

Artículos

O NOVO REGIME EUROPEU DOS SERVIÇOS DE FINANCIAMENTO COLABORATIVO (*CROWDFUNDING*)

Miguel Rodrigues Leal

Advogado do Departamento de Direito Comercial da Uría Menéndez Proença de Carvalho (Lisboa)

O novo regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (*Crowdfunding*)

O Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo europeus, introduz uma regulamentação das plataformas de crowdfunding no âmbito da União Europeia e resultará numa relevante alteração ao regime atualmente aplicável a esta atividade em Portugal. Neste trabalho, fazemos uma primeira aproximação às soluções adotadas por este instrumento normativo e abordamos algumas questões fundamentais no contexto da sua integração no ambiente regulatório português.

PALAVRAS-CHAVE:

FINANCIAMENTO COLABORATIVO, SERVIÇOS FINANCEIROS, INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA.

The new regulation on European crowdfunding service providers for business

Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020, on European crowdfunding service providers for business, introduces a new regulatory framework for crowdfunding platforms at the European Union level and will bring in important changes to the current legal regime applicable to this activity in Portugal. This work constitutes a first approach to the solutions adopted by this recent statutory instrument and addresses some key issues regarding their integration into the Portuguese existing regulatory landscape.

KEY WORDS:

CROWDFUNDING, FINANCIAL SERVICES, FINANCIAL INTERMEDIATION.

FECHA DE RECEPCIÓN: 27-5-2020

FECHA DE ACEPTACIÓN: 1-6-2020

Rodrigues Leal, Miguel (2021). O novo regime europeu dos serviços de financiamento colaborativo (*crowdfunding*). *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 55, pp. 95-113 (ISSN: 1578-956X).

1. Origem e antecedentes das novas plataformas de financiamento colaborativo

O fenómeno do financiamento colaborativo, ou *crowdfunding*¹, tem vindo a adquirir cada vez mais importância no nosso “ecossistema” financeiro, tendo agora sido objeto de regulamentação ao nível da União Europeia (“UE”), através da aprovação do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020 (doravante, o “Regulamento”).

Não obstante, a ideia do financiamento de projetos com apelo a contribuições difusas do público é antiga. São inúmeros os exemplos do recurso a este tipo de contribuições, sendo apontados como exemplos mais remotos o recurso à subscrição pública para o financiamento da produção de obras literárias e artísticas nos séculos XVII e XVIII (são apontados os casos das traduções das obras de Homero por Alexander Pope ou a composição e apresentação de obras de compositores como Mozart ou Beethoven²). São, igualmente, amplamente conhecidos vários exemplos antigos de subscrições públicas para a realização de obras de solidariedade ou para a construção de monumentos, homenagens a personalidades ilustres e melhoramentos públicos (apenas para mencionar exemplos portugueses, são conhecidos os casos do obelisco do Monumento aos Restauradores, em Lisboa, ou do busto erigido ao Dr. Francisco de Barahona Fragoso junto ao Templo Romano, em Évora).

A emergência da realidade social subjacente aos recentes movimentos regulatórios incidentes sobre a realidade do *crowdfunding*, no entanto, deve-se à confluência dos seguintes fatores fundamentais:

- i. Efeitos tecnológicos e sociais da introdução e desenvolvimento da internet - a difusão e ampla disponibilidade de acesso, em tempo real, a uma rede global conduziu à valorização da liberdade de acesso a canais e a um espaço público virtual, e à informação e à comunicação em rede, resultando na criação de realidades e formas de colaboração, comunicação e interação totalmente novas, como as redes sociais e o *crowdsourcing*. Esta nova realidade, com a inerente tónica no livre e imediato acesso a conteúdos e serviços, leva ao que já tem sido, em diversos contextos, apodado de “crise da intermediação”, circunstância que coloca importantes desafios regulatórios;

1 Empregamos indistintamente, para representar a mesma realidade, as expressões “financiamento colaborativo”, utilizadas no Regulamento e na lei portuguesa, e “*crowdfunding*”, corrente na indústria do setor e em numerosa literatura especializada.

2 Cfr., por exemplo, João Vieira dos Santos, *Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX (2017), n.º 3, p. 647. Podem, ainda, assinalar-se exemplos anteriores no mundo editorial, por exemplo, em Sarah L. C. Clapp, *The Subscription Enterprises of John Ogilby and Richard Blome*, in *Modern Philology*, Vol. 30, n.º 4, maio de 1933, disponível em <https://www.jstor.org/stable/434219>.

- ii. Lacunas estruturais do mercado de financiamento tradicional, agravadas por uma conjuntura desfavorável - em reação à acentuada retração dos mercados de crédito no contexto da crise financeira de 2008 e aos problemas sentidos no setor bancário, o reforço dos requisitos regulatórios de capital diminuiu a oferta de financiamento bancário, com especial incidência no setor das *start-ups* e das pequenas e médias empresas em geral³;
- iii. Aspectos de ordem económica - o ambiente de taxas de juro historicamente baixas e a fraca remuneração dos depósitos bancários tem levado a uma redescoberta dos mercados de capitais e um renovado apetite por soluções de poupança e investimento alternativas com remunerações de capital mais atrativas.

É neste contexto que surgem, com especial força, a partir da segunda década deste século, as primeiras plataformas modernas de *crowdfunding*, apoiadas no desenvolvimento e na crescente disponibilidade do acesso e da utilização da internet. Num ambiente inicialmente desregulado, ou de enquadramento regulatório ambíguo, este tipo de plataformas foi ganhando cada vez mais força, num movimento totalmente ditado pela inovação tecnológica (no que diz respeito ao desenho e funcionamento das plataformas) e que, como tal, no campo financeiro, se viu obrigado a instalar entre as brechas da (tendencialmente onerosa) regulação pré-existente: dependendo dos casos, aproveitando oportunidades de arbitragem regulatória para exercer as suas atividades ou limitando as suas atividades para evitar atrair sobre si a carga regulatória associada às figuras já conhecidas no mercado.

Em resposta a estes movimentos de mercado, surgem as primeiras respostas legislativas, com a aprovação de diversos instrumentos normativos com o objetivo de regular esta nova realidade⁴, com uma grande variabilidade de soluções e enquadramentos regulatórios.

Da mesma forma, as plataformas de *crowdfunding* têm adotado uma multiplicidade de tipos de financiamento colaborativo, com objetivos e funções distintas e com diversas configurações e modelos de negócio. Em face desta diversidade de plataformas, tem ganho popularidade a distinção que agrupa os tipos de financiamento colaborativo em quatro grandes categorias⁵: *crow-*

3 Neste sentido, entre outros, Eleanor Kirby e Shane Worner, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*, 2014, disponível em <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>, e Vasco Costa, *A Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou «Crowdfunding» - Em Especial, o Caso Português*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 59, abril de 2018, p. 13, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/>. Cfr., também, a *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões - Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia* (COM(2014) 172 final), p. 5.

