, e deixando, por agora, de parte uma análise estritamente jurídica, devemos começar por distinguir, em termos básicos, entre financiamento colaborativo *com* e *sem expectativa de retorno financeiro*². Estas duas categorias originam modelos de implementação relativamente distintos e, mais do que isso, como veremos, preocupações regulatórias igualmente diversas.

Na prática internacional, o financiamento colaborativo sem expectativa de retorno financeiro abrange, desde logo, o financiamento colaborativo através de donativo (*donation-based crowdfunding*) e, por outro lado, o financiamento colaborativo com recompensa (*reward-based crowdfunding*)³. Tal como o próprio nome sugere, o financiamento colaborativo *através de donativo* traduz-se na atribuição

* Advogado. L.L.M., Columbia Law School

1- Assim sucede, p. ex., em Espanha e em França.

2- Sobre esta distinção, cfr. IOSCO, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing fast*, 2014, pp. 8-9, referindo-se ao financiamento colaborativo sem expectativa de retorno financeiro como *community crowdfunding* e ao financiamento colaborativo com expectativa de retorno financeiro como *financial return crowdfunding*.

3- Sobre estas duas modalidades de financiamento colaborativo, cfr., entre muitos outros, C. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, 2011, pp. 10-13.

de financiamento a fundo perdido (tipicamente para projetos sociais, culturais, políticos ou humanitários). Por seu turno, o financiamento colaborativo *com recompensa* traduz-se na realização de contribuições tendo em vista a obtenção de contrapartidas simbólicas (p. ex., a contribuição para a produção de um filme que se traduz no privilégio de assistir presencialmente à produção de uma das cenas). Numa outra variante, o financiamento colaborativo *com recompensa* envolve a *compra antecipada* ou *reserva*, com desconto especial, do produto ou serviço para cuja produção é concedido o financiamento.

Já no que se refere ao financiamento colaborativo com expectativa de retorno financeiro, este divide-se *primacialmente* entre, de um lado, o financiamento colaborativo por empréstimo (*peer-to-peer lending*, também designado, tendo em conta a crescente institucionalização deste mercado, como *online marketplace lending*⁴) e, de outro lado, o financiamento colaborativo de investimento (*investment-based crowdfunding*)⁵. Destas duas modalidades, o financiamento colaborativo por empréstimo traduz-se na concessão de empréstimos a favor de consumidores (*peer-to-peer consumer lending*) ou a favor de empresas, tipicamente empresas em fase de formação (*start-ups*) ou pequenas e médias empresas (*peer-to-peer business lending*). Um segmento florescente neste mercado é, também, o da aquisição de faturas de empresas, com desconto sobre o valor da fatura (*invoice trading*)⁶. Por seu turno, o financiamento colaborativo de investimento envolve a subscrição ou aquisição de valores mobiliários. Este tipo de financiamento poderá traduzir-se quer no

financiamento colaborativo de capital (*equity-based crowdfunding*), em que o investimento se dirige a valores mobiliários representativos de capital de sociedades (ações, unidades de participação no capital ou direitos de participação nos lucros), quer no financiamento colaborativo de dívida (*debt-based securities crowdfunding*), em que o investimento se dirige a valores mobiliários representativos de dívida (obrigações, papel comercial ou outros instrumentos de dívida). Um segmento específico deste mercado que tem vindo a assumir crescente relevância é o do financiamento colaborativo de investimento no âmbito do setor imobiliário (*real estate crowdfunding*), o qual se concretizará tipicamente na subscrição ou aquisição de instrumentos de capital ou de dívida em sociedades de gestão de ativos imobiliários⁷.

Em 2017 surgiram um pouco por toda a parte, de forma inovadora mas que tem suscitado reservas quanto à respetiva continuidade, as chamadas *initial coin offerings* (“ICO”), que consistem na oferta ao público, através de plataformas eletrónicas, de *moedas virtuais* ou *criptomoedas* (*cryptocurrencies*), em modelo semelhante ao do financiamento colaborativo. É sabido que desde há alguns anos o público em geral tem aderido cada vez mais à compra e utilização, com fins de pagamento e/ou de investimento, de moedas virtuais, as quais, pese embora não possuam curso legal nas respetivas jurisdições nem possuam *valor intrínseco* associado a uma representação metálica, permitem, através de um complexo sistema de validação descentralizada de pagamentos (de acordo com uma tecnologia conhecida por *blockchain*), a realização de transações entre os utilizadores.

4- Cfr. o livro branco do U.S. Department of the Treasury, *Opportunities and Challenges in Online Marketplace Lending*, maio de 2016, p. 5.

5- Seguimos assim a dicotomia estabelecida no Reino Unido pela *Financial Conduct Authority* entre *loan-based crowdfunding* e *investment-based crowdfunding*, a qual está na origem da criação de regras distintas para cada um destes sub-universos do financiamento colaborativo, de acordo com o *Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014*.

6- Cfr. o estudo da University of Cambridge, *Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, em parceria com KPMG e CME Group Foundation, 2016, p. 31; e o estudo da University of Cambridge, *Expanding Horizons. The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, em parceria com BBVA, University of Agder e CME Group Foundation, 2017, p. 28.

7- Cfr. University of Cambridge, *Sustaining Momentum...*, *cit.*, p. 31; University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, *cit.*, p. 28.

Nalguns casos, as ICO assemelhar-se-ão ao financiamento colaborativo para *compra antecipada* de produtos ou serviços ainda em desenvolvimento, permitindo aos adquirentes aceder a serviços ou privilégios futuros que se espera virem a ser desenvolvidos pelos emitentes (o que potencia também a valorização das moedas no mercado). Noutros, tais ofertas confundir-se-ão com verdadeiras ofertas públicas de valores mobiliários representativos de capital, visto conferirem aos respetivos subscritores direitos de participação nos lucros e/ou na gestão desses projetos. Dada a sua popularidade, os investimentos neste tipo de ativos têm vindo a ser já admitidos nalgumas bolsas de valores e mercados institucionalizados. De modo geral, contudo, os reguladores têm sido cautelosos perante a volatilidade e eventuais efeitos perniciosos associados a este tipo de moedas, optando nalguns casos (p. ex., China) por proibir a sua transação⁸.

Das diversas modalidades de financiamento colaborativo acima referidas, no presente artigo focaremos, sobretudo, a nossa atenção nas modalidades relativas ao financiamento colaborativo *com expectativa de retorno financeiro*. Estas modalidades – juntamente porventura com o financiamento colaborativo *com recompensa* – são, na verdade, as que têm assumido maior originalidade e potencial no apoio ao financiamento das necessidades de consumo ou de atividade empresarial nos tempos atuais (já o financiamento colaborativo através de donativo não é propriamente uma *novidade*, possuindo

origens bem mais remotas). Por outro lado, as modalidades relativas ao financiamento colaborativo com expectativa de retorno financeiro são as que suscitam preocupações regulatórias mais *acutilantes* sob o ponto de vista da proteção do público que participa no financiamento.

3. No plano internacional, pode dizer-se que as primeiras plataformas de financiamento colaborativo moderno surgiram no Reino Unido, em 2006⁹. Nos anos seguintes, esta metodologia de financiamento espalhou-se para os EUA e a China, onde vingou decisivamente¹⁰, tendo mais tarde, igualmente, despontado – e vindo a ganhar crescente tração – na Europa continental¹¹.

Nos estudos mais recentes produzidos sobre o tema, estima-se que, na Europa, o total de financiamento colaborativo concedido a consumidores e empresas tenha atingido valores de 1.127 milhões de euros, em 2013, 2.833 milhões de euros, em 2014, 5.431 milhões de euros, em 2015, e 7.671 milhões de euros, em 2016¹². Se excluirmos o Reino Unido (que tem contribuído maioritariamente para aquele financiamento), o total estimado de financiamento colaborativo foi de 326 milhões de euros, em 2013, 594 milhões de euros, em 2014, 1.019 milhões de euros, em 2015, e 2.063 milhões de euros, em 2016¹³. Os países europeus que, além do Reino Unido, registaram em 2016 os valores de financiamento colaborativo mais elevados foram, por ordem decrescente de relevância, a França, Alemanha, Holanda, Finlândia,

8- Baseamos toda esta informação nas notícias que têm recentemente vindo a público na imprensa financeira.

9- IOSCO, *op. cit.*, p. 12.

10- IOSCO, *op. cit.*, p. 12.

11- Sobre o financiamento colaborativo na Europa, cfr., entre outros estudos, Bryan Zhang, *et alii*, *Moving mainstream: benchmarking the European alternative finance market*, in “The Journal of Financial Perspectives: FinTech”, EY Global Financial Services Institute, 2015, vol. 3, n.º 3; Allen & Overy LLP, *Funding European Business: What’s the alternative?*, 2014; Allen & Overy LLP, *Funding European business: Harnessing alternatives*, 2015; Allen & Overy LLP, *Funding European business: Strengthening alternatives*, 2016; University of Cambridge, *Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, em parceria com KPMG e CME Group Foundation, 2016; University of Cambridge, *Expanding Horizons. The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, em parceria com BBVA, University of Agder e CME Group Foundation, 2017.

12- University of Cambridge, *Expanding Horizons... , cit.*, p. 21.

13- University of Cambridge, *Expanding Horizons... , cit.*, p. 21.

Espanha e Itália, entre outros países com valores menos expressivos¹⁴. Em contrapartida, o volume de financiamento colaborativo *transfronteiriço* tem sido, por enquanto, pouco significativo, embora tenha evidenciado uma trajetória de crescimento relevante na transição de 2015 para 2016¹⁵.

De entre as modalidades de financiamento colaborativo mais utilizadas na Europa (excluindo o Reino Unido), a modalidade de *peer-to-peer consumer lending* tem desde sempre sobressaído claramente como a modalidade vencedora, com um total estimado de 696,81 milhões de euros em 2016. Seguem-se, por ordem decrescente de relevância, as seguintes modalidades, nesse mesmo ano de 2016: *peer-to-peer business lending* (349,96 milhões de euros), *invoice trading* (251,87 milhões de euros), *equity-based crowdfunding* (218,64 milhões de euros), *reward-based crowdfunding* (190,76 milhões de euros), *real estate crowdfunding* (109,45 milhões de euros), *peer-to-peer property lending* (95,15 milhões de euros), *balance sheet business lending* (59,13 milhões de euros), *donation-based crowdfunding* (32,40 milhões de euros) e *debt-based securities crowdfunding* (22,85 milhões de euros), entre outras modalidades menos relevantes¹⁶.

4. Em Portugal, o financiamento colaborativo encontra-se ainda numa fase incipiente, mas conta já com vários exemplos de plataformas cuja atividade e volume de financiamentos deixam entrever o potencial desta metodologia de financiamento.

Entre essas plataformas, podemos indicar, nomeadamente e sem preocupações de exaustividade ou hierarquização, a *PPL Crowdfunding Portugal* e a *Massivemov*, no domínio do finan-

ciamento colaborativo *sem expectativa de retorno financeiro*, e a *Raize* e a *GoParity*, no domínio do financiamento *com expectativa de retorno financeiro*.

Neste último domínio, a *Raize* dedica-se à intermediação de empréstimos para pequenas e médias empresas, ao passo que a *GoParity* se dedica à intermediação de empréstimos para financiamento de projetos de eficiência energética e/ou de produção descentralizada de eletricidade através de painéis solares.

De salientar ainda que o *Novo Banco* dispõe também de uma plataforma de *crowdfunding* destinada exclusivamente à angariação de fundos para fins de solidariedade social.

5. Feito este enquadramento inicial, nos capítulos que se seguem vamos começar por analisar, mais pormenorizadamente, a proposta de valor e a estrutura de negócio das plataformas de financiamento colaborativo (cfr. capítulo 2). Em seguida, analisaremos o desafio regulatório colocado em geral pelas plataformas de financiamento colaborativo (cfr. capítulo 3), focando, em especial, o caso das plataformas de financiamento colaborativo com expectativa de retorno financeiro. Procuraremos, assim, identificar os diversos aspetos que, na prática internacional, têm carecido de regulação e/ou de acompanhamento pelos reguladores neste âmbito.

Feita essa análise, passaremos em seguida ao caso específico da regulação adotada em Portugal (cfr. capítulo 4), procurando explicitar os seus contornos básicos e avaliar criticamente a sua maior ou menor adequação relativamente aos diversos pontos da regulação adotada. Apresentaremos, por fim, a nossa conclusão (cfr. capítulo 5).

14- University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, cit., pp. 24-25. Em volume “*per capita*”, os países europeus que apresentaram valores mais elevados em 2016 foram, por ordem decrescente de relevância, o Reino Unido, Estónia, Mónaco, Geórgia, Finlândia, Irlanda, Dinamarca, Letónia e Holanda, entre outros com valores menos expressivos; Portugal surge na tabela com um volume “*per capita*” de 0,43 milhões de euros (cfr. University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, cit., p. 26).

15- University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, cit., pp. 45-47.

16- University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, cit., pp. 28 ss.

2- PROPOSTA DE VALOR E ESTRUTURA DE NEGÓCIO DAS PLATAFORMAS DE FINANCIAMENTO COLABORATIVO

6. O negócio do financiamento colaborativo teve a sua génese na aplicação da tecnologia *Web 2.0* ao mercado dos serviços financeiros¹⁷.