4 Para alguns exemplos, cfr. EBA (European Banking Authority), *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* (EBA/Op/2015/03), pp. 36 e ss., disponível em <https://eba.europa.eu>, João Vieira dos Santos, *Crowdfunding como forma de capitalização de sociedades*, in *Revista Electrónica de Direito*, Junho de 2015, n.º 2, pp. 17 e ss., e Ana Sá Couto e Frederico Romano Colaço, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39, 2015, pp. 132 e ss.

5 Por exemplo, EBA (European Banking Authority), *Opinion, cit.*, Nuno Moutinho e Pedro Leite, *Critical Success Factors in Crowdfunding: the Case of Kickstarter*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 45, agosto de 2013, pp. 15 e ss., disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/>, e Clara Martins Pereira, *Da regulação do crowdfunding de capital*, disponível em <https://repositorio.ucp.pt/>, pp. 18 e ss.. Outro tipo de distinção é a que divide o financiamento *ex ante* e o financiamento *ex post* (Tim Kappel, *Ex ante crowdfunding and the recording industry: a model for the U.S.?*, in *Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review*, 2009, pp. 375 e ss., disponível em <http://digitalcommons.lmu.edu/elr/vol29/iss3/3>).

dfunding através de donativo; *crowdfunding* com recompensa; *crowdfunding* por empréstimo⁶ ou *crowdlending*; e *crowdfunding* de investimento ou de capital. Esta distinção foi acolhida pelo regime português do financiamento colaborativo (o “RJFC”), aprovado pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, a qual, portanto, regula presentemente todos estes tipos de financiamento colaborativo (embora a lei nacional enquadre o *crowdfunding* de investimento através da emissão de instrumentos representativos de dívida na modalidade de financiamento colaborativo por empréstimo - cfr. o artigo 10.º, n.º 2, do RJFC⁷).

No entanto, pelos riscos que lhe estão associados e pelo enquadramento regulatório nacional e europeu com que convive, tem sido observado, na regulamentação e na discussão de política legislativa sobre este tema, um tratamento diferenciado ao *crowdfunding* com natureza financeira (ou seja, as modalidades de *crowdfunding* em que os fornecedores dos fundos investem as suas economias através de uma plataforma, com o objetivo de obter retorno financeiro⁸). É este o objeto do Regulamento e, por conseguinte, do presente trabalho.

2. As razões da intervenção legislativa a nível da UE

Desde cedo as instituições da UE dirigiram a sua atenção para o fenómeno do *crowdfunding*, como forma de financiamento do empreendedorismo na UE. De facto, já em 2013 a Comissão Europeia identificava a necessidade de se promover o desenvolvimento de canais de financiamento alternativos (incluindo o *crowdfunding*), dada a menor disponibilidade de financiamento bancário⁹ no apoio financeiro a pequenas e médias empresas e, especialmente, a empresas recém-criadas que se encontrem em fase de prospeção de mercado e desenvolvimento de produtos (*start-ups*)¹⁰.

No seguimento desta posição, e acompanhando o desenvolvimento de novas plataformas e o crescimento desta via de financiamento nos mercados nacionais, a Comissão foi promovendo diversos estudos e consultas e marcando a necessidade de se aferir a melhor forma de assegurar um tratamento uniforme deste mercado, de modo a promover o seu crescimento e a extensão das

6 Sobre esta modalidade, cfr., entre nós, Luís Roquette Galdes, João Lima da Silva e Francisca Seara Cardoso, *P2P Lending*, in *Fintech I: Desafios da tecnologia financeira*, 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 323 e ss..

7 Criticando esta solução legislativa, Vasco Costa, *Op. cit.*, p. 24.

8 Carlos Francisco Alves, *Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)*, apresentação à Assembleia da República, 27 de novembro de 2013, p. 12, disponível em <https://app.parlamento.pt/>. V., também, sobre esta e outras distinções, Ana Brochardo, *Snapshot da Indústria do Crowdfunding na Europa*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 59, abril de 2018, pp. 37 e ss., disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/>.

9 Comissão Europeia, *Livro Verde - O financiamento a longo prazo da economia europeia*, (COM (2013) 150 final), 25 de março de 2013, pp. 19 e 20, e *Comunicação da Comissão - Plano de Ação «Empreendedorismo 2020»*, (COM (2013) 795 final), 9 de janeiro de 2013, pp. 11 e 16.

10 Para uma tentativa de conceptualização e descrição das suas dificuldades de financiamento, cfr. Diogo Pereira Duarte e João Freire de Andrade, *Breves notas sobre o financiamento de start-ups e a sua regulação*, in *Fintech II: Novos estudos sobre tecnologia financeira*, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 220 e ss., e Ana Perestrela de Oliveira, *O papel das startups na FinTech e o ciclo de financiamento de startups*, in *Fintech I: Desafios da tecnologia financeira*, 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 255 e ss..

plataformas numa base transnacional, sem no entanto criar constrangimentos demasiado onerosos que acabassem por asfixiar esta indústria nascente¹¹.

Entre os distintos contributos para o estudo e a análise de uma possível intervenção regulatória ao nível europeu destacaram-se as opiniões emitidas pela Autoridade Bancária Europeia (EBA/Op/2015/03) e pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA/2014/1378). Pronunciando-se, respetivamente, sobre as atividades de financiamento colaborativo por empréstimo e de financiamento colaborativo de capital, estas entidades assinalaram os principais riscos envolvidos nas mesmas, potencialmente justificando uma intervenção legislativa europeia ou, pelo menos, uma clarificação dos quadros regulatórios incidentes sobre essas atividades.

Ganhou força, nesse contexto, a ideia da necessidade de evitar a arbitragem regulatória, a desejabilidade de se criar um *level-playing field* para a prática destas atividades ao nível da União, com o objetivo de contribuir para a construção da União do Mercado de Capitais¹², bem como a necessidade de se fomentar um ambiente de confiança nos agentes deste mercado, com a introdução de regras robustas de prevenção de fraude, de impedimento de situações de conflitos de interesse e de mitigação do risco operacional destas plataformas.

Por outro lado, os estudos promovidos pela Comissão Europeia concluíram que, num contexto de crescente importância das plataformas de *crowdfunding* e de adoção de medidas legislativas nacionais de regulamentação dessa atividade, a ausência de harmonização nesta matéria cria efetivas restrições ao desenvolvimento do financiamento colaborativo transfronteiriço¹³. Esta constatação, cumulada com a verificação de que, com o Brexit, cerca de 80% do mercado europeu do *crowdfunding* financeiro deslocar-se-ia para fora das fronteiras da UE¹⁴, levaram a concluir pela necessidade de intervenção legislativa ao nível da UE.

Nessa base, foi apresentada, em março de 2018, a proposta da Comissão para um regulamento relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às empresas, proposta essa que, com as alterações introduzidas durante o processo legislativo pelo Parlamento e pelo Conselho, veio a resultar na aprovação do Regulamento.

11 Cfr., por exemplo, Comissão Europeia, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões - Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais*, (COM (2015) 468 final), 30 de setembro de 2015, pp. 8 e ss. Para mais detalhe sobre as iniciativas das instituições europeias neste domínio, cfr. Fernando Belezas, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, Coimbra, Almedina, 2017, pp. 32 e ss., João Vieira dos Santos, *Crowdfunding, cit.*, pp. 29 e ss., e Diogo Pereira Duarte, *Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding)*, in *Fintech I: Desafios da tecnologia financeira*, 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 273 e ss..

12 Sobre a União do Mercado de Capitais, cfr. Cristina Sofia Dias, *União do Mercado de Capitais*, in *III Congresso de Direito Bancário*, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 147 e ss..

13 Comissão Europeia, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, 30 de setembro de 2015, p. 75. Entre nós, reclamando uma harmonização europeia como forma de fomento de um mercado integrado de *crowdfunding* na Europa, cfr. Luís Roquette Geraldes e Francisca Seara Cardoso, *Uma revolução chamada crowdfunding*, in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, p. 511.

14 Comissão Europeia, *Commission staff working document - Impact assessment - Accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European crowdfunding service providers (ECSP) for business and proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending directive 2014/65/EU on markets in financial instruments (SWD(2018)54/F1)*, p. 30.

3. Principais traços de regime

3.1. Objeto e âmbito de aplicação

Nas palavras do seu artigo 1.º, n.º 1, o Regulamento “*estabelece requisitos uniformes relativos à prestação de serviços de financiamento colaborativo*”, sendo estes definidos, nos termos do artigo 2.º, como serviços consistentes em fazer corresponder os interesses dos investidores e dos promotores de projetos em matéria de financiamento de entidades, através da utilização de uma plataforma na internet e acessível ao público, o que pode implicar a prática de uma das seguintes atividades (ou de ambas): (i) facilitação da concessão de empréstimos; e (ii) colocação sem garantia (atividade a que se refere o Anexo I, secção A, ponto (7), da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de maio de 2014 (“DMIF II”)) de valores mobiliários ou de outros instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo, e receção e transmissão de ordens de clientes (atividade a que se refere o Anexo I, secção A, ponto (1), da DMIF II¹⁵) relativas a esses valores mobiliários ou instrumentos.

A primeira conclusão, no que ao âmbito de aplicação do Regulamento diz respeito, é, assim, que o mesmo regula apenas as modalidades de *crowdfunding* sob a forma de empréstimo e de investimento. São deixadas, portanto, de fora as modalidades clássicas de *crowdfunding* por donativo e com recompensa. Esta opção assenta numa escolha deliberada de restrição da regulação europeia às componentes financeiras do *crowdfunding*, devido à sua maior interação com os ambientes fortemente regulados das atividades financeiras tradicionais e aos especiais riscos identificados com o *crowdfunding* financeiro, em comparação com as outras modalidades. Da mesma forma, a opção justifica-se com o principal objetivo da intervenção da UE nesta matéria, que é declaradamente o de fortalecer o mercado comum relativamente a uma fonte de financiamento emergente, no preenchimento de uma lacuna no financiamento das pequenas e médias empresas europeias.

É esta última consideração que leva, também, o Regulamento a excecionar do seu âmbito de aplicação os serviços de financiamento colaborativo prestados a promotores de projetos que sejam consumidores, na Diretiva 2008/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de abril de 2008, relativa a contratos de crédito a consumidores (ou seja, a pessoas singulares que atuam com fins alheios às suas atividades comerciais ou profissionais).

Está, assim, excluída do âmbito de aplicação do Regulamento uma porção importante do mercado do financiamento colaborativo, a qual, quando aplicável, continuará a regular-se pelas várias legislações nacionais.

Por último, é importante referir que o Regulamento tão-pouco se aplica a ofertas de financiamento cujo montante exceda €5.000.000, considerando a soma dos seguintes elementos ao longo de um período de um ano:

¹⁵ Recordamos que, para os efeitos da DMIF II, a atividade de receção e transmissão de ordens inclui a mera colocação em contacto de dois ou mais investidores, com vista à realização de uma transação sobre instrumentos financeiros - cfr. o Considerando (44) da DMIF II e o artigo 290.º, n.º 2, do nosso Código dos Valores Mobiliários.

- i. o valor total das ofertas de valores mobiliários e de participações em sociedades de responsabilidade limitada admitidos para efeitos de financiamento colaborativo e dos montantes angariados por via de *crowdfunding* sob a forma de empréstimo através de uma plataforma de financiamento colaborativo por um determinado promotor; e
- ii. o valor total de ofertas de valores mobiliários ao público feitas por um determinado promotor, na sua qualidade de oferente, ao abrigo das isenções de publicação de prospeto previstas no artigo 1.º, n.º 3, ou no artigo 3.º, n.º 2, do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado (“Regulamento do Prospeto”).

Este limite é fixado para evitar oportunidades de arbitragem regulatória e para delimitar claramente a fronteira entre o *crowdfunding* e as atividades de intermediação financeira tradicionais, no valor correspondente ao limiar utilizado pela maioria dos Estados-Membros (incluindo Portugal - cfr. o artigo 111.º, n.º 1, alínea (i), do Código dos Valores Mobiliários (“CVM”)) para a isenção das ofertas de distribuição de valores mobiliários ao público da obrigação de publicação de um prospeto nos termos do Regulamento do Prospeto.

Deve-se cotejar esta opção com o efeito da Diretiva (UE) 2020/1504 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, que introduziu como nova categoria de entidade isenta da aplicação das regras da DMIF II os prestadores de serviços de financiamento colaborativo na aceção do Regulamento (leia-se, dentro dos limites nele fixados) - artigo 2.º, n.º1, alínea (p), da DMIF II. Ou seja, resulta desta delimitação do âmbito de aplicação do Regulamento o seguinte: quando ele se aplique (portanto, no que diz respeito a ofertas até ao referido limiar de €5.000.000), os prestadores de serviços de financiamento colaborativo estarão sujeitos às regras do Regulamento e poderão prestar os serviços de financiamento colaborativo de acordo com as suas regras; pelo contrário, quando o modelo de negócio dos exploradores de plataformas implique a ultrapassagem destes limites e a sua atividade compreenda serviços e atividades de investimento, estes deverão cumprir as regras definidas nas legislações nacionais que transpõem a DMIF II¹⁶, com sujeição pelas demais disposições do direito nacional aplicável à atividade em causa.

3.2. Autorização e exclusividade

Nos termos do artigo 3.º, n.º 1, do Regulamento¹⁷, os serviços de financiamento colaborativo “apenas são prestados por pessoas coletivas que estejam estabelecidas na União e que tenham sido autorizadas como prestadores de serviços de financiamento colaborativo nos termos do artigo 12.º”.