No essencial, esta tecnologia caracteriza-se por permitir aos utilizadores da *Internet* participar ativamente na criação dos conteúdos dos próprios *websites*, naquilo a que se tem dado o nome de *crowdsourcing*¹⁸. Este tipo de funcionalidade revolucionou a capacidade de partilha de informação e de interação entre os utilizadores da *Internet*, tendo estado na origem, nomeadamente, do aparecimento das redes sociais (*Facebook, LinkedIn, Twitter*), de jogos virtuais em rede (*Farmville, Clash of Clans*), de enciclopédias colaborativas (*Wikipedia*), de plataformas para inserção de comentários (*TripAdvisor*) e, por último, de plataformas virtuais destinadas à divulgação e partilha de conteúdos pelos utilizadores (*YouTube, Instagram, SlideShare*)¹⁹.

Aplicada aos serviços financeiros, a tecnologia *Web 2.0* possibilitou que, do mesmo modo, entidades interessadas na obtenção de fundos pudessem passar a divulgar publicamente esse seu interesse através de plataformas eletrónicas de “criação de mercado”, recebendo, por essa via, declarações de adesão ou de interesse do público.

7. Este tipo de recurso à inovação tecnológica como fator de incremento da competitividade ou até mesmo de *disrupção* é, consabidamente,

um traço típico do mercado atual dos serviços financeiros. Na verdade, assiste-se hoje continuamente ao surgimento, em alternativa às instituições financeiras *incumbentes* ou no contexto de alianças com estas, de projetos empresariais suportados em inovações tecnológicas (*fintechs*), os quais se destacam quer pela adoção de estruturas de custos leves e eficientes (com aposta em ferramentas digitais em detrimento de balcões físicos), quer pela oferta de produtos financeiros inovadores, capazes de “alargar as fronteiras do mercado” e de dar resposta a necessidades novas ou, até então, marginalizadas²⁰.

As plataformas de financiamento colaborativo correspondem a uma concretização deste tipo de inovação nos serviços financeiros. Apoiadas na tecnologia *Web 2.0*, estas plataformas criaram uma via original de acesso a financiamento por parte de entidades que tinham dificuldade em obtê-lo no mercado convencional, ou que aí tinham acesso a financiamento mas em condições desfavoráveis ou penalizadoras. Do mesmo modo, permitiram à multidão de aforradores ou investidores ter acesso a produtos financeiros com taxas de rentabilidade potencialmente mais atrativas do que no mercado convencional, ainda que também imbuídos de maior risco. Esta via original de financiamento sintetizou-se naquilo que, particularmente no mercado do crédito, poderá, em termos económicos, caracterizar-se como uma “desintermediação” do acesso ao dinheiro, sendo este canalizado diretamente (isto é, sem interposição bancária ou de empresas de investimento) dos aforradores ou investidores para as entidades que procuram fundos para financiar despesas de consumo,

17- IOSCO, *op. cit.*, p. 12; Federico Brunetti, *Web 2.0 as Platform for the Development of Crowdfunding*, in “Crowdfunding for SMEs. A European Perspective”, 2016, pp. 45 ss.

18- Federico Brunetti, *op. cit.*, pp. 51 ss.

19- Federico Brunetti, *op. cit.*, pp. 51 ss.

20- Sobre as *fintechs*, cfr. David Lee Kuo Chuen / Ernie G. S. Teo, *Emergence of FinTech and the LASIC principles*, in “The Journal of Financial Perspectives: FinTech”, EY Global Financial Services Institute, 2015, vol. 3, n.º 3, apontando como principais características destas empresas as seguintes: *low profit margin, asset lightness, scalability, innovation* e, por fim, *ease of compliance*.

empresariais ou outras²¹.

8. É importante salientar que, pelo menos, uma parte do sucesso do financiamento colaborativo nos anos recentes terá ficado a dever-se a fatores de *ordem conjuntural*, embora possa também ser explicado por lacunas *estruturais* do mercado de financiamento convencional, independentes dos ciclos económicos.

Desde logo, o interesse do público em subscrever produtos de financiamento colaborativo em alternativa, por exemplo, à subscrição de depósitos bancários terá, em boa medida, sido instigado nos últimos anos pelo ambiente de taxas de juro muito baixas ou mesmo nulas que prevaleceu na Europa e noutras partes do globo como os EUA ou o Japão, em resultado de níveis de inflação muito reduzidos e da adoção pelos bancos centrais de programas de emissão de moeda livre através de compra de obrigações (*quantitative easing*) como medida de aceleração económica e de suporte ao financiamento das dívidas soberanas²². Naturalmente, uma análise deste tipo levanta a questão de saber se, com a reversão daquele cenário conjuntural (a qual tem já começado a esboçar-se em economias como a norte-americana ou, menos decisivamente, a europeia a partir de 2017), o interes-

se do público aforrador ou investidor pelos esquemas de financiamento colaborativo continuará a existir. A este propósito, parece-nos que a crescente institucionalização desta metodologia de financiamento, com o crescente envolvimento de investidores institucionais como bancos, fundos de investimento ou fundos de pensões na concessão e/ou na análise e triagem do financiamento, poderá vir a contribuir para solidificar a sua presença no mercado, independentemente de quaisquer alterações conjunturais, visto reforçar a credibilidade do financiamento colaborativo e o volume de fundos disponíveis²³.

Sob o prisma de quem procura o financiamento (consumidores e empresas), o interesse pelos esquemas de financiamento colaborativo terá também sido instigado, em primeira linha, por fatores de ordem conjuntural. Em especial, a *quebra do crédito bancário*²⁴ nos anos subsequentes à crise financeira de 2008 e à crise das dívidas soberanas de 2010, resultante quer do reforço regulatório dos requisitos de fundos próprios por contrapartida do crédito bancário (em sede de implementação dos acordos de Basileia III)²⁵, quer ainda, no caso especificamente português, da implementação de um rácio de transformação bancária muito exigente

21- Num prisma de maior profundidade, diremos que o que distingue o crédito concedido através de plataformas de *peer-to-peer lending* em relação ao crédito concedido por bancos é que o primeiro não envolve a criação de nova moeda. Sobre o efeito de “criação de moeda” e consequente “expansão da massa monetária” associado ao crédito bancário, cfr. Josh Ryan-Collins, *et alii*, *Where does money come from? A guide to the UK monetary and banking system*, 2012; Andrew Jackson / Ben Dyson, *Modernising money. Why our monetary system is broken and how it can be fixed*, 2012.

22- Chamando também a atenção para este fator, cfr. IOSCO, *op. cit.*, pp. 13-14.

23- Na Europa (excluindo o Reino Unido), a percentagem de participação de investidores institucionais nos esquemas de financiamento colaborativo, seja diretamente (através da atribuição dos fundos), seja indiretamente (através, p. ex., de parceiras ou da aquisição de participações no capital social das sociedades gestoras das plataformas), evidenciou uma trajetória estável de crescimento ao longo dos anos de 2013 a 2016, com maior ou menor intensidade em função da concreta modalidade de financiamento. Refira-se, p. ex., que, em 2016, a percentagem total de investimento institucional na modalidade de *peer-to-peer consumer lending* terá crescido de 26% para 45%; na modalidade de *invoice trading*, a percentagem foi ainda maior, tendo atingido 63% (cfr. University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, *cit.*, p. 38). Nos EUA, tem-se assistido ao envolvimento dos investidores institucionais através de parcerias com as plataformas de financiamento colaborativo, nomeadamente para partilha de serviços na concessão de empréstimos, intervenção na titularização de créditos, desenvolvimento de ofertas conjuntas e/ou encaminhamento de clientes para as plataformas em troca de *referral fees* (cfr. U.S. Department of the Treasury, *op. cit.*, pp. 15-17).

24- Cfr. IOSCO, *op. cit.*, pp. 12-13; cfr. U.S. Department of the Treasury, *op. cit.*, p. 11.

25- No contexto da União Europeia, este reforço dos requisitos de capitalização dos bancos verificou-se através da Diretiva n.º 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho, e do Regulamento n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho. No caso português, a convergência com Basileia III trouxe até uma *suavização* dos requisitos mínimos de capitalização que vinham sendo já aplicados no contexto do programa de assistência financeira internacional ao Estado Português, tendo em conta que, nos termos do Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2011, de 17 de maio, havia sido anteriormente previsto um reforço do rácio *core tier 1* para um valor não inferior a 9%, até 31 de dezembro de 2011, e a 10%, até 31 de dezembro de 2012, relativamente a grupos financeiros sujeitos a supervisão em base consolidada do Banco de Portugal, que incluíssem um banco ou outra instituição de crédito habilitada a captar depósitos, e relativamente, ainda, em base individual, a bancos e outras instituições de crédito sedeadas em Portugal que não integrassem nenhum grupo financeiro e que estivessem habilitadas a captar depósitos.

no contexto do programa de assistência financeira internacional ao Estado Português²⁶, poderá ter ajudado a *deslocalizar* consumidores e empresários para esquemas de financiamento alternativo, tais como o *crowdfunding*.

Em qualquer caso, e uma vez mais, tal leitura conjuntural não deve levar-nos a ignorar outros fatores de ordem estrutural, os quais poderão vir a revelar-se determinantes na manutenção do interesse dos consumidores ou empresários por este tipo de financiamento.

Desde logo, no plano do acesso a financiamento para consumo, é de esperar que a existência de alternativas ao crédito bancário, pautadas por metodologias de avaliação do risco muito mais flexíveis e holísticas (como é tipicamente o caso, como veremos, das plataformas de *peer-to-peer lending*), continuem a servir uma fatia relevante de consumidores (pense-se no caso de estudantes do ensino superior, cujo perfil de risco poderá ser avaliado de uma forma muito mais flexível atendendo, nomeadamente, ao histórico de classificações académicas e à qualidade da universidade frequentada)²⁷. Por outro lado, e de forma porventura mais premente, o financiamento colaborativo continuará a surgir como uma ferramenta muito importante de financiamento a empresas em fase de formação ou de posicionamento inicial no mercado (*start-*

ups). Com efeito, é sabido que estas empresas enfrentam tipicamente na sua fase inicial uma *lacuna de financiamento*, quer porque não dispõem de um histórico de exploração que lhes permita facilmente aceder ao crédito bancário, quer porque os respetivos promotores poderão não dispor de recursos ou poupanças suficientes para custear o arranque das atividades, quer ainda porque nem sempre estas empresas terão acesso a investidores qualificados ou institucionais (*business angels*) predispostos a investir no seu capital social e/ou a acompanhá-las nos primeiros anos de operação²⁸. É neste contexto que o lançamento de campanhas de *crowdfunding* poderá sempre surgir como uma boa opção no sentido de permitir a estas empresas não só angariar o capital desejado, mas também divulgar os seus projetos no mercado²⁹. Campanhas de *crowdfunding* bem sucedidas tornarão seguramente mais fácil o acesso das empresas ao mercado convencional³⁰.

9. Vejamos, agora, qual a estrutura de negócio geralmente adotada pelas plataformas de financiamento colaborativo, tendo em conta a prática internacional já existente neste domínio. Para tal, vamos considerar, separadamente, as plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo (*peer-to-peer lending*) e as plataformas de financiamento colaborativo de investimento (*investment-based crowdfunding*).

26- De acordo com informação pública da Associação Portuguesa de Bancos, no contexto do programa de assistência financeira internacional ao Estado Português, o Banco de Portugal recomendou aos oito maiores grupos bancários que reduzissem o rácio de transformação para 120% até ao final de 2014. Não se afigurando na altura possível garantir essa meta através de maior captação de poupanças, os bancos concretizaram-na essencialmente por via da redução da concessão de crédito.

27- É também sabido que o financiamento colaborativo ao consumo poderá, na prática, visar o refinanciamento de dívida anteriormente contraída no mercado tradicional sob condições penalizadoras. Nos anos pós-crise financeira de 2008, esta realidade esteve bastante presente nos EUA: cfr. U.S. Department of the Treasury, *op. cit.*, p. 11; cfr. também Andrew Verstein, *The Misregulation of Person-to-Person Lending*, in “UC Davis Law Review”, vol. 45, n.º 2, 2011, p. 458, que refere “*the majority of P2P borrowers are refinancing other, more costly, debts*”.

28- Sobre o *funding gap* enfrentado pelas *start-ups*, cfr. 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”, 2016, pp. 119 ss; cfr. também Segismundo Álvarez Royo-Villanova, *El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación*, in “Cuadernos de Derecho y Comercio”, 2014, núm. 61, pp. 21 ss.

29- Sobre a importância do *equity crowdfunding* na angariação de capital por empresas nascentes, cfr. ainda Christine Hurt, *Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs*, in “UI Law Review”, 2015, n.º 1, pp. 217 ss.

30- Cfr. Segismundo Álvarez Royo-Villanova, *op. cit.*, p. 23.

a) Começando pelo financiamento colaborativo por empréstimo, as plataformas tendem a apresentar uma estrutura de negócio *relativamente comum*, mas que poderá, igualmente, sofrer variações importantes de que cumpre dar nota.

De uma maneira geral, estas plataformas começam por receber propostas de crédito dos indivíduos ou entidades que pretendam obter empréstimos, procedem à sua análise e classificação de risco e, em caso de admissão, divulgam-nas, em seguida, junto do público para efeitos de obtenção de financiamento³¹. Sublinhe-se que o crédito concedido através destas plataformas possui geralmente uma maturidade não muito longa (de até cinco anos). O processo de análise, notação e aceitação ou recusa das propostas de crédito é, por regra, relativamente expedito, completando-se, por vezes, em apenas 24 ou 48 horas, a menos que a aceitação da proposta fique dependente de angariação prévia de financiamento junto do público e este demore mais tempo a concretizar-se³².