Esta disposição estabelece uma regra de exclusividade estrita, no que aos serviços de financiamento colaborativo abrangidos no âmbito de aplicação do Regulamento diz respeito, aplicável tanto à atividade de *crowdfunding* circunscrita ao território nacional de cada Estado-Membro, como ao exercício transfronteiriço desta atividade. Tal representa, assim, uma importante alteração relati-

16 Cfr. a Proposta de Regulamento apresentada pela Comissão Europeia, de 8 de março de 2018 (COM(2018) 113 final), p. 10.

17 Exceto quando se disser o contrário, as referências a artigos serão doravante entendidas como correspondentes a artigos do Regulamento.

vamente ao que era, a este respeito, o projeto inicial da Comissão, que configurava a categoria regulatória de prestador de serviços de financiamento colaborativo ao abrigo do regulamento europeu como uma categoria opcional especialmente vocacionada para atividades transfronteiriças, que coabitaria com os regimes nacionais aplicáveis ao financiamento colaborativo¹⁸.

A entidade que pretenda, assim, exercer serviços de financiamento colaborativo que estejam incluídos no âmbito de aplicação do Regulamento deverá apresentar um pedido de autorização, nos termos definidos no artigo 12.º, à autoridade designada para o exercício das competências previstas no Regulamento pelo Estado-Membro em que essa entidade tiver o seu estabelecimento (nos termos do artigo 29.º). O artigo 12.º define os elementos que deverão constar do pedido de autorização, devendo a autoridade competente do Estado-Membro em questão decidir sobre a concessão da autorização no prazo máximo de três meses a contar da data de receção de um pedido que seja acompanhado de todos esses elementos. A decisão deve ser devidamente fundamentada, e terá em consideração a natureza, escala e complexidade dos serviços que o requerente pretende prestar, bem como a capacidade do respetivo órgão de gestão para garantir a sua gestão sã e prudente, a continuidade das atividades e a salvaguarda dos interesses dos clientes e da integridade do mercado.

A autoridade do Estado-Membro que receba um pedido de autorização deverá consultar a sua congénere em outro Estado-Membro quando a entidade requerente tenha algum dos elos de ligação àquele Estado-Membro definidos no n.º 7 do artigo 12.º (quando seja filial de um prestador de serviços de financiamento colaborativo autorizado nesse Estado-Membro ou da respetiva empresa-mãe, ou quando seja controlado pelas mesmas pessoas singulares ou coletivas que controlam um prestador de serviços de financiamento colaborativo autorizado nesse Estado-Membro).

Numa disposição importante (artigo 12.º, n.º 13), o Regulamento clarifica que os prestadores de serviços de financiamento colaborativo autorizados nos termos deste instrumento normativo não têm de limitar a sua atividade a esses mesmos serviços, podendo exercer outras atividades (as quais poderão, inclusivamente, ser atividades reguladas conforme veremos adiante).

Acrescenta-se, ainda, que caso a entidade que requeira autorização ao abrigo do artigo 12.º seja uma entidade já portadora de uma autorização emitida nos termos da Diretiva 2009/110/CE (relativa a instituições de moeda eletrónica - "Diretiva das Instituições de Moeda Eletrónica"), da Diretiva 2013/36/UE (relativa a instituições de crédito e empresas de investimento), da DMIF II, da Diretiva (UE) 2015/2366 (relativa a serviços de pagamento - "PSD2"), ou da legislação nacional incidente sobre serviços de financiamento colaborativo anteriormente à entrada em vigor do Regulamento (quando exista), a autoridade competente não exigirá que essa entidade preste informações ou apresente documentos que já tenha fornecido ao requerer uma autorização nos termos das referidas diretivas ou do direito nacional, desde que essas informações ou documentos se mantenham atualizados e estejam acessíveis à autoridade competente.

18 Proposta de Regulamento apresentada pela Comissão Europeia, de 8 de março de 2018 (COM(2018) 113 final), p. 10: "A proposta visa estabelecer regras uniformes em matéria de financiamento colaborativo a nível da UE. Não substitui as regras nacionais em matéria de financiamento colaborativo, caso existam. Nos termos da proposta, um prestador de serviços de financiamento colaborativo pode optar por prestar ou continuar a prestar serviços no mercado interno nos termos do direito nacional aplicável (incluindo no caso de o Estado-Membro optar por aplicar a MiFID II ao financiamento colaborativo), ou requerer autorização para fornecer serviços de financiamento colaborativo ao abrigo do regulamento proposto. No caso de autorização ao abrigo das regras da UE, a aprovação abrange não só a prestação de serviços num único Estado-Membro como também numa base transfronteiriças."

A autorização concedida deverá especificar os serviços de financiamento colaborativo que o prestador está autorizado a prestar, e todos os prestadores de serviços de financiamento colaborativo serão inseridos num registo centralizado junto da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados. Cria-se, assim, uma divergência entre as responsabilidades das autoridades nacionais, a quem são confiados o processo de autorização e a supervisão das entidades autorizadas neles estabelecidas, e as responsabilidades da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, a quem incumbe a manutenção do registo centralizado, para além das suas competências em matéria de desenvolvimento de normas técnicas aplicáveis à atividade, e da organização e publicação de elementos estatísticos sobre o mercado do financiamento colaborativo.

No que à atividade transfronteiriça respeita, e em atenção ao caráter por natureza desmaterializado da atividade da gestão de plataformas de *crowdfunding*, o Regulamento dispõe que os Estados-Membros não poderão exigir uma presença física dos prestadores de serviço no seu território para o desempenho transfronteiriço das suas atividades naquele território (artigo 12.º, n.º 12). Caso um prestador de serviços pretenda desenvolver essas atividades num Estado-Membro em que não se encontre estabelecido, esse prestador limitar-se-á a comunicar as informações referidas no artigo 18.º à autoridade do seu Estado-Membro, que transmitirá oficiosamente essas informações à autoridade congénere do outro Estado.

Por último, no artigo 1.º, n.º 3, estabelece-se que os Estados-Membros não deverão impor aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo autorizados nem aos investidores em *crowdfunding* ou aos promotores de projetos financiados nos termos do Regulamento uma autorização enquanto instituição de crédito respeitante à aceitação de fundos reembolsáveis pelo público no contexto das atividades de *crowdfunding* em que intervenham, bem como qualquer outra autorização, dispensa ou isenção a título individual relativamente (i) à aceitação de fundos dos investidores por parte dos promotores de projetos financiados ao abrigo do Regulamento, ou (ii) à concessão de empréstimos através de uma plataforma de *crowdfunding* constituída nos termos do Regulamento por parte dos investidores. Esta última disposição afigura-se-nos útil, sobretudo, para impedir a aplicação divergente, ao nível nacional, dos requisitos regulatórios aplicáveis à aceitação de fundos reembolsáveis e à concessão de crédito nos termos do Regulamento, atividades que, em si, não deverão estar sujeitas a constrangimentos regulatórios distintos dos exigidos pelo Regulamento.