Na classificação do crédito, as plataformas recorrem tipicamente quer a métodos convencionais (*credit scoring/rating*, análise de rendimentos e do nível de endividamento, etc.), quer a métodos inovadores (informação pessoal revelada nas redes sociais, histórico de consumo e pagamentos, *customer reviews*, contabilidade em tempo real das empresas, etc.)³³. A classificação atribuída é relevante não apenas para a decisão de aceitação do crédito, mas também para definir a taxa de juro aplicável. Pode suceder, no entanto, que a definição do juro se faça através de *licitação* junto do público³⁴.

O modelo de remuneração das plataformas também tende a seguir uma estrutura mais ou menos comum, com a cobrança de uma comissão inicial pela criação do empréstimo (*origination fee*), por dedução no capital do empréstimo, e de comissões periódicas sobre os pagamentos subsequentemente feitos pelos mutuários em reembolso dos empréstimos (*servicing fees*)³⁵. A par destas comissões, as plataformas poderão, ainda, cobrar outras comissões em contrapartida de serviços adicionais, como a gestão e aplicação de fundos, a cessão de créditos em mercado secundário ou a intervenção em contencioso de incumprimento dos empréstimos³⁶.

Isto dito, vejamos agora em que termos as plataformas poderão variar relativamente ao seu modelo de funcionamento e de negócio. Diríamos que há *três variações essenciais* a considerar.

Uma primeira variação ocorre quanto à *forma de articular a concessão do empréstimo com a obtenção de fundos junto do público*. Neste aspeto, há que distinguir entre, de um lado, as plataformas que concedem o empréstimo sem prévia captação de fundos (conhecidas por *direct lenders* ou *balance sheet lenders*) e, por outro lado, as plataformas que concedem o empréstimo apenas mediante prévia captação de fundos (conhecidas por *platform lenders* ou *marketplace lenders*)³⁷. As primeiras plataformas “carregam” o empréstimo nas suas contas durante algum tempo (geralmente, curto), até o cederem a membros do público, diretamente ou (numa prática cada vez mais utilizada) através

31- Para uma descrição detalhada do processo de análise e aprovação dos empréstimos pelas plataformas, cfr. Ernst & Young LLP, *Alternative lending. Commoditizing loan applications through technology while paving the way for big data investing*, 2016, disponível online.

32- Cfr. Ernst & Young LLP, *op. cit.*, pp. 13-14.

33- Cfr. U.S. Department of the Treasury, *op. cit.*, p. 5; Ernst & Young LLP, *op. cit.*, pp. 16-17.

34- Era a metodologia inicialmente utilizada pela plataforma norte-americana *Prosper*.

35- Cfr. Andrew Verstein, *op. cit.*, pp. 454-455; IOSCO, *op. cit.*, pp. 17-18.

36- Cfr. Andrew Verstein, *op. cit.*, p. 455; IOSCO, *op. cit.*, pp. 17-18; U.S. Department of the Treasury, *op. cit.*, pp. 6 e 8.

37- Cfr. U.S. Department of the Treasury, *op. cit.*, pp. 5-6; Ernst & Young LLP, *op. cit.*, p. 7.

de veículos de titularização de créditos. Por seu turno, as segundas plataformas apenas asseguraram o empréstimo após terem angariado os fundos necessários para esse financiamento. Existe ainda, nestas segundas plataformas, uma *variante* em que a emissão do empréstimo é antecipada temporalmente em relação à angariação dos fundos, sem que isso implique um registo intermédio do empréstimo nas contas da plataforma: trata-se dos casos, de que são exemplos as plataformas *LendingClub* e *Prosper* nos EUA, em que o empréstimo é inicialmente emitido por uma instituição bancária parceira da plataforma, sendo, depois, o crédito cedido à plataforma logo que esta angarie os necessários financiadores³⁸.

Uma segunda variação importante ocorre quanto à *existência ou não de uma relação direta entre os financiadores e o beneficiário do financiamento no contexto do empréstimo*. A este respeito, é evidente que as plataformas que concedem o empréstimo sem previamente dispor de financiamento do público começam por atuar em nome próprio e por conta própria e, nessa medida, abdicam de uma relação direta entre os dois polos do financiamento (financiadores e mutuários), pelo menos num primeiro momento. Só depois de cedido o empréstimo aos membros do público é que, potencialmente, poderá passar a desenhar-se uma *relação direta* entre financiadores e mutuários. O cenário é já diferente no caso das plataformas em que o empréstimo é concedido apenas mediante prévia obtenção de fundos. Nestes casos, as plataformas tenderão a posicionar-se como

simples intermediários do empréstimo, facilitando o encontro (*matchmaking*) entre os dois extremos da cadeia. Mas nem sempre assim acontecerá. No caso particular dos EUA, p. ex., especificidades regulatórias levaram a que, desde final de 2008, as plataformas tenham passado a atuar como *contrapartes* dos mutuários e, simetricamente, como *contrapartes* dos membros do público de quem recebem os fundos³⁹. Não obstante esta interposição, torna-se claro que os membros do público só terão direito a ser reembolsados *se e na medida em que* a plataforma seja paga pelos mutuários ao abrigo dos respetivos empréstimos. Assim, os membros do público acabarão por ter de suportar um duplo risco de insolvência: o da plataforma e o do mutuário⁴⁰.

Ocorre, por fim, uma terceira e importante variação no que se refere ao *grau de intervenção da plataforma na decisão de aplicação dos fundos do público*. Na versão – diríamos – mais *pura* das plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo, estas limitam-se a facilitar o encontro entre os financiadores e os mutuários, sem tomarem para si qualquer intervenção decisória na aplicação dos fundos a produtos específicos. São, por assim dizer, meros *portais eletrónicos de criação de mercado*. Alternativamente a este modelo, tem vindo, contudo, a emergir um outro em que os membros do público predefinem as características dos produtos em que pretendem ver aplicados os seus fundos (*auto-bid functionality*), tais como a maturidade, o montante, o *credit score*, o tipo de mutuário (consumidor ou empresa), sendo, depois, a

38- Sobre estes casos, cfr. IOSCO, *op. cit.*, p. 18, enquadrando-os como “*notary model*”; cfr. U.S. Department of the Treasury, *op. cit.*, pp. 5-6.

39- Em 24 de novembro de 2008, a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) emitiu uma *Cease and Desist Order* contra a plataforma de financiamento colaborativo *Prosper*, invocando que, ao fazer apelo à subscrição pública de empréstimos, esta plataforma estava a realizar uma oferta pública de valores mobiliários sem cumprir as correspondentes exigências de registo prévio da oferta e de aprovação de prospeto. Desde então, as plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo nos EUA passaram a ter de registar-se no supervisor (através de *shelf-registration*) para o efeito das “ofertas públicas de subscrição de empréstimos”, figurando, nesse contexto, como entidades emitentes dos valores mobiliários e, portanto, como contrapartes quer dos subscritores dos empréstimos, quer, simetricamente, das entidades mutuárias para quem os fundos são depois canalizados. A qualificação como *valores mobiliários* das participações subscritas nos empréstimos é, no entanto, duramente criticada por parte da doutrina norte-americana, que a considera artificial e puramente instrumental a pretensões intervencionistas da SEC (cfr., neste sentido, p. ex., Andrew Verstein, *op. cit.*, pp. 478 ss; em tom mais dubitativo, e propenso a admitir aquela qualificação em certos casos, cfr. C. Steven Bradford, *op. cit.*, pp. 22 ss.).

40- Andrew Verstein, *op. cit.*, p. 489.

própria plataforma a decidir da aplicação concreta dos fundos na subscrição de determinados portfólios de produtos, com as características anteriormente definidas⁴¹. Uma vez que, neste modelo, é a plataforma quem gere e aplica os fundos, poderá também suceder que seja garantido aos financiadores um determinado *retorno mínimo* sobre os seus investimentos⁴². É importante salientar que, no contexto especificamente europeu, a referida *auto-bid functionality* tem tido adesão crescente por parte das plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo e respetivos financiadores. Assim, estima-se que, em 2016, terão feito uso desta funcionalidade 77% dos financiadores em plataformas de *peer-to-peer consumer lending*, 67% dos financiadores em plataformas de *invoice trading* e 49% dos financiadores em plataformas de *peer-to-peer business lending*, sendo que, em todos esses casos, se terá registado um aumento face aos anos anteriores⁴³.

b) Passemos agora ao caso das plataformas de financiamento colaborativo de investimento. Estas plataformas publicitam a oferta de valores mobiliários representativos de capital ou de dívida, normalmente relativos a sociedades que se encontram em processo de formação ou de posicionamento inicial no mercado (*start-ups*).

Também aqui as plataformas poderão assumir um *maior ou menor grau de intervenção* na definição dos termos da oferta e na sua divulgação e aconselhamento junto do público em função do enquadramento regulatório de que disponham em cada caso. É comum que plataformas cujas sociedades gestoras se encontrem autorizadas/registadas como *intermediários financeiros* nas respetivas jurisdições possam desempenhar um papel mais ativo naquele contexto, recomendando ao emitente o preço de

emissão, aconselhando o público relativamente aos termos da oferta e sendo remuneradas através de um percentual sobre o valor total da emissão (poderá até suceder que algumas plataformas atuem subsequentemente como representantes dos subscritores no exercício de direitos societários, p. ex. em votações nas assembleias gerais). Em contrapartida, plataformas cujas entidades gestoras não disponham daquele enquadramento regulatório remeter-se-ão a um mero papel passivo de publicitação das ofertas (atuando como *passive bulletin boards*), caso em que poderão eventualmente ter de ser remuneradas através da cobrança de uma comissão fixa sobre o emitente, independente do maior ou menor sucesso da oferta⁴⁴.

Atualmente, um dos principais desafios que se tem colocado às plataformas de financiamento colaborativo de investimento respeita à criação de um *mercado secundário* para os valores mobiliários inicialmente vendidos na plataforma. Na verdade, um dos problemas típicos que os investidores que recorrem a estas plataformas enfrentam tem a ver com a *tendencial iliquidez* dos seus investimentos. Uma vez adquiridos os valores mobiliários, os investidores têm, tipicamente, de aguardar que a sociedade emitente cresça no mercado e que os valores mobiliários por esta emitidos sejam admitidos à negociação numa bolsa de valores ou mercado regulamentado para que, finalmente, aqueles investidores possam beneficiar de um mercado secundário para os seus títulos (alternativamente, pode também suceder que a *start-up* seja adquirida por uma outra empresa já instalada no mercado, permitindo assim a alienação das participações inicialmente subscritas através da plataforma eletrónica). As plataformas poderão tentar contrariar esta tendência e assegurar maiores condições de *liquidez* seja através da criação, elas

41- Cfr. University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, cit., p. 39.

42- Cfr. IOSCO, *op. cit.*, p. 19, aludindo a um “*guaranteed return model*”.

43- Cfr. University of Cambridge, *Expanding Horizons...*, cit., p. 39.

44- Sobre a problemática da “*transaction-based compensation*” no caso de plataformas não registadas como intermediários financeiros, cfr., nos EUA, C. Steven Bradford, *op. cit.*, pp. 36 ss.

próprias, de um mercado secundário junto dos investidores, seja, porventura de forma mais realista, através do estabelecimento de parcerias ou alianças com mercados regulamentados ou sistemas de negociação multilateral já existentes (nos quais os valores mobiliários inicialmente distribuídos nas plataformas possam ser admitidos e transacionados)⁴⁵. Este último caminho tem sido já trilhado na Europa. Assim, p. ex., assistiu-se já à admissão à negociação de valores mobiliários distribuídos em plataformas de financiamento colaborativo no *Euronext Expert Market* (no âmbito da rede de bolsas *Euronext*) e no *AIM* da bolsa de valores de Londres⁴⁶. Um fenómeno semelhante tem também já ocorrido nos EUA na sequência da reforma introduzida em 2015 pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) à *Regulation A*, em cumprimento do título IV do *Jumpstart Our Business Startups Act* (“JOBS Act”), de 2012⁴⁷.

3- O DESAFIO REGULATÓRIO

10. De uma maneira geral, os esquemas de financiamento colaborativo, principalmente de financiamento colaborativo *com expectativa de retorno financeiro*, têm suscitado a necessidade de respostas regulatórias específicas um pouco por toda a parte.

Numa constatação que tenderá a aplicar-se em qualquer jurisdição em que este fenómeno surja e se desenvolva, os figurinos regulatórios tradi-

cionais tenderão a mostrar-se essencialmente *desajustados* para enquadrar devidamente os esquemas de financiamento colaborativo.

A desadequação das malhas tradicionais poderá ocorrer tanto sob a forma de um *défice de regulação*, como sob a forma de uma *sobrerregulação*. Expliquemo-nos.