3.3. Requisitos prudenciais e supervisão

O Regulamento estabelece, no seu artigo 11.º, requisitos prudenciais específicos para prestadores de serviços autorizados que não correspondam a nenhuma das seguintes categorias de empresas (as quais deverão seguir os requisitos prudenciais que lhes forem aplicáveis nos termos da legislação setorial relevante):

- i. empresas sujeitas, numa base individual ou consolidada, aos requisitos de fundos próprios para risco operacional previstos na parte III, título III, do Regulamento (UE) 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento (“CRR”), ou ao

Regulamento (UE) 2019/2033 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019, relativo aos requisitos prudenciais aplicáveis às empresas de investimento;

- ii. empresas sujeitas aos requisitos de capital inicial e fundos próprios aplicáveis às instituições de moeda eletrónica, nos termos da Diretiva das Instituições de Moeda Eletrónica;
- iii. empresas sujeitas aos requisitos de capital inicial e fundos próprios aplicáveis às instituições de pagamento, nos termos da PSD2.

Nos termos do referido artigo, os prestadores de serviços de financiamento colaborativo deverão dispor de salvaguardas prudenciais que equivalham, pelo menos, ao mais elevado dos seguintes montantes: (a) €25.000; ou (b) um quarto das despesas gerais fixas do ano precedente (que incluem o custo do serviço dos empréstimos facilitados através da plataforma durante três meses, caso a mesma inclua essa modalidade de financiamento). Nos casos em que um prestador de serviços exerça a sua atividade há menos de 12 meses, o mesmo poderá, nesse período, recorrer a projeções para calcular as despesas gerais fixas.

As salvaguardas prudenciais deverão revestir uma das seguintes formas, ou uma combinação das duas: (i) uma apólice de seguro (ou garantia equivalente) que cubra os territórios onde as ofertas de financiamento são ativamente comercializadas; ou (ii) fundos próprios principais de nível 1, nos termos dos artigos 26.^o a 30.^o do CRR, após aplicação integral das deduções previstas no artigo 36.^o daquele regulamento, e sem aplicação dos limiares de isenção previstos nos respetivos artigos 46.^o e 48.^o.

A supervisão dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo, na parte da sua atividade que corresponda a esses serviços, é confiada às instituições nacionais responsáveis pela respetiva autorização (artigo 15.^o). O Regulamento prevê a prestação regular, pelos prestadores de serviços autorizados, de informações sobre as suas atividades e projetos financiados às respetivas autoridades nacionais de supervisão, sendo estas últimas dotadas de poderes de investigação e de supervisão (artigo 30.^o), bem como de poderes para revogar a autorização concedida aos prestadores de serviços, nos termos previstos no artigo 17.^o.

3.4. Serviços de financiamento colaborativo

Como vimos, o Regulamento aplica-se aos serviços de financiamento colaborativo correspondentes às modalidades de *crowdfunding* por empréstimo (em que a atividade do prestador de serviços corresponde à facilitação da concessão de empréstimos através da plataforma eletrónica) e de *crowdfunding* de investimento (em que a atividade do prestador de serviços se reconduz à colocação sem garantia de instrumentos financeiros e de receção e transmissão de ordens de clientes).

Os serviços prestados através da plataforma podem ser, portanto, de mera intermediação, no sentido em que a plataforma se poderá limitar a reunir, num único local virtual e de uma forma neutra, todos os promotores de projetos que pretendam beneficiar de financiamento sob uma das formas permitidas (empréstimo ou investimento) e todos os potenciais investidores.

No entanto, numa assinalável abertura aos diferentes modelos de negócio e formas de funcionamento das diversas plataformas existentes e a criar, o Regulamento também permite que, no contexto do desempenho das suas atividades, os prestadores de serviços de financiamento colaborativo:

- i. proponham a investidores individuais projetos de financiamento colaborativo que correspondam a um ou mais parâmetros ou indicadores de risco previamente fixados pelo investidor, que poderão ou não ser objeto de investimento mediante decisão de investimento expressa do investidor; e
- ii. obtenham do investidor um mandato para o exercício de gestão individual de carteiras de empréstimos (caso em que os prestadores de serviços afetarão, numa base discricionária, um montante pré-determinado de fundos de um investidor a um ou vários projetos disponíveis para investimento na sua plataforma, de acordo com os parâmetros fornecidos pelos investidores e sem necessidade de recolha de uma decisão expressa de investimento por cada oferta de financiamento colaborativo selecionada pelo prestador de serviços).

Esta latitude oferecida pelo Regulamento permitirá aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo disponibilizar aos investidores, sem necessidade de um passaporte da DMIF II (e desde que se atenham aos limites do âmbito de aplicação do Regulamento - cfr. a secção 3.1 acima), plataformas cujo papel não se limita a ser meramente passivo, de mediação e encontro entre investidores e promotores, mas que, pelo contrário, podem ter funcionalidades que, no limite, são típicas da atividade de consultoria de investimento, quando tenham por objeto instrumentos financeiros¹⁹.

Os prestadores de serviços que prestem serviços de gestão individual de carteiras devem respeitar os parâmetros do mandato conferido pelos investidores, tomar todas as medidas necessárias para obter os melhores resultados possíveis e divulgar aos investidores o processo de tomada de decisão inerente à execução do mandato recebido (artigo 3.º, n.º 4, segundo parágrafo). Igualmente, nestes casos, os prestadores de serviços deverão assegurar o cumprimento das responsabilidades de avaliação, de registo de operações e mandatos, e de divulgação de informação aos investidores previstos no artigo 6.º.

Finalmente, numa importante clarificação das fronteiras regulatórias da categoria de prestadores de serviços de financiamento colaborativo, do artigo 10.º resulta claramente que a prestação de serviços de custódia de ativos ou de serviços de pagamento não estão abrangidas pela autorização regulatória conferida nos termos do artigo 12.º. Caso estes serviços sejam oferecidos no contexto da solução de financiamento colaborativo oferecida por determinada plataforma, os mesmos podem ser disponibilizados pelo próprio prestador de serviços ou por terceiro, desde que, nesse caso, o prestador de serviços ou o terceiro detenham uma autorização em conformidade com a Diretiva 2013/36/UE (relativa a instituições de crédito e empresas de investimento), com a DMIF

19 Sendo que, no entanto, no Considerando (21) do Regulamento, se deixa claro que "[a] existência de ferramentas de filtragem numa plataforma de financiamento colaborativo (...) não deverá ser considerada consultoria de investimento na aceção da Diretiva 2014/65/UE, desde que essas ferramentas forneçam informações aos clientes de uma forma neutra que não constitua uma recomendação. Entre essas ferramentas, deverão estar as que permitem exibir resultados com base em critérios relacionados com características puramente objetivas do produto".

II - no que diz respeito aos serviços de custódia de ativos - ou com a Diretiva (UE) 2015/2366 (relativa a serviços de pagamento) - no que diz respeito aos serviços de pagamento.

Quer estes serviços sejam prestados por si ou por terceiros, os prestadores de serviços deverão, em todo o caso, informar devidamente os seus clientes sobre a natureza e os termos e condições dos mesmos, com indicação das referências ao direito nacional aplicável, e indicar se esses serviços são exercidos diretamente pelos prestadores de serviços de financiamento colaborativo ou por terceiros.

3.5. Principais regras de conduta

Os prestadores de serviços de financiamento colaborativo autorizados nos termos do Regulamento devem agir *"de forma honesta, equitativa e profissional, em função dos interesses dos seus clientes"* (artigo 3.º, n.º 2). Para tal, designadamente, o respetivo órgão de gestão tem a responsabilidade de estabelecer e supervisionar a aplicação de *"políticas e procedimentos adequados que garantam uma gestão eficaz e prudente, incluindo a separação de funções, a continuidade das atividades e a prevenção de conflitos de interesses, de modo a promover a integridade do mercado e os interesses dos seus clientes"* (artigo 4.º, n.º 1), e dos sistemas e controlos necessários à avaliação de riscos relacionados com os financiamentos intermediados através da plataforma (artigo 4.º, n.º 2, primeiro parágrafo).

Resulta da redação do Regulamento que os prestadores de serviços de financiamento colaborativo poderão, assessorialmente às suas atividades de financiamento colaborativo, determinar o preço de ofertas de financiamento colaborativo; caso o façam, deverão cumprir integralmente as regras definidas nos números 4 e seguintes do artigo 4.º, referentes à avaliação dos riscos de crédito das ofertas de financiamento e à definição de um quadro de gestão de riscos adequado ao cumprimento dos requisitos de avaliação e fixação do preço das ofertas aí estabelecidos.

Concretizando uma importante opção de política legislativa que toma posição no sentido da maior responsabilização das plataformas na análise das ofertas de financiamento submetidas pelos promotores de projetos, o artigo 5.º exige que os prestadores de serviços exerçam, *"pelo menos, um nível mínimo"* de *due diligence* relativamente aos promotores de projetos que utilizem a sua plataforma, a qual deverá abranger, designadamente, a verificação de que o promotor não tem antecedentes criminais nas áreas do direito das sociedades, insolvência, serviços financeiros, prevenção de branqueamento de capitais, fraude ou responsabilidade profissional, e de que o promotor não está estabelecido numa jurisdição não cooperante ou num país terceiro de risco elevado, na aceção do artigo 9.º, n.º 2, da Diretiva (UE) 2015/849 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015, relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo.

Também o procedimento de tratamento de queixas de clientes é objeto de regulação expressa no Regulamento, segundo o qual os prestadores de serviços deverão adotar procedimentos eficazes e transparentes com vista ao tratamento gratuito, *"expedito, equitativo e coerente das queixas"*, devendo a descrição desses procedimentos ser publicada na plataforma (artigo 7.º). Deve ser disponibilizado aos clientes um modelo normalizado para a apresentação de queixas, devendo

igualmente ser mantido um registo de todas as queixas recebidas e das medidas tomadas na sequência da sua receção.

O artigo 8.º estabelece, também, a obrigação, por parte dos prestadores de serviços de *crowdfunding*, de manter e aplicar regras internas eficazes para prevenir conflitos de interesses, e impede-os de deter qualquer tipo de participação nas ofertas de financiamento colaborativo realizadas através das respetivas plataformas, ou de aceitar enquanto promotores de projetos nas suas plataformas:

- i. titulares de participações sociais que detenham 20% ou mais do respetivo capital ou direitos de voto;
- ii. titulares dos respetivos órgãos de gestão ou empregados dos prestadores de serviços; ou
- iii. pessoas singulares que tenham com esses titulares de participações sociais, titulares de órgãos de gestão ou empregados uma "relação de controlo", na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 35)b), da DMIF II.

O investimento por parte das pessoas e entidades referidas nos parágrafos (i), (ii) e (iii) é, no entanto, permitido desde que os prestadores de serviços divulguem integralmente na sua página *web* o facto de terem aceitado tais pessoas como investidores, incluindo informação completa sobre os projetos de financiamento objeto desses investimentos, e garantam que esses investimentos são efetuados nos mesmos termos aplicáveis aos demais investidores e que os investidores relacionados com os prestadores de serviços não gozam de qualquer tratamento preferencial ou de acesso privilegiado a informação (artigo 8.º, n.º 2, segundo parágrafo).

É responsabilidade dos prestadores de serviços, por fim, tomar todas as medidas adequadas para prevenir, identificar, gerir e divulgar eventuais conflitos de interesses entre os prestadores de serviços e as pessoas e entidades referidas nos parágrafos (i), (ii) e (iii) acima, por um lado, e os seus clientes, por outro, ou ainda entre dois clientes distintos; a natureza geral e as fontes dos eventuais conflitos de interesses, bem como as medidas para a sua mitigação, deverão ser divulgadas aos clientes num lugar de destaque na respetiva página *web*.

3.6. Normas de proteção dos investidores

O Regulamento estabelece diversas medidas de proteção dos investidores em plataformas de *crowdfunding*, sendo os mais relevantes os seguintes: (i) requisitos relativos à informação a prestar aos clientes; (ii) o dever de avaliação da sofisticação dos clientes, associado a obrigações de informação e advertências adicionais em função dos resultados dessa avaliação; e (iii) o período de reflexão pré-contratual.

Quanto ao primeiro tipo de medidas, para além das obrigações de divulgação respeitantes a situações de potencial conflito de interesses, que já discutimos, estabelece-se que todas as informações fornecidas pelos prestadores de serviços de financiamento devem ser corretas e claras, não podendo induzir em erro. Para além disso, exige-se que os prestadores de serviços informem

claramente os seus clientes de que os montantes disponibilizados para efeitos de financiamento colaborativo não beneficiam da cobertura do sistema de garantia de depósitos (estabelecido em conformidade com a Diretiva 2014/49/UE) e de que os valores mobiliários ou instrumentos adquiridos através da plataforma não estão cobertos pelo sistema de indemnização de investidores (estabelecido em conformidade com a Diretiva 97/9/CE).

Ademais, sempre que seja feita uma oferta de financiamento, o prestador de serviços de financiamento colaborativo deverá incluir num local de destaque, independentemente do suporte utilizado, informação aos clientes sobre o período de reflexão pré-contratual a que fazemos referência *infra*, bem como do método utilizado para calcular as classificações de risco ou os preços que tenham atribuído a determinados projetos ou ofertas de financiamento (caso a plataforma tenha atribuído essas classificações ou determinado esses preços).