Ocorrerá um *défice de regulação*, em particular, no caso de plataformas de *peer-to-peer lending* que se limitem a colocar em contacto os dois polos da cadeia de financiamento (financiadores, de um lado, e mutuários, do outro), sem desempenharem, elas próprias, funções financeiras de *concessão de crédito* ou de *prestação de serviços de pagamento* implicadoras da obtenção prévia de autorizações ou sujeição a supervisão. Isto porque, na generalidade dos ordenamentos, por princípio, qualquer pessoa singular ou coletiva poderá conceder empréstimos a outra, desde que não faça disso profissão, pois, se o fizer, ficaria sujeita a requisitos de licenciamento ou autorização prévia⁴⁸. Assim, a mera mediação ou colocação em contacto dos dois polos da referida cadeia tenderá, em princípio, a escapar a qualquer tipo de regulação específica.

Em contrapartida, poderá haver lugar a uma *sobrerregulação* especialmente nos casos de plataformas de *equity crowdfunding* ou, em geral, de *investment-based crowdfunding*, que se

45- Aludindo a estas vias de criação de mercado secundário, cfr. o documento de trabalho da Comissão Europeia: *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 2016, p. 14. Sobre a importância da integração das plataformas de *equity crowdfunding* em sistemas institucionalizados de negociação de valores mobiliários como forma de evitar a assimetria informativa e prevenir a ocorrência de *seleção adversa* na escolha dos emitentes, cfr. Darian M. Ibrahim, *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?*, in “Minnesota Law Review”, 2015, vol. 100, n.º 2, pp. 598 ss. Sobre os mercados de valores mobiliários alternativos (ou de segunda linha) em geral, cfr. ainda Jose Miguel Mendoza, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, in “Fordham Journal of Corporate & Financial Law”, 2008, vol. 13, n.º 2, pp. 256 ss.

46- É interessante também notar que, em 2016, a plataforma de financiamento colaborativo *SyndicateRoom* estabeleceu um acordo com a bolsa de valores de Londres no sentido de permitir aos investidores daquela plataforma participar, lado a lado com investidores institucionais, na subscrição de ofertas públicas de valores mobiliários realizadas no *Main Market* e no *AIM* da bolsa de valores de Londres.

47- A transação em mercado secundário de valores mobiliários emitidos ao público através de portais eletrónicos afigura-se, nos EUA, mais favorável no caso de ofertas realizadas ao abrigo da *Regulation A* (que, na sequência da reforma de 2015, prevê um regime simplificado de registo das ofertas com valor global até 20 milhões ou 50 milhões de dólares, consoante os casos) do que no caso de ofertas realizadas ao abrigo do regime propriamente dito do *equity crowdfunding* (previsto no §4(a)(6) do *Securities Act of 1933*). Isto porque, no primeiro caso, os valores mobiliários podem ser transacionados livremente em mercado secundário, ao passo que, no segundo caso, a transação em mercado secundário só é livre decorrido um ano sobre a subscrição inicial (cfr. §4A(e) do *Securities Act of 1933*); até então os valores mobiliários são considerados “*restricted securities*”.

48- Cfr. David López Velázquez, *La regulación del crowdfunding en la Unión Europea y España*, in “Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales”, 3, 2016, cap. V-1.

confrontem, nos respetivos ordenamentos jurídicos, com regimes jurídicos de ofertas públicas de valores mobiliários demasiado onerosos, que não acomodem especificamente a realização de ofertas de menor valor através de portais eletrónicos. Nesses casos, com efeito, a promoção das ofertas de valores mobiliários através de plataformas de financiamento colaborativo tenderá, na prática, a revelar-se *inexequível* devido à onerosidade do regime regulatório aplicável.

11. Ainda num plano geral, o financiamento colaborativo poderá, em tese, ser objeto de diferentes tipos de soluções regulatórias.

Um estudo de 2014 da Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (“IOSCO”) apontava a existência, no plano internacional, de cinco tipos de regulação das plataformas de financiamento colaborativo *por empréstimo*, a saber⁴⁹: (i) ausência de regulação; (ii) regulação das plataformas como intermediários financeiros; (iii) regulação das plataformas como bancos; (iv) regulação das plataformas como entidades emitentes de valores

mobiliários, sendo as “ofertas de subscrição dos empréstimos” consideradas como ofertas públicas de valores mobiliários e as plataformas obrigadas a registar previamente as ofertas junto do supervisor (regime aplicável nos EUA); e, por fim, (v) proibição.

Adicionalmente, poderá também colocar-se a questão de saber se, no caso das plataformas que giram *discricionariamente* os fundos (seleccionando produtos específicos de acordo com o perfil predefinido pelos subscritores), serão aplicáveis as regras gerais de fundos de investimento ou organismos de investimento coletivo. Não cremos, à partida, que essas regras possam ter aplicação, visto que os fundos confiados às plataformas naquele contexto tenderão a ser geridos de forma *individualizada* para cada subscritor, e não através de *operações coletivas de investimento*⁵⁰.

Já no que diz respeito ao financiamento colaborativo *de capital* (ou, mais latamente, ao financiamento colaborativo *de investimento*), o estudo citado da IOSCO identifica, por seu turno, a

49- Cfr. IOSCO, *op. cit.*, pp. 29-30.

50- Refira-se, em qualquer caso, que, paralelamente às plataformas de *peer-to-peer lending*, tem vindo a ganhar crescente relevância económica a nível internacional, desde pelo menos a crise financeira de 2008, a realização de operações coletivas de investimento no mercado do crédito, através da constituição de *loans funds* ou fundos de créditos, cujo objeto poderá abranger quer a aquisição/reestruturação, diretamente ou em mercado secundário, de créditos originados por outras instituições, *maxime* bancárias (*loan participating funds*), quer a atribuição originária de créditos a terceiros (*loan originating funds*), quer ambas as atividades. Estes fundos contribuem para o avolumar do fenómeno de *shadow banking* que tem vindo a emergir nos últimos anos, fruto de condicionalismos como o peso do capital regulatório no balanço dos bancos e o ambiente de taxas de juro muito baixas que induz o interesse dos investidores institucionais, e do público em geral, por esquemas alternativos de rentabilização das aplicações financeiras. Os referidos fundos de créditos extravasam já, económica e conceitualmente, as fronteiras do financiamento colaborativo ou *crowdfunding*, não sendo, pois, especificamente tratados no presente artigo – saliente-se, aliás, que, em várias das jurisdições a nível internacional em que estes fundos dispõem de regulação específica, o investimento nesses fundos é limitado apenas a investidores qualificados ou profissionais, não sendo portanto extensível ao público em geral (cfr. o recente estudo da IOSCO, *Findings of the survey on loan funds*, de fevereiro de 2017). No contexto específico da União Europeia, a origem de créditos por fundos é já admitida em diversos Estados-membros (nomeadamente, na Alemanha, Irlanda, Espanha, Itália e Malta), embora através de regimes especificamente nacionais, os quais não beneficiam, portanto, do “passaporte europeu”. Em Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários submeteu recentemente a consulta pública, em maio de 2017, a possibilidade de previsão no ordenamento jurídico nacional dos fundos de créditos. Saliente-se que, no espaço da União Europeia, os referidos fundos poderão vir a ser comercializados de forma transfronteiriça, junto de investidores profissionais, caso sejam enquadrados como *organismos de investimento alternativo* e os respetivos gestores fiquem sujeitos ao regime da Diretiva n.º 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho (“Diretiva AIFM”), relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos. Na verdade, é sabido que os fundos de investimento alternativos possuem um escopo material *residual* em relação ao escopo dos organismos de investimento coletivo regulados na Diretiva n.º 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho (“Diretiva UCITS”), relativa aos organismos de investimentos coletivo em valores mobiliários, o que faz com que aqueles primeiros fundos possam eventualmente abarcar investimentos no mercado do crédito, inclusive sob a forma da atribuição de créditos novos (sobre a articulação entre as duas diretivas referidas, cfr. Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3rd ed., 2014, pp. 287 ss.). A criação de um regime harmonizado à escala da União Europeia para a constituição de *loans funds* tem sido já objeto de ponderação pelas instâncias europeias, sendo de destacar, p. ex., a *Opinion on EU Framework for Loan Origination by Investment Funds* da *European Securities and Markets Authority*, emitida em 11 de abril de 2016.

a existência de três soluções regulatórias fundamentais no plano internacional, a saber⁵¹: (i) proibição; (ii) permissão, mas com sujeição a um regime regulatório especialmente oneroso e dissuasor (situação que acima apontamos); e (iii) permissão, com sujeição a limites razoáveis, destinados a proteger os investidores, tais como limites sobre os montantes do investimento, requisitos de qualificação dos investidores, entre outros.

12. Quer no financiamento colaborativo por empréstimo, quer no financiamento colaborativo de investimento, às plataformas poderá, em qualquer caso, ser reconhecido um maior ou menor grau de liberdade no exercício da mediação entre, de um lado, os financiadores ou investidores e, de outro lado, as entidades que buscam o financiamento.

Descontado o cenário radical em que o financiamento colaborativo seja pura e simplesmente proibido, podemos distinguir como um primeiro modelo regulatório aquele que as plataformas estejam habilitadas a desenvolver uma mediação essencialmente *passiva*, atuando basicamente como portais eletrônicos em que as entidades que procuram o financiamento publicitam as suas ofertas e recebem, nessa base, adesões da parte do público, sendo, em seguida, o financiamento canalizado e concretizado através de contas segregadas. No caso específico do financiamento colaborativo por empréstimo, será, em qualquer caso, de esperar que as plataformas possam desempenhar um papel um pouco mais ativo, procedendo, nomeadamente, à análise, triagem e notação de risco das candidaturas a empréstimos previamente à sua admissão e subscrição pelos membros do público.

Um segundo modelo, por seu turno, será aquele em que as plataformas acedam a uma intermediação mais ativa na constituição e gestão das relações de financiamento ou de investimento.

No caso do financiamento colaborativo por empréstimo, este modelo poderá mesmo traduzir-se, como vimos, na concessão inicial de crédito pelas plataformas (sendo o crédito depois cedido a membros do público), ou ainda na *gestão discricionária* de fundos por conta dos clientes. Por seu turno, no caso do financiamento colaborativo de investimento, poderá traduzir-se na prestação pelas plataformas de verdadeiros serviços de intermediação financeira aos investidores, tais como o aconselhamento personalizado sobre os instrumentos financeiros e a execução de ordens de subscrição ou compra desses instrumentos.

É importante ter em conta que os dois modelos referidos de regulação do financiamento colaborativo *não são necessariamente incompatíveis ou mutuamente excludentes*. Bem pelo contrário: a solução regulatória porventura mais completa e perfeita será aquela em que as plataformas possam livremente *optar* entre exercerem uma *mediação passiva* – caso em que ficam sujeitas a exigências mínimas de licenciamento ou registo, bem como a um perfil de atividades mais restrito – e uma *mediação ativa*, inclusive com componentes de *concessão de crédito, serviços de pagamentos e/ou intermediação financeira* – caso em que, para além das referidas exigências mínimas de licenciamento ou registo, ficarão sujeitas a *patamares adicionais* de controlo regulatório, em coerência com o perfil de atividades mais lato.

13. Independentemente da natureza e concreta configuração do regime aplicável ao financiamento colaborativo, essencial é que este regime dê sempre resposta adequada aos diversos riscos que são suscitados por esta metodologia de financiamento.

De entre esses riscos, conta-se, desde logo, o risco de *fraude*⁵². Entende-se por fraude, neste contexto, a prestação de informações falsas ou

51- IOSCO, *op. cit.*, p. 30.

52- Cfr. IOSCO, *op. cit.*, pp. 26-27; cfr. Andrew Verstein, *op. cit.*, pp. 470-471.

enganosas ou a ocultação de factos relevantes sobre as entidades, projetos ou atividades a financiar, em termos que conduzam a uma apreciação errada pelo público dos níveis de *rentabilidade esperada*, *risco* ou *liquidez* dos financiamentos ou investimentos a subscrever. De uma forma mais radical, a fraude poderá envolver situações de furto de identidade ou de criação de perfis falsos de mutuários ou sociedades emitentes de valores mobiliários, ou ainda a solicitação de dinheiro para finalidades ilícitas e ocultas, como o branqueamento de capitais ou o financiamento ao terrorismo. No caso das plataformas que procedam a uma gestão discricionária dos fundos dos seus clientes, poderá igualmente suceder que as plataformas realizem essa gestão de forma abusiva ou em desconformidade com as políticas previamente convencionadas com os clientes subscritores, aplicando os fundos em finalidades diversas das inicialmente acordadas.

Paralelamente ao risco de fraude surge, por outro lado, o risco de *desproteção do público* devido à *perda de somas avultadas* investidas nas plataformas. Este risco resulta, desde logo, do facto de o financiamento concedido através das plataformas ser, por regra, um financiamento *arriscado*. Esse risco acentua-se especialmente no caso do financiamento colaborativo de capital concedido a *start-ups*, não só porque a taxa de sucesso destes projetos empresariais é consabidamente reduzida, mas também porque esses investimentos serão tendencialmente ilíquidos, desprovidos de valoração de mercado (o que os torna vulneráveis a assimetrias informativas) e sujeitos, por fim, a diluição posterior em função de novas rondas de emissão de ações⁵³. De modo mais geral, o risco associado ao financiamento colaborativo advém, ainda, do facto de, por regra, não terem aplicação neste domínio os esquemas de garantia de reembolso que vigoram no âmbito dos depósitos bancários (Fundo

de Garantia de Depósitos) ou ainda no âmbito dos fundos confiados a empresas de investimento (Sistema de Indemnização a Investidores), a menos que as plataformas de financiamento colaborativo atuem elas próprias (sendo para o efeito autorizadas) como *instituições financeiras habilitadas a captar depósitos* ou como *empresas de investimento*.