Em complemento, os prestadores de serviços deverão publicar em lugar de destaque na sua página *web* as taxas de incumprimento dos projetos de financiamento colaborativo oferecidas nas respetivas plataformas ao longo, pelo menos, dos últimos 36 meses, bem como publicar anualmente uma declaração de resultados, indicando (conforme aplicável) a taxa de incumprimento prevista e efetiva de todos os empréstimos, um resumo dos pressupostos utilizados na determinação das taxas de incumprimento e, caso tenha sido determinada uma taxa-alvo para a gestão individual de carteiras de empréstimos, o retorno efetivo alcançado através dessa gestão.

Para além desses deveres gerais de divulgação de informação, numa solução semelhante à adotada nos artigos 16.º e 17.º do regime português do financiamento colaborativo, a plataforma deverá disponibilizar aos investidores, relativamente a cada oferta investimento em concreto, uma ficha de informação fundamental sobre o investimento elaborada pelo promotor do projeto em causa, a qual apresentará o conteúdo mínimo previsto no anexo I ao Regulamento, bem como as advertências de risco previstas no artigo 23.º. Semelhante obrigação impende sobre os prestadores de serviços que ofereçam serviços de gestão individual de carteiras, com as devidas adaptações (artigo 24.º).

A segunda grande medida de proteção introduzida pelo Regulamento relaciona-se com a proteção especial dos “investidores não sofisticados”, aos quais apenas poderá ser dado pleno acesso às plataformas após a realização de uma avaliação prévia da adequação dos serviços de financiamento colaborativo a esses investidores por parte dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo.

O cumprimento deste dever pressupõe, em primeiro lugar, a atribuição da classificação de investidor sofisticado ou de investidor não sofisticado a cada investidor que tenha interação com a plataforma, sendo que, nos termos do Regulamento, são considerados investidores sofisticados os clientes profissionais por natureza (nos termos do anexo II, secção I, da DMIF II) que comprovem essa qualificação, ou qualquer pessoa singular ou coletiva cujo tratamento como investidor sofisticado tenha sido aprovada pelo prestador de serviços de financiamento colaborativo nos termos do procedimento previsto no anexo II do Regulamento (todos os demais serão investidores não sofisticados).

A avaliação da adequação dos serviços de financiamento colaborativo aos investidores não sofisticados que pretendam ter acesso à plataforma é feita com base em informações sobre a experiência, os objetivos de investimento, a situação financeira, a capacidade de suportar perdas, e a compreensão dos riscos inerentes a essa atividade de investimento por parte dos investidores. A cada dois em dois anos, essa avaliação é objeto de revisão (sendo que, no que diz respeito à capacidade de suportar perdas, essa revisão deve ser feita anualmente com base numa simulação de perdas calculadas em 10% do património líquido do investidor).

Não obstante o anterior, a omissão da prestação da informação necessária às averiguações acima explanadas ou a conclusão, por parte do prestador de serviços, de que determinado investidor não tem conhecimentos e experiência suficiente para realizar determinados investimentos não poderá, em qualquer caso, impedir esse investidor de investir em qualquer projeto de financiamento colaborativo (artigo 21.º, n.ºs 4 e 6). A única consequência será, nestes casos, a receção pelo investidor de uma advertência de risco enviada pelo prestador de serviços de financiamento colaborativo, na qual se deve indicar claramente o risco de perda total do montante investido. Os investidores que estejam nessa situação deverão declarar expressamente que receberam e compreenderam a advertência antes de prosseguir para a confirmação do investimento. Semelhante procedimento será exigido quando um investidor não sofisticado aceitar uma oferta de financiamento colaborativo de montante superior ao valor mais elevado entre (i) € 1.000, ou (ii) 5% do seu património líquido.

Acresce uma medida adicional de proteção a investidores não sofisticados, introduzida pelo artigo 22.º do Regulamento, que consiste no estabelecimento de um período de reflexão pré-contratual obrigatório: caso tenha interesse em realizar determinado investimento, o investidor insere a sua oferta ou manifestação de interesse no investimento na plataforma, momento em que se inicia um período de reflexão de quatro dias. Caso, nesse período, o investidor se arrependa da decisão de investimento, poderá dar sem efeito a sua oferta ou manifestação de interesse *ad nutum* e sem qualquer penalização. Caso seja adotada a modalidade de gestão individual de carteira de empréstimos (em que o prestador de serviços pode concluir operações de investimento discricionariamente, dentro dos limites do mandato conferido pelo investidor), este período de reflexão aplica-se apenas à outorga do mandato e não a cada operação de investimento.

Por último, são definidas regras relativas às comunicações comerciais e publicitárias (artigos 27.º e 28.º), as quais visam assegurar, sobretudo, que as mesmas são claras, corretas, coerentes com as fichas de informação fundamental sobre os investimentos a que digam respeito (caso aplicável), e que as mesmas não induzem em erro nem conferem destaque desproporcionado a determinados projetos ou ofertas individuais de financiamento. Em todo o caso, clarifica-se que as autoridades nacionais de supervisão não podem exigir que estas comunicações sejam objeto de notificação e aprovação *ex ante* (sem prejuízo da possibilidade de intervenção *ex post*, nos termos do artigo 30.º, n.º 2, alínea b)).

4. Regulamentação

Refira-se, por fim, que, ao longo do Regulamento, é feita referência à posterior adoção, por parte da Comissão, de normas técnicas de regulamentação do regime nele previsto, nos termos dos artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, sobre a base de projetos elaborados pela ESMA. Atendendo à extensão das questões relativamente às quais o Regulamento prescreve uma regulamentação técnica posterior, é de esperar que esta assuma a maior importância na integração e detalhe da regulação da atividade do *crowdfunding* e funcione como uma importante fonte de orientações de atuação para as autoridades nacionais.

5. Aspetos do futuro enquadramento jurídico dos serviços de financiamento colaborativo em Portugal

5.1. O Regulamento e o direito nacional

Portugal, como atrás foi referido, é um dos vários Estados-Membros da UE que avançou para uma regulação nacional do fenómeno do *crowdfunding*, tendo optado por regular tanto o *crowdfunding* chamado financeiro (de capital e por empréstimo) como as principais modalidades de *crowdfunding* não financeiro (de donativo e com recompensa). O legislador nacional regulou esta matéria através do RJFC, aprovado pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, o qual foi, posteriormente, complementado pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro (que, para além de introduzir algumas alterações ao RJFC, definiu o regime sancionatório aplicável à atividade de financiamento colaborativo), e regulamentado pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2016.

Versando o Regulamento sobre a prestação de serviços colaborativos consistentes na facilitação da concessão de empréstimos e na colocação sem garantia de instrumentos ou valores mobiliários através de plataformas de *crowdfunding*, é forçoso concluir que, mesmo tendo em conta a delimitação negativa do âmbito de aplicação do Regulamento que se explicitou na secção 3.1 *supra*, haverá uma área de sobreposição relevante entre o Regulamento e o regime português do financiamento colaborativo.