Estreitamente ligado ao risco de perda dos montantes investidos encontra-se também o risco de *insolvência* da própria plataforma⁵⁴. A importância deste risco ficou bem ilustrada, p. ex., com as falências das plataformas *Quackle*, em 2011, e *TrustBuddy*, em 2015, em que, devido à falência da plataforma, os membros do público perderam irremediavelmente a totalidade ou parte significativa dos fundos que tinham inicialmente ali aplicado. O risco de insolvência da plataforma será, naturalmente, menos relevante nos modelos de financiamento colaborativo em que as plataformas não assumam um papel ativo na operacionalização das transações, não recebendo, nomeadamente, fundos por conta dos clientes, nem atuando como *contrapartes* na operacionalização do financiamento. Mesmo então, todavia, a cautela recomendará que as plataformas adotem planos de resolução (*living wills*) com vista a planear os procedimentos a seguir em caso de insolvência e a garantir, assim, a continuidade dos pagamentos após a insolvência. O cenário de insolvência da plataforma torna-se, pelo contrário, bem mais problemático nos modelos de financiamento colaborativo em que as plataformas atuem como gestoras de fundos por conta dos clientes ou se interponham mesmo como *contrapartes* dos subscritores e dos beneficiários nas correspondentes relações de financiamento ou investimento. Nesses casos, a insolvência da plataforma levará com maior probabilidade à quebra de pagamentos e à não recuperação dos montantes investidos.

53- Cfr. IOSCO, *op. cit.*, pp. 36-37, referindo “*the lack of liquidity in the secondary market means many investors sell at a significant loss to face value*” e, mais adiante, “*if the company does survive its stock is likely to be diluted through further issues*”.

54- Cfr. IOSCO, *op. cit.*, pp. 25-26.

Outros riscos dizem ainda respeito à salvaguarda da *privacidade* dos clientes individuais ou (no caso do financiamento a empresas) da *confidencialidade* de segredos comerciais⁵⁵. Por fim, cada vez mais na ordem do dia estará o risco de ataques informáticos (*cyber attacks*)⁵⁶, os quais poderão pôr em causa não só a continuidade de operações da plataforma, mas também, e uma vez mais, o sigilo sobre a vida pessoal ou societária dos beneficiários do financiamento colaborativo.

14. Um último desafio que se tem colocado no plano regulatório diz respeito à aproximação das legislações nacionais de forma a permitir ou, pelo menos, a criar condições para que as plataformas possam facilmente alargar a sua atividade a outras jurisdições.

A este propósito, deve salientar-se que, no contexto específico da União Europeia (“UE”), não existe ainda, à data em que finalizamos o presente texto, qualquer uniformização ou harmonização dos diversos regimes jurídicos nacionais de financiamento colaborativo, o que se tem convertido num fator de *entrave* ao crescimento orgânico deste setor no espaço da UE, dada a impossibilidade (tendencial⁵⁷) de as plataformas constituídas em determinado Estado-membro alargarem a sua atividade a outros Estados-membros ao abrigo de um sistema de

reconhecimento automático das entidades ou “passaporte europeu”.

Refira-se no entanto que, recentemente, em março de 2018, a Comissão Europeia apresentou uma proposta de regulamento para a criação de plataformas “europeias” de financiamento colaborativo, sujeitas a autorização da Autoridade Europeia dos Mercados de Valores Mobiliários, na sequência de uma consulta pública realizada em outubro e novembro de 2017⁵⁸. Basicamente, de acordo com o regulamento proposto, as plataformas de financiamento colaborativo constituídas na UE poderão optar entre reger-se pelos respetivos regimes nacionais de financiamento colaborativo ou, em alternativa, pelo regime “europeu” previsto naquele regulamento, caso em que passarão a beneficiar de um “passaporte europeu” para poderem estabelecer-se ou prestar serviços noutros Estados-membros da UE. Assinale-se contudo que o citado regime “europeu” apenas se aplicará, nos termos do regulamento proposto pela Comissão, ao financiamento colaborativo por empréstimo ou de investimento concedido a entidades que não sejam consumidores, e cujo valor por oferta não exceda 1 milhão de euros, calculado ao longo de um período de 12 meses por cada projeto financiado, não sendo também aplicável a plataformas autorizadas como *empresas de investimento* ao abrigo da Diretiva n.º 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio.

55- Suscita-se aqui um equilíbrio difícil de atingir, uma vez que, por um lado, as entidades que procuram o financiamento terão interesse objetivo em fornecer a informação necessária para justificar e fundamentar os seus pedidos de financiamento, mas, por outro lado, terão também natural reserva em levantar excessivamente o véu da sua vida pessoal ou societária. A publicitação da informação poderá, até certo ponto, ser evitada reservando à plataforma a análise sigilosa da informação e a sua internalização na notação de risco a atribuir aos candidatos a financiamento. No entanto, uma abordagem como esta será necessariamente limitada: o público não deixará de exigir ter acesso a uma parte importante da informação sobre os beneficiários do financiamento, com vista a poder ele próprio avaliar o perfil de cada financiamento. Por outro lado, quanto maior for a *assimetria informativa* entre as plataformas e o público, maior, em teoria, será também o risco de fraude. Cfr. Andrew Verstein, *op. cit.*, pp. 466 ss.

56- Cfr. IOSCO, *op. cit.*, p. 28.

57- Pode colocar-se a questão de saber se as plataformas de financiamento colaborativo de investimento autorizadas como *empresas de investimento* ao abrigo da Diretiva n.º 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio, podem, com base nessa autorização, alargar as suas atividades no domínio do financiamento colaborativo a outros Estados-membros da UE. Parece-nos que tal alargamento tenderá a não ser viável, não só porque as atividades de financiamento colaborativo tenderão a apresentar um âmbito material sensivelmente mais vasto do que a mera *intermediação financeira* pressuposta naquela diretiva, mas também porque a generalidade dos Estados-membros da UE dispõe já de regimes nacionais específicos de financiamento colaborativo cuja aplicabilidade não será compaginável com a admissibilidade de um sistema de “passaporte europeu” nesse domínio. Cfr., sobre o tema, o documento de trabalho da Comissão Europeia: *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 2016, pp. 18 ss.; cfr. também David López Velázquez, *op. cit.*, cap. IV, n.ºs 1-2.

58- Cfr. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, Brussels 8.3.2018, COM(2018) 113 final.

4- O REGIME PORTUGUÊS

4.1- Consagração geral e modalidades

15. Analisados os principais desafios que se colocam à regulação do financiamento colaborativo em geral, debruçemo-nos agora, especificamente, sobre o regime português.

O regime português do financiamento colaborativo consta da Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro (“Lei do Financiamento Colaborativo” ou “L-FC”). Este regime foi desenvolvido, no que toca ao financiamento colaborativo *sem expectativa de retorno financeiro*, através da Portaria n.º 344/2015, de 12 de outubro, mais tarde substituída pela Portaria n.º 131/2018, de 10 de maio, e, no que toca ao financiamento colaborativo *com expectativa de retorno financeiro*, através do Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) n.º 1/2016, de 25 de maio de 2016 (“Regulamento da CMVM”).

O legislador consagrou ainda, autonomamente, o regime sancionatório (de mera ordenação social) aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo, através da Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro.

16. É importante começar por notar que o legislador português classificou o financiamento colaborativo nas seguintes modalidades⁵⁹:

- i) Financiamento colaborativo através de donativo, “*pelo qual a entidade financiada recebe um donativo, com ou sem a entrega de uma contrapartida não pecuniária*”;
- ii) Financiamento colaborativo com recompensa, “*pelo qual a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou*

serviço financiado, em contrapartida pelo financiamento obtido”;

- iii) Financiamento colaborativo de capital, “*pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros*”; e
- iv) Financiamento colaborativo por empréstimo, “*através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação*”.

Tal classificação desvia-se, nalguns pontos, daquela que acima fomos seguindo tendo em referência a prática internacional neste domínio. Em particular, no domínio do financiamento colaborativo sem expectativa de retorno financeiro, o financiamento colaborativo destinado à obtenção de contrapartidas simbólicas é enquadrado nos termos da L-FC como *financiamento colaborativo através de donativo*, e não já como *financiamento colaborativo com recompensa*, o qual é circunscrito pela lei apenas às situações de *compra antecipada* ou *reserva* do produto ou serviço financiado.

Por outro lado, e porventura com maior relevância, no domínio do financiamento colaborativo com expectativa de retorno financeiro, o financiamento colaborativo relativo ao investimento em valores mobiliários representativos de dívida (p. ex., obrigações) é aparentemente enquadrado como *financiamento colaborativo por empréstimo*, lado a lado, pois, com as situações de concessão de mútuos entre pares (*peer-to-peer lending*). A nosso ver, esta arrumação é bastante criticável, visto que o investimento em valores mobiliários representativos de dívida possui uma natureza muito distinta da da pura e simples concessão de mútuos, especialmente se

59- Cfr. artigo 3.º da L-FC.

destinados a meras finalidades de consumo (*peer-to-peer consumer lending*). Seguindo o exemplo de outras jurisdições⁶⁰, parece-nos que o legislador português teria andado melhor se tivesse criado uma categoria autónoma de *financiamento colaborativo de investimento*, à qual reconduzisse, unitariamente, os diversos casos de financiamento colaborativo sob a forma de subscrição ou aquisição de valores mobiliários, fossem estes representativos de capital ou de dívida⁶¹.

17. Cumpre por fim notar o âmbito material especialmente amplo atribuído, nos termos da L-FC, ao financiamento colaborativo de capital.

Seguindo o paralelo de outras legislações (como é o caso da alemã, onde se reconhece a possibilidade de *empréstimos subordinados com direito a participação nos lucros do mutuário*⁶²), o legislador português individualizou como posições passíveis de investimento, nesta modalidade, não apenas a aquisição de unidades de participação no capital, mas também – de forma autónoma – a aquisição de direitos a distribuição de dividendos ou partilha de lucros. Pese embora vigore atualmente em Portugal um *princípio de atipicidade dos valores mobiliários*, que abre a porta à modelação de valores mobiliários diferentes dos expressamente tipificados no artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários (“CVM”)⁶³, não vislumbramos de que modo a aquisição de direitos a distribuição de dividendos ou partilha de lucros se possa efetuar sem inerente subscrição de unidades de participação no capital social, às luz das regras

legais de organização e funcionamento das sociedades comerciais em Portugal. Parece-nos assim que a “ideia” do legislador ficará necessariamente sujeita ao desenvolvimento ulterior de regras societárias ou de organização empresarial que possibilitem a venda ao público de direitos com essa configuração.

4.2- Sujeição a registo das entidades detentoras das plataformas

18. Impõe-se, para começar, uma precisão terminológica sobre as entidades que *detêm* as plataformas de financiamento colaborativo.

Na terminologia legal, alude-se preferencialmente a “*titulares*” das plataformas, no caso do financiamento colaborativo por donativo ou com recompensa, e a “*entidades gestoras*” das plataformas, no caso do financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, em ambos os casos para designar, de forma aparentemente indistinta, as entidades que detêm e administram as plataformas.

Em qualquer caso, a referida distinção terminológica não deixa de ter relevância quanto aos formatos jurídicos que podem ser adotados por cada uma daquelas categorias de entidades. Assim, podem ser “*titulares*” das plataformas, nos termos do artigo 4.º, n.º 1, da L-FC, “*quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada*”. Em contrapartida, a análise atenta do Regulamento da CMVM permite inferir que as “*entidades gestoras*” das plataformas terão, à partida, de se

60- Em particular, do Reino Unido, onde a regulação adotada pela *Financial Conduct Authority* (“*FCA Handbook*”) “aparta águas” e distingue claramente (sujeitando-os a regimes diferentes) entre, por um lado, os *P2P agreements* e, por outro lado, a promoção e investimento em *non-readily realisable securities* (valores mobiliários de liquidez especialmente reduzida, de que serão exemplo, por princípio, os valores mobiliários emitidos através de plataformas de *equity crowdfunding*). Da salientar ainda que a definição de *P2P agreement* pressupõe que o mutuário seja uma *pessoa singular* ou, pelo menos, uma *parceria* ou *associação sem personalidade formal* em que nem todos os parceiros/associados sejam pessoas coletivas. Além disso, o mutuante não poderá emprestar mais do que 25,000 libras se o empréstimo se destinar, total ou predominantemente, à prossecução de *fins empresariais* pelo mutuário. Também a legislação espanhola (cfr. Título V da Ley 5/2015, de 27 de abril) assenta numa divisão muito clara entre, de um lado, o financiamento participativo de investimento (que inclui ofertas de instrumentos financeiros de capital e de dívida) e, de outro, o financiamento participativo por empréstimo.

61- Revemo-nos assim nas palavras de Segismundo Álvarez Royo-Villanova, o qual, pronunciando-se à data sobre o anteprojeto da lei espanhola, referia certeiraamente que “*no parece muy adecuado englobar bajo el término inversor al prestamista y al verdadero inversor. Esto puede parecer inocuo, pero lo cierto es que los intereses y los riesgos son distintos y sería deseable que se diferenciaran los dos tipos de actuación en el nombre y el régimen*” (*op. cit.*, p. 30).

62- Sobre estes empréstimos subordinados (*partiarisches Darlehen*), cfr. Flavio Pichler / Ilaria Tezza, *Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review*, in “*Crowdfunding for SMEs. A European Perspective*”, 2016, p. 17.

63- Sobre a atipicidade dos valores mobiliários, cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, pp. 129 ss.

constituir sob a forma de *sociedades comerciais* (coerentemente com as exigências de maior profissionalização prevalecentes no âmbito do financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo), ainda que não necessariamente sob a forma de *sociedades anónimas*⁶⁴.

19. Vejamos agora qual o regime aplicável ao acesso das plataformas à atividade de financiamento colaborativo.

Este regime varia, sem surpresa, consoante as plataformas se dediquem a financiamento colaborativo *com* ou *sem* expectativa de retorno financeiro, devendo porém notar-se que, nos termos do artigo 4.º, n.º 2, da L-FC, “*as plataformas que prossigam mais do que uma modalidade de financiamento colaborativo ficam vinculadas aos requisitos específicos aplicáveis a cada modalidade*”.

Em matéria de financiamento colaborativo *sem expectativa de retorno financeiro* (isto é, através de donativo ou com recompensa), os titulares das plataformas estão sujeitos a registo prévio na Direção-Geral das Atividades Económicas (“DGAE”)⁶⁵. Para esse efeito, devem comunicar o início de atividade com uma antecedência mínima de trinta dias⁶⁶, preenchendo o formulário com as informações e os elementos previstos no artigo 3.º, n.ºs 1 e 2, da Portaria n.º 131/2018.

Por seu turno, em matéria de financiamento colaborativo *com expectativa de retorno financeiro* (isto é, por empréstimo ou de capital), as

entidades gestoras das plataformas estão sujeitas a registo prévio na CMVM⁶⁷, devendo, para o efeito, apresentar um requerimento de registo com as informações e os elementos previstos no artigo 4.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM. No momento da instrução do registo, as referidas entidades gestoras deverão respeitar, pelo menos, um de três requisitos patrimoniais, a saber⁶⁸: *i*) um capital social mínimo de 50.000 euros, realizado à data da constituição da sociedade; *ii*) um seguro de responsabilidade civil adequado à atividade, ou qualquer outra garantia equivalente, que cubra as responsabilidades resultantes de negligência profissional, representando, no mínimo, uma cobertura de 1.000.000 euros por sinistro e, globalmente, 1.500.000 euros para todos os sinistros que ocorram durante um ano; ou *iii*) uma combinação dos dois requisitos anteriores, que satisfaça um grau de proteção equivalente ao seu preenchimento isolado. De entre estes requisitos, a CMVM poderá opor-se à prestação da garantia referida em *ii*) (solução alternativa à do seguro de responsabilidade civil) nos casos em que essa garantia não seja de acionamento automático (pressupondo, p. ex., a *excussão prévia* do património da entidade gestora) ou apresente um âmbito material insuficiente face à cobertura de responsabilidade exigida nos termos regulamentares⁶⁹.

Saliente-se que a CMVM deverá indeferir o pedido de registo das entidades gestoras nos casos de instrução deficiente do pedido⁷⁰ ou, ainda, nos casos de apreciação negativa seja da adequação dos meios ou recursos financeiros da

64- A configuração das entidades gestoras como sociedades comerciais sobressai logo no artigo 2.º, n.º 1, alínea *a*), do Regulamento da CMVM, em que se alude a “*capital social*” e a “*sociedade*”. A mesma convicção é, depois, reforçada ao longo do restante articulado do diploma.

65- Cfr. artigo 2.º, n.º 1, da Portaria n.º 131/2018, de 10 de maio.

66- Cfr. artigo 2.º, n.º 2, da Portaria n.º 131/2018, de 10 de maio.

67- Cfr. artigo 15.º, n.º 1, da L-FC.

68- Cfr. artigo 2.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM. Esta norma é basicamente decalcada da lei espanhola (cfr. art. 56, n.º 1, da Ley 5/2015, de 27 de abril), embora a solução consagrada no Regulamento da CMVM exija valores de cobertura de seguro *substancialmente mais elevados*, o que se revela difícil de compreender dado o caráter bastante limitado da responsabilidade das plataformas perante os utilizadores.

69- Cfr. artigo 2.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM.

70- Cfr. artigo 5.º, alíneas *a*)-*b*), do Regulamento da CMVM.

plataforma⁷¹, seja da idoneidade dos administradores ou gerentes da entidade gestora ou das pessoas singulares que, diretamente ou em última instância, detenham o controlo ou detenham participações qualificadas no capital social da entidade gestora⁷². São consideradas participações qualificadas, para este efeito, as participações que, direta ou indiretamente, representem uma percentagem não inferior a 10% do capital social ou dos direitos de voto da entidade gestora ou que, por outro motivo, possibilitem uma influência significativa sobre a gestão da referida entidade⁷³.

20. No caso particular das entidades gestoras de plataformas dedicadas à *intermediação de empréstimos*, cremos que o legislador deveria ter sujeitado essas entidades a registo prévio junto do Banco de Portugal, exclusivamente ou em complemento ao registo prévio junto da CMVM, dada a natureza *parabancária* das atividades por exercidas por essas entidades.

4.3- Serviços prestados pelas plataformas: o perfil de mediação passiva

21. A relação estabelecida pelos utilizadores da plataforma com a entidade que detém e gere esta última será, em princípio, juridicamente enquadrável como uma relação contratual de *mediação*⁷⁴.

Tal relação poderá iniciar-se com o simples registo do utilizador na plataforma (a par de outros requisitos eventualmente exigidos pela plataforma).

No caso, porém, dos *beneficiários* do financiamento colaborativo (entidades que angariam os

fundos), exige-se no artigo 6.º, n.º 1, da L-FC que a adesão à plataforma seja feita “*por contrato reduzido a escrito e disponível de forma desmaterializada através da plataforma, do qual deve constar a identificação das partes, as modalidades de financiamento colaborativo a utilizar, a identificação do projeto ou atividade a financiar e o montante e prazo da angariação, bem como os instrumentos financeiros a utilizar para proceder à angariação*”.

Esclarece-se também no artigo 7.º, n.º 1, que poderão ser beneficiários “*quaisquer pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras*” (conclusão que, à partida, será igualmente extensível aos financiadores ou investidores⁷⁵).

22. À luz do regime português de financiamento colaborativo, as plataformas perfilam-se como portais eletrónicos *essencialmente passivos* de divulgação e agregação de ofertas e de concretização de transações entre, de um lado, os financiadores ou investidores e, de outro lado, os beneficiários dos financiamentos ou investimentos.

No contexto dessa intermediação, as plataformas não atuam como *contrapartes* nas relações de financiamento ou investimento, sem prejuízo de poderem, à partida, atuar como representantes de qualquer das partes naquelas relações desde que isso não envolva o exercício de *intermediação financeira* não autorizada.

Por outro lado, nos termos legais e regulamentares, as plataformas são proibidas de “*fornecer aconselhamento ou recomendações*” ao público sobre os produtos a subscrever⁷⁶, bem como de “*gerir fundos de investimento ou deter valores*

71- Cfr. artigo 5.º, alínea d), do Regulamento da CMVM.

72- Cfr. artigo 5.º, alínea c), e artigo 9.º do Regulamento da CMVM.

73- Cfr. artigo 9.º, n.º 3, do Regulamento da CMVM.

74- Sobre o contrato ou relação de mediação em geral, cfr. Carlos Lacerda Barata, *Contrato de Mediação*, in “Estudos do Instituto de Direito do Consumo”, vol. 1, 2002, pp. 185 ss.; António Menezes Cordeiro, *Do contrato de mediação*, in “O Direito”, 2007, III, pp. 517 ss.

75- Ao longo do texto, optaremos por nos referir a “financiadores” ou “financiamentos” no caso do financiamento colaborativo através de donativo, com recompensa ou por empréstimo (salvo, neste último caso, se envolver investimento em instrumentos financeiros de dívida) e a “investidores” e “investimentos” no caso do financiamento colaborativo de capital ou que envolva o investimento em instrumentos financeiros de dívida.

76- Cfr. artigo 5.º, n.º 2, alínea a), da L-FC.

mobiliários”⁷⁷. No âmbito específico do financiamento colaborativo por empréstimo ou de capital, proíbe-se ainda as plataformas de “*deter fundos ou instrumentos financeiros dos clientes*”⁷⁸, sendo obrigatória a intervenção de entidade autorizada à prestação de serviços de pagamento⁷⁹.

De todo este figurino legal resulta que, por princípio, estarão vedados em Portugal modelos de *mediação ativa* semelhantes àqueles vimos existirem noutras jurisdições, tais como, p. ex., o modelo de *gestão discricionária* dos fundos de clientes através de mecanismos como a *auto-bid functionality*.

Parece-nos, em qualquer caso, que um tal “espartilho” poderia e deveria ter sido concretizado, nalguns pontos, através de acomodações mais específicas que garantissem uma melhor concordância prática com os modelos de negócio das plataformas. Senão, vejamos.

a) Começando pelo financiamento colaborativo por empréstimo (e deixando por agora de lado o segmento relativo ao investimento em instrumentos financeiros de dívida), cremos que teria sido justificado que a norma geral de proibição de prestação de aconselhamento ou de recomendações tivesse sido expressamente afeiçoada no sentido de salvaguardar, para que não houvesse qualquer dúvida a esse respeito, a admissibilidade da atribuição pública pela plataforma de classificações ou notações de risco aos empréstimos divulgados no portal.

Tal ressalva surge feita, p. ex., na legislação espanhola, em que se prevê que as plataformas (aliás, não só as de empréstimo, mas também as

de investimento em valores mobiliários) possam fazer a *análise dos projetos de financiamento recebidos, determinar o nível de risco que cada projeto implica para os investidores e determinar qualquer outra variável que possa ser útil para as decisões de investimento*, ficando claro que *a publicação, classificação e organização dessa informação em termos objetivos, sem realização de recomendações personalizadas, não será considerada intermediação financeira*⁸⁰. Idêntica abertura é igualmente adotada no Reino Unido quanto ao funcionamento das plataformas de *peer-to-peer lending*, ficando as plataformas obrigadas (e bem) a informar o público sobre a metodologia de apreciação ou apuramento do risco adotada⁸¹.

Na ausência da referida salvaguarda, a norma citada da L-FC suscitará inevitavelmente a dúvida quanto a saber se as plataformas de intermediação de empréstimos em Portugal poderão proceder publicamente à classificação ou notação de risco dos empréstimos divulgados no portal (prática esta comumente adotada no mercado). Embora o ponto seja controverso, parece-nos que a atribuição pública de classificações ou notações de risco pelas plataformas neste contexto, desde que feita em termos puramente objetivos e genéricos (isto é, não personalizados), não se qualificará ainda como uma forma de *prestação de aconselhamento ou de recomendações* por parte da plataforma, mas sim e apenas como uma análise crítica da informação disponível no portal sobre os beneficiários e respetivas propostas de empréstimos. Neste sentido, parece-nos que a referida prática, desde que feita com as características referidas, não se deverá considerar proibida pela norma anteriormente citada.

77- Cfr. artigo 5.º, n.º 2, alínea c), da L-FC.

78- Cfr. artigo 21.º, n.º 3, da L-FC.

79- Cfr. artigo 20.º do Regulamento da CMVM.

80- Cfr. art. 51, n.º 2, al. b), da Ley 5/2015, de 27 de abril.

81- Cfr. FCA Handbook, COBS 14, §14.3.7A.

Deve também salientar-se que, ao procederem desse modo, as plataformas não estarão a intrrometer-se ilegitimamente na esfera de atividades especificamente reservadas às agências de notação de risco. Efetivamente, o regime a que estas agências se encontram sujeitas não se aplica à “*classificação de créditos, aos sistemas de pontuação de crédito e a avaliações semelhantes relativas às obrigações decorrentes de relações com os consumidores ou de relações comerciais ou industriais*”⁸², como será tipicamente aqui o caso. A conclusão já seria, contudo, diferente no caso da atribuição de notações de risco a valores mobiliários ou respetivos emitentes⁸³.

Num outro tema, deve por fim censurar-se o facto de nem a L-FC, nem o Regulamento da CMVM terem expressamente acautelado a possibilidade de as plataformas de intermediação de empréstimos acederem à prestação de tipologias adicionais de serviços mediante o cumprimento dos respetivos requisitos regulatórios. Dando um exemplo: atenta a proibição de que as plataformas detenham fundos por conta de clientes, assim como a aparente imposição de que recorram a entidades terceiras para a prestação de serviços de pagamentos, parece excluir-se liminarmente a possibilidade de as entidades gestoras das plataformas prestarem elas próprias serviços de pagamento, mesmo que obtenham para o efeito a necessária autorização do Banco de Portugal.

b) Passando ao caso do financiamento colaborativo de capital, e incluindo também aqui o financiamento colaborativo através de investimento em instrumentos financeiros de dívida, critica-se o facto de a L-FC e o Regulamento da CMVM não terem expressamente acautelado a possibilidade de as plataformas alargarem as suas atividades aos diversos serviços de

intermediação financeira no caso de as respetivas entidades gestoras se encontrarem devidamente autorizadas a atuar como intermediários financeiros, estando como tal registadas junto da CMVM.

Atentos os apertados termos legais e regulamentares, o único serviço de intermediação financeira cuja realização é aparentemente permitida àquelas entidades (visto *não ser proibido* nos termos da L-FC ou do Regulamento da CMVM) consistirá na *execução de ordens de subscrição ou compra de valores mobiliários por conta de outrem*, previsto no artigo 290.º, n.º 1, al. b), do CVM. O recurso a este serviço terá, no entanto, antecipa-se, um impacto despiçando no contexto da operacionalização eletrónica das transações através da plataforma.

23. Ainda no que se refere ao perímetro de serviços prestados pelas plataformas, teria sido útil incluir na L-FC uma norma de reconhecimento de legitimidade processual às plataformas para que estas pudessem atuar em tribunal por conta dos financiadores ou investidores na cobrança de dívidas relativas às relações de financiamento ou investimento (p. ex., exigindo a restituição das quantias mutuadas). Na falta de uma norma desse teor, é de esperar que as plataformas tenham de previamente adquirir dos clientes os referidos créditos para promover a sua cobrança judicial, restituindo depois aos clientes as quantias cobradas, com eventual desconto do preço do serviço.

4.4- Regras de organização e gestão são e prudente: em especial, a prevenção do conflito de interesses

24. As plataformas estão sujeitas a um conjunto de deveres de *organização e gestão são e prudente*.

82- Cfr. o artigo 2.º, n.º 2, alínea b), do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro (sucessivamente alterado).

83- Divergimos assim, neste ponto, do Relatório da Consulta Pública da CMVM n.º 7/2015, quando refere que “*apenas as agências de notação de risco devidamente registadas podem emitir notações de risco, pelo que tal estará vedado às plataformas de financiamento colaborativo*” (p. 5). Parece-nos que tal asserção só colherá no caso do financiamento colaborativo de investimento.

De entre esses deveres, sobressai, desde logo, um dever de salvaguardar a *confidencialidade* quer da informação que as plataformas recebam dos financiadores ou investidores, quer da informação que as plataformas recebam dos beneficiários do financiamento colaborativo e que não deva ser objeto de divulgação pública⁸⁴.

No caso particular das plataformas de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, as respetivas entidades gestoras deverão adotar um conjunto de *políticas e procedimentos escritos* que regulem, designadamente, os seguintes aspetos: controlo interno das atividades; garantia de cumprimento de obrigações de informação ao público; prevenção de fraude e de branqueamento de capitais e do financiamento ao terrorismo; tratamento de reclamações; sistemas de contingência e preservação de dados e de rearranque rápido do sistema ou continuidade de funções essenciais em caso de interrupção das atividades (resultante, p. ex., de ataques informáticos); sistemas e procedimentos de segurança e autenticação que assegurem a identidade de quem interage eletronicamente com a plataforma⁸⁵. Devem também ser adotados procedimentos que assegurem a continuidade de pagamentos em caso de encerramento (p. ex., devido a insolvência) ou de suspensão da plataforma⁸⁶.

25. Por fim, um outro dever fundamental a que as plataformas, independentemente da concreta modalidade de financiamento colaborativo a que se dediquem, se encontram sujeitas consiste no *dever de prevenção de conflitos de interesses*.

A este respeito, dispõe-se no artigo 11.º da L-FC que as plataformas “*devem organizar-se por*

forma a identificar possíveis conflitos de interesses e atuar de modo a evitar ou reduzir ao mínimo o risco da sua ocorrência, não podendo os seus titulares, dirigentes, trabalhadores ou outros prestadores de serviços com intervenção direta na atividade de financiamento colaborativo possuir interesses contrapostos aos beneficiários ou investidores” (cfr. n.º 1), prevenindo-se ainda que, “[*e*]m situação de conflito de interesses, as plataformas devem atuar por forma a assegurar aos investidores e aos beneficiários um tratamento transparente e equitativo” (cfr. n.º 2). De acordo com o artigo 5.º, n.º 1, al. c), as plataformas devem assegurar que os seus dirigentes ou trabalhadores não possuem “*interesses financeiros nas ofertas por si disponibilizadas*”, não podendo, nomeadamente, nos termos do artigo 5.º, n.º 2, al. b), as plataformas “[*c*]ompensar os seus dirigentes ou trabalhadores pela oferta ou volume de vendas de produtos disponibilizados ou referências nos respetivos portais”.

No caso particular das plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo ou de capital, as respetivas entidades gestoras terão de adotar políticas específicas de prevenção de conflitos de interesses⁸⁷, devendo ainda assegurar que “*os respetivos titulares, membros do órgão de administração ou gestão, dirigentes e trabalhadores não participam das ofertas disponibilizadas nas plataformas geridas por estas entidades*”⁸⁸.

Uma das questões que se poderá eventualmente colocar neste contexto é a de saber se as plataformas, em particular as plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo ou de capital, se poderão fazer pagar pelos seus serviços (conforme vem sendo prática comum

84- Cfr. artigo 5.º, n.º 1, alínea b), da L-FC.

85- Cfr. artigo 10.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM.

86- Cfr. artigo 13.º, n.º 1, alínea f), e artigo 16.º, n.º 2, alíneas q)-r), do Regulamento da CMVM.

87- Cfr. artigo 21.º da L-FC e artigo 11.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM.

88- Cfr. artigo 11.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM.

no mercado) através da cobrança de um percentual sobre o montante de fundos *efetivamente angariados*, por oposição à simples cobrança de comissões *fixas* sobre os beneficiários, independentemente do maior ou menor sucesso da campanha de angariação. Na verdade, poderá questionar-se se um tal modelo de remuneração da plataforma não conduz a um *desalinhamento ilegítimo de interesses* entre a plataforma e os financiadores ou investidores, pois a plataforma passa a ser *parte interessada* na efetiva angariação dos fundos. Não cremos, todavia, que deva racionar-se desse modo. A verdade é que constitui um traço socialmente típico das relações jurídicas de mediação que o mediador, mesmo que *equidistante* em relação a ambas as partes (como será aqui o caso), se faça geralmente pagar pelos serviços apenas no cenário de o negócio se concretizar efetivamente⁸⁹. Por outro lado, não cremos que um modelo de remuneração deste tipo conduza necessariamente, no âmbito do financiamento colaborativo, a um *insanável* conflito de interesses entre a plataforma e os financiadores ou investidores: se é certo que a plataforma terá objetivamente *interesse financeiro* em que os fundos sejam desembolsados pelo público, a verdade é que a plataforma terá também interesse em que esse financiamento não ocorra *de qualquer forma*, isto é, independentemente da maior ou menor qualidade dos projetos financiados, pois a realização de maus financiamentos ou investimentos poderá, a prazo, a causar grave detrimento reputacional à própria plataforma, levando ao desaparecimento da sua clientela.

Uma outra questão que se poderá colocar é a de saber se as plataformas poderão, elas próprias, participar nos financiamentos ou investimentos divulgados no portal. No domínio do financia-

mento colaborativo através de donativo ou com recompensa, nada no regime legal parece impedir essa participação. A conclusão é, todavia, distinta no domínio do financiamento colaborativo por empréstimo ou de capital, em que a referida participação é vedada pela acima transcrita norma do artigo 11.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM, segundo a qual “*os respetivos titulares, membros do órgão de administração ou gestão, dirigentes e trabalhadores não participam das ofertas disponibilizadas nas plataformas geridas por estas entidades*” (sublinhado nosso). Parece-nos, uma vez mais, que a solução normativa vai longe demais neste último domínio. A participação pelas plataformas nos financiamentos ou investimentos divulgados no portal, desde que devidamente publicitada e sujeita a determinados limites, poderá consistir numa forma útil de guiar e orientar as escolhas do público a favor dos projetos com maior qualidade. Na verdade, se a plataforma participa ela própria em determinado financiamento ou investimento, será porque considera que esse financiamento ou investimento possui qualidade e merece confiança. Afigurar-se-ia assim, a nosso ver, preferível uma solução como a da lei espanhola, que expressamente permite que as plataformas participem nos projetos divulgados nos respetivos portais, contanto tal participação não exceda 10% do objetivo de financiamento ou conduza ao controlo da empresa financiada e contanto, por outro lado, os investidores sejam informados de forma clara e acessível dessa participação⁹⁰. No caso particular das plataformas de intermediação de empréstimos (*peer-to-peer lending*), as plataformas teriam, ademais, de ser previamente autorizadas pelo Banco de Portugal para poderem participar na concessão de empréstimos de forma reiterada e a título profissional.

89- Sobre a retribuição no contrato de mediação em geral, cfr. Carlos Lacerda Barata, *Contrato de Mediação*, in “Estudos do Instituto de Direito do Consumo”, vol. 1, 2002, pp. 201 ss.; cfr. também Maria de Fátima Ribeiro, *O contrato de mediação e o direito do mediador à remuneração*, in “Revista de Direito Comercial”, 2017, pp. 215 ss.

90- Cfr. art. 63, n.º 1, da Ley 5/2015, de 27 de abril.

4.5- Deveres de informação sobre os financiamentos ou investimentos

26. Coerentemente com o perfil de mediação passiva levada a cabo pelas plataformas no termos legais, é sobre os beneficiários do financiamento colaborativo – e não sobre as plataformas propriamente ditas – que recaem, em primeira linha, os diversos deveres de informação acerca dos financiamentos ou investimentos a angariar junto do público. 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.

27. Nos termos dos artigos 14.º e 19.º da L-FC, independentemente da concreta modalidade de financiamento colaborativo, os beneficiários devem comunicar às plataformas, para que estas, por seu turno, informem os financiadores ou investidores, em relação a cada oferta, a *descrição da atividade ou produto a financiar e os fins do financiamento ou investimento a angariar, o montante e prazo para a angariação e o preço dos valores de cada unidade a subscrever ou a forma de determinação desse preço*. Tal informação deverá ser *completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, permitindo aos seus destinatários formar juízos fundados sobre a oferta e sobre o beneficiário do financiamento ou investimento*.

No caso do financiamento colaborativo por empréstimo e de capital, a informação a prestar deverá conter ainda outros elementos e advertências quanto ao risco do financiamento ou

investimento⁹¹, sendo toda essa informação apresentada através de um documento autónomo designado por IFIFC (documento que contém as “*informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo*”), o qual faz lembrar o *prospeto* relativo às ofertas públicas de valores mobiliários. A informação a incluir no IFIFC acha-se elencada no artigo 16.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM, devendo, nos termos do n.º 5 do mesmo preceito, ser apresentada 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.

Correlativamente ao cumprimento dos deveres de informação pelos beneficiários, os subscritores da oferta devem declarar, no ato de subscrição, que compreendem as condições do negócio, nomeadamente os riscos associados e as relações que estabelecem quer com as plataformas, quer com os beneficiários do financiamento colaborativo⁹². No caso do financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, o IFIFC é entregue gratuitamente ao subscritor previamente à aceitação da oferta⁹³. No próprio documento, o subscritor deverá fazer menção de que cumpre os limites máximos de financiamento ou investimento e de que tomou conhecimento do teor do IFIFC, nomeadamente das advertências sobre os riscos, em momento prévio à subscrição da oferta⁹⁴.

28. Importa salientar que, neste contexto, as plataformas não se encontram vinculadas a qualquer dever legal ou regulamentar específico de *due diligence* ou de controlo e certificação da veracidade da informação prestada pelos beneficiários do financiamento colaborativo.

91- De entre os riscos de que cumprirá advertir, salientam-se (cfr. artigo 16.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM): o risco de não ocorrência da rentabilidade esperada; o risco de iliquidez ou de falta de mercado secundário; o risco relativo ao facto de a informação não ser objeto de aprovação pela CMVM ou por qualquer outro supervisor financeiro; o risco relativo à inexistência de cobertura no âmbito do Sistema de Indemnização a Investidores, salvo em caso de intermediação financeira e verificados os competentes pressupostos; o risco relativo à inexistência de cobertura no âmbito do Fundo de Garantia de Depósitos.

92- Cfr. artigo 8.º da L-FC.

93- Cfr. artigo 17.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM.

94- Cfr. artigo 17.º, n.º 2, alínea c), do Regulamento da CMVM.

Sobre as plataformas não recairá, portanto, e por princípio, qualquer responsabilidade equiparável à *responsabilidade pelo prospeto* a que os intermediários financeiros poderão ficar sujeitos no contexto da assistência a ofertas públicas de valores mobiliários, nos termos do artigo 149.º, n.º 1, al. g), do CVM.

Em qualquer caso, nem sempre será de excluir a existência de responsabilidade das plataformas pela inveracidade das informações prestadas. Senão, vejamos.

Sabendo-se, desde logo, que as plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo e de capital se encontram obrigadas a dotar-se de políticas escritas de prevenção de fraude e branqueamento de capitais e de financiamento ao terrorismo, não é de excluir que as plataformas se tornem responsáveis perante os financiadores ou investidores em caso de incumprimento dos deveres de controlo postulados por aquelas políticas.

Ademais, poderão ainda existir situações em que a própria boa fé contratual – considerada no plano da *relação contratual de mediação* existente entre as plataformas e os membros do público – exija que as plataformas tomem medidas no sentido de corrigir falsidades na informação prestada pelos beneficiários. Assim, se porventura chegar ao conhecimento das plataformas que a informação por estes últimos prestada é falsa, ou as plataformas tiverem acesso a elementos dos quais devam, à luz de um *padrão médio de diligência*, concluir por aquela falsidade, é de admitir que as plataformas fiquem obrigadas, à luz da boa fé, a impedir a divulgação dessa informação (ou a exigir aos beneficiários a sua superveniente correção, caso entretanto a informação já tenha sido divulgada), sob pena de poderem incorrer em responsabilidade perante os financiadores ou investidores pelos prejuízos causados (a menos que os próprios

financiadores ou investidores pudessem, ou, atuando com diligência média, devessem, concluir também pela existência daquela falsidade). De notar que o padrão de diligência aplicável às plataformas neste contexto será *mais exigente* no caso de as respetivas entidades gestoras atuarem como *intermediários financeiros* (encontrando-se como tal registadas junto da CMVM), tendo em vista a execução de ordens de subscrição ou compra de instrumentos financeiros por conta dos clientes investidores. Efetivamente, nesse caso, e malgrado o perfil essencialmente passivo de intermediação por elas exercida, as plataformas deverão “*observar os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência*” (cfr. artigo 304.º, n.º 2, do CVM).

Questão mais difícil e complexa será a de saber se e em que medida as plataformas poderão tornar-se responsáveis perante o público por classificações de risco atribuídas a financiamentos, *maxime* a empréstimos, divulgados nos respetivos portais. É questão que não iremos aqui tratar especificamente.

Não obstante o acima exposto sobre o caráter limitado da responsabilidade das plataformas, sempre se deverá alertar que, em termos práticos, e pelo menos no caso do financiamento colaborativo *com expectativa de retorno financeiro*, a credibilidade e solidez deste modelo de financiamento dependerá, em última análise, da realização pelas plataformas (mesmo que a isso não estejam legalmente obrigadas) de um adequado escrutínio dos beneficiários e respetivas ofertas. A falência desse escrutínio levará, previsivelmente, a que as plataformas acabem por atrair financiamentos de menor qualidade, os quais, fruto de um fenómeno de *seleção adversa*, poderão acabar por monopolizar todo este mercado de financiamento, condenando-o, a prazo, ao desinteresse generalizado do público⁹⁵.

95- Chamando a atenção para a necessidade de *gatekeepers* no domínio particular do *equity crowdfunding*, sob pena de este mercado se tornar num *market for lemons*, cfr. Darian M. Ibrahim, *op. cit.*, pp. 598 ss.

4.6- Outras regras e limites aplicáveis aos financiamentos ou investimentos

29. Às relações jurídicas de financiamento ou investimento (doações, empréstimos, compra de ações, etc.) aplica-se, antes de mais, uma regra básica segundo a qual tais relações *obedecem aos mesmos regimes (substantivos e formais) que já se lhes aplicariam de outro modo*, isto é, no cenário de tais relações não serem intermediadas através de plataformas de financiamento colaborativo. Dispõe-se a este propósito no artigo 10.º, n.º 1, da L-FC que se aplicam “*plenamente às relações jurídicas subjacentes ao financiamento colaborativo, em particular na relação estabelecida entre os beneficiários do financiamento e os investidores, os regimes correspondentes aos tipos contratuais celebrados com recurso às plataformas de financiamento colaborativo, nomeadamente a doação, compra e venda, prestação de serviços, emissão e transação de valores mobiliários e mútuos, bem como as disposições sobre proteção da propriedade intelectual, quando relevantes*”.

Descontada a sua aparente singeleza, esta norma poderá, todavia, dar azo a situações complexas de *duplicação de formalidades* ou *sobreposição de regimes*. Pense-se no caso – improvável, é certo – da emissão de papel comercial através de uma plataforma de financiamento colaborativo, em que a entidade emitente terá de cumprir quer os deveres de informação decorrentes do regime geral do papel comercial (com a elaboração de uma nota informativa)⁹⁶,

quer os deveres de informação decorrentes do regime do financiamento colaborativo por empréstimo (acima analisados). Também uma oferta pública de ações no valor total de 5.000.000 euros⁹⁷, conduzida por via de uma plataforma de financiamento colaborativo, suscitará um problema equivalente, visto que a entidade emitente ficará vinculada quer à exigência de prospeto decorrente dos termos gerais das ofertas públicas de valores mobiliários⁹⁸, quer, cumulativamente, aos deveres de informação decorrentes do regime do financiamento colaborativo de capital.

No domínio particular do financiamento colaborativo de capital, verifica-se também que as ofertas de valores mobiliários conduzidas através de plataformas de financiamento colaborativo continuarão, por virtude da acima mencionada regra, a qualificar-se como *ofertas públicas* (na medida em que se dirijam, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados⁹⁹), o que implicará que os respetivos emitentes se qualifiquem como *sociedades abertas*¹⁰⁰, “com as amplas (e, neste contexto, porventura desencorajadoras) implicações daí decorrentes”¹⁰¹.

30. No que se refere à tramitação das ofertas conduzidas através das plataformas, prevê-se como regra geral no artigo 9.º, n.º 1, da L-FC a de que, caso os montantes totais não sejam angariados nos prazos inicialmente previstos, fiquem sem efeito os negócios entretanto celebrados, devendo os beneficiários proceder à devolução dos montantes entretanto já transferidos.

96- Cfr. artigos 12.º e 17.º do Regime Jurídico do Papel Comercial, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de março, sucessivamente alterado.

97- Valor a partir do qual aquelas ofertas públicas estarão sujeitas a exigências de registo prévio e prospeto: cfr. artigo 111.º, n.º 1, alínea i), do CVM.

98- Cfr. artigo 114.º, n.º 1, do CVM.

99- Cfr. artigo 109.º, n.º 1, do CVM. Cfr. ainda Paulo Câmara, *op. cit.*, p. 591.

100- Cfr. artigo 13.º, n.º 1, do CVM.

101- Paulo Câmara, *op. cit.*, p. 591.

Admite-se contudo, nos termos do artigo 9.º, n.ºs 2 a 4, da L-FC, a possibilidade de alteração superveniente dos montantes ou dos prazos da oferta nos casos em que essa possibilidade tenha sido inicialmente prevista, de forma expressa, nos documentos da oferta e tenha sido como tal comunicada aos financiadores ou investidores. Para que a referida alteração superveniente se verifique, as plataformas deverão notificar todos os financiadores ou investidores dessa alteração, identificando, consoante o caso, o novo prazo de subscrição ou o novo montante máximo da oferta e dando prazo aos financiadores ou investidores para que, caso pretendam, solicitem o cancelamento das subscrições entretanto já realizadas. Será apenas admissível uma prorrogação de prazo ou uma alteração do montante por cada oferta.

31. Com vista a proteger o público do incurso em perdas avultadas, a L-FC e o Regulamento da CMVM preveem limites às ofertas e aos financiamentos ou investimentos.

Começando por analisar os limites aplicáveis no âmbito do financiamento colaborativo através de donativo ou com recompensa, cada oferta disponibilizada neste domínio estará sujeita a um limite máximo de angariação que “*não pode exceder 10 (dez) vezes o valor global da atividade a financiar*”¹⁰² (antecipa-se que o “*valor global da atividade a financiar*” venha a apresentar uma densificação problemática nos diversos casos concretos, constituindo-se num dispensável fator de insegurança jurídica). Por

seu turno, cada oferta apenas poderá ser disponibilizada numa única plataforma de financiamento colaborativo¹⁰³.

No que se refere ao financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, haverá que distinguir entre limites à oferta e limites ao financiamento ou investimento.

Relativamente aos limites à oferta, a angariação será limitada ao montante global de 1.000.000 euros, alcançado através de uma única oferta ou do somatório de sucessivas ofertas realizadas na UE nos últimos doze meses¹⁰⁴. O limite passará a ser de 5.000.000 euros quando as ofertas se dirijam exclusivamente a pessoas coletivas ou a pessoas singulares com um rendimento anual igual ou superior a 70.000 euros¹⁰⁵. Tal como no financiamento colaborativo através de donativo ou com recompensa, também aqui cada oferta apenas poderá ser disponibilizada numa única plataforma de financiamento colaborativo¹⁰⁶.

Relativamente aos limites ao financiamento ou investimento, cada subscritor não poderá investir mais do que 3.000 euros por oferta ou mais do que 10.000 euros no total dos produtos subscritos nos últimos doze meses¹⁰⁷. Ficam isentos destes limites as pessoas coletivas, as pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a 70.000 euros e, ainda, os investidores qualificados, como tal definidos nos termos das alíneas a) a k) do n.º 1 do artigo 30.º do CVM¹⁰⁸.

102- Cfr artigo 13.º, n.º 1, da L-FC.

103- Cfr. artigo 13.º, n.º 2, da L-FC.

104- Cfr. artigo 19.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM.

105- Cfr. artigo 19.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM.

106- Cfr. artigo 18.º, n.º 3, da L-FC.

107- Cfr. artigo 12.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM.

108- Cfr. artigo 12.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM.

O enquadramento dos subscritores nas diversas categorias ou situações é feito com base em declarações escritas dos próprios subscritores (apostas no IFIFC)¹⁰⁹, de acordo, pois, com um método de *autocertificação*.

32. Como se pode ver, a proteção do público que subscreve ou investe nas ofertas é essencialmente assegurada em Portugal quer pelo acesso a informação sobre os beneficiários e respetivas ofertas, quer pela sujeição das ofertas e dos financiamentos ou investimentos a determinado limites, essencialmente *quantitativos*. O direito comparado facultava-nos, porém, exemplos úteis de outras normas destinadas à proteção do público neste contexto, as quais poderiam ter sido igualmente acolhidas pelo legislador português.

Assim, p. ex., em Itália, como forma de assegurar que as ofertas realizadas em plataformas de *equity crowdfunding* preenchem um nível aceitável de qualidade, prevê-se que pelo menos 5% do valor da oferta deverá de ser subscrito por investidores profissionais, fundações bancárias, incubadoras de *start-ups* ou investidores que apresentem um histórico relevante de investimento neste tipo de projetos^{110/111}. Por outro lado, e com vista a aprofundar a liquidez dos títulos em caso de alteração superveniente de controlo dos emitentes, prevê-se que os estatutos dos emitentes deverão conferir aos investidores não-qualificados, sob determinadas condições e durante um período de pelo menos três

anos a contar da oferta, um direito de exoneração da sociedade (*recesso*) ou de coalienação das participações sociais (*co-vendita*) em caso de transferência direta ou indireta do controlo da sociedade para terceiros, contanto estes últimos não sejam os próprios investidores qualificados que imperativamente terão subscrito 5% da oferta¹¹².

Interessante é também a solução adotada na lei espanhola segundo a qual os estatutos dos emitentes deverão permitir aos sócios (subscritores de participações através das plataformas) participar nas assembleias gerais por meios telemáticos, ou fazer-se representar nessas assembleias através de qualquer pessoa, bem como prever que quaisquer acordos parassociais que incidam sobre o exercício do direito de voto nas assembleias gerais ou sobre a transmissibilidade das ações, participações sociais ou outros valores representativos do capital social sejam imediatamente comunicados à própria sociedade e aos restantes sócios¹¹³.

5- CONCLUSÃO

33. Qualquer regime jurídico de financiamento colaborativo deve, idealmente, atingir um equilíbrio ótimo entre dois fins concorrentes: *por um lado*, criar condições regulatórias propícias ao florescimento do negócio, dentro de uma lógica de racionalidade económica; e, *por outro lado*, assegurar uma adequada proteção do público que financia ou investe¹¹⁴.

109- Cfr. artigo 17.º, n.º 2, alíneas a) e b), do Regulamento da CMVM.

110- Cfr. art. 24, n.º 2, do *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, emitido pela *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*. Sobre este aspeto do regime italiano, cfr., entre outros, Angela Troisi, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in “Contratto e impresa”, 2014, 2, pp. 526 ss.

111- Sugerindo, precisamente, como solução ideal a de que os investidores não-qualificados tirem partido da triagem feita por investidores qualificados no contexto das ofertas de *equity crowdfunding*, cfr. Jason W. Parsont, *Crowdfunding: the Real and the Illusory Exemption*, in “Harvard Business Law Review”, 2014, vol. 4, pp. 281 ss.

112- Cfr. art. 24, n.º 1, do *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*. Sobre este aspeto do regime italiano, cfr., entre outros, Matteo L. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in “Rivista Delle Società”, 2014, 2º-3º, pp. 396 ss.

113- Cfr. art. 80 da Ley 5/2015, de 27 de abril.

114- Cfr. Raquel López Ortega, *Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial*, in “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, 2016, n.º 144, cap. II.

Em face da análise acima realizada, o regime português do financiamento colaborativo não cumpre, a nosso ver, de forma integralmente satisfatória, nem um, nem outro dos dois fins referidos.

Com efeito, e por um lado, o regime é demasiado restritivo no enquadramento que estabelece para as plataformas e as respetivas atividades, remetendo-as rigidamente para um perfil de mediação passiva ao invés de procurar graduar o perímetro de serviços através da sujeição das plataformas a diferentes patamares de controlo regulatório.

Por outro lado, o regime não é também inteiramente suficiente na proteção que confere ao público financiador ou investidor, a qual é baseada essencialmente no cumprimento de deveres de informação pelos beneficiários e na observância de limites quantitativos das ofertas e dos financiamentos ou investimentos, ignorando outras medidas que poderiam ser igualmente relevantes como, p. ex., o envolvimento de investidores qualificados (ou das próprias plataformas) na subscrição das ofertas como forma de orientar as escolhas do público e assegurar a qualidade dos financiamentos ou investimentos concedidos.