Considerando o efeito direto do Regulamento na ordem jurídica dos vários Estados-Membros da UE, quando o mesmo passar a regular as atividades de *crowdfunding* sobre que versa - o que, nos termos do respetivo artigo 51.º, ocorrerá a partir de 10 de novembro de 2021 - o regime português do financiamento colaborativo ver-se-á amputado de uma parte relevante do seu campo de aplicação. Isto decorre da conjugação das regras gerais sobre a cessação da vigência da lei com o princípio do primado do direito da UE.

No entanto, uma vez que o âmbito de aplicação das regulamentações nacional e europeia não é totalmente coincidente, não resultará direta e necessariamente do Regulamento a revogação total do enquadramento nacional desta disciplina, nada obstante a que, por exemplo, o financiamento

colaborativo de vertente social ou não financeira continue a regular-se pelas disposições da lei nacional, na parte aplicável.

Em todo o caso, sendo necessária intervenção legislativa ao nível interno, designadamente para aprovação de um regime sancionatório compatível com o disposto nos artigos 39.º e 40.º do Regulamento e para transposição das alterações introduzidas à DMIF II (pela Diretiva (UE) 2020/1504 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020), e à Diretiva (UE) 2019/1937 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de outubro de 2019 (por força do artigo 47.º do Regulamento), parece ser da maior conveniência que o legislador português aproveite o ensejo para clarificar o âmbito de aplicação do regime jurídico do financiamento colaborativo, conferindo desta forma maior coerência ao conjunto da regulamentação da atividade do *crowdfunding* no território português.

Ademais, Portugal deverá nomear a autoridade a que será confiada a responsabilidade de desempenhar as funções de supervisão e exercer as demais competências previstas no Regulamento, no que diz respeito aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo estabelecidos no respetivo território. Sem presumir substituir-nos a uma deliberação que sempre carecerá de devida ponderação em canais próprios, o natural será que a escolha venha a recair sobre a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (“CMVM”), atendendo a que esta entidade tem, atualmente, a responsabilidade pela regulação e supervisão das atividades de financiamento colaborativo de capital e de empréstimo (artigo 15.º do RJFC), bem como pela fiscalização, averiguação, instrução e aplicação de medidas sancionatórias respeitantes ao financiamento colaborativo em Portugal.

5.2. A intermediação financeira e o regime das ofertas públicas

A atividade de financiamento colaborativo, tal como definida no Regulamento, implicará, em certos casos, a prática de atividades de intermediação financeira. Tal será o caso, por exemplo, da colocação sem garantia de instrumentos financeiros através de uma plataforma de *crowdfunding*. Por essa razão, o n.º 2 do artigo 10.º do RJFC dispunha que as atividades de financiamento colaborativo realizadas ao abrigo daquele regime apenas poderiam implicar a emissão de instrumentos financeiros se a intermediação fosse feita *“por intermediário financeiro, nos termos da legislação aplicável ao mercado de instrumentos financeiros”* (cfr., também, os artigos 289.º, n.º 2, e 290.º, ambos do CVM).

No entanto, com a aprovação do Regulamento e da Diretiva (UE) 2020/1504 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, que isenta do âmbito de aplicação da DMIF II os prestadores de serviços de financiamento colaborativo na aceção do Regulamento, deverá ser refletida (até 10 de maio de 2021) essa opção do legislador da UE através da introdução dessa isenção no regime nacional aplicável às atividades de intermediação financeira (provavelmente, no n.º 3 do artigo 289.º do CVM).

Este desenvolvimento, que se saúda por evitar uma onerosa “dupla autorização” para intermediários de *crowdfunding* de capital, é consequência direta do estabelecimento das novas regras de autorização, requisitos prudenciais e supervisão previstas no Regulamento e que passam, no que

diz respeito às atividades de financiamento colaborativo desenvolvidas no seu âmbito de aplicação, a ter aplicação direta.

Por outro lado, as ofertas de valores mobiliários feitas através das plataformas de *crowdfunding* serão, na esmagadora maioria dos casos, ofertas públicas, nos termos do artigo 109.º do CVM²⁰, sendo, no entanto, plenamente aplicável a isenção da aplicação do Título III do referido Código (incluindo as regras relativas à exigibilidade de prospeto) no que diz respeito às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários cujo valor total na UE seja inferior a €5.000.000, calculado em função das ofertas realizadas ao longo de um período de 12 meses.

O afastamento do regime do prospeto, no que diz respeito às ofertas de financiamento colaborativo realizadas nos termos do Regulamento, em favor dos requisitos de informação específicos nele consagrados, foi um resultado deliberadamente querido pelo legislador, como é expressamente referido nos Considerandos (16) e (17) do Regulamento. Foi, também, a razão da fixação do limiar de €5.000.000 por oferta como fronteira ao âmbito de aplicação do Regulamento, bem como a derrogação temporária da aplicação do Regulamento, prevista no seu artigo 49.º, aplicável nos Estados-Membros que tenham optado por colocar o limiar da isenção da exigência de publicação de prospeto em valor inferior a €5.000.000 em aplicação do Regulamento do Prospeto.

Aparentemente, tendo em conta a lei nacional vigente, as sociedades emitentes de valores mobiliários distribuídos através de oferta realizada em plataforma de *crowdfunding* terão (continuarão a ter) a classificação de sociedade aberta, nos termos do artigo 13.º do CVM²¹, classificação essa que atrai um enquadramento jurídico oneroso e particularmente desajustado se pensarmos que todo o regime do *crowdfunding* se dirige principalmente a constituir uma fonte de financiamento alternativo para pequenas e médias empresas. Seria, assim, de toda a conveniência que a lei nacional incluísse uma disposição que claramente consagrasse a existência de uma exceção ao regime das sociedades abertas quando a aquisição dessa natureza resultasse apenas do recurso ao financiamento colaborativo, tal como este é regulado pelo Regulamento e no respeito pelos respetivos limiares quantitativos.

6. Conclusão

A partir do momento em que o regime previsto no Regulamento passar a aplicar-se à atividade do *crowdfunding*, ou seja, a partir de 10 de novembro de 2021, o panorama europeu do *crowdfunding* sofrerá uma alteração significativa, com a existência de regras comuns, coordenadas com as demais regras de origem europeia no domínio do mercado de capitais e das atividades de investimento, um regime simples de controlo regulatório da atividade transfronteiriça no espaço

20 Isto mesmo é expressamente admitido pela CMVM, no respeitante a ofertas feitas ao abrigo do RJFC, nas suas “*Perguntas e respostas sobre financiamento colaborativo*”, disponíveis em https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/FAQs-Crowdfunding_industria.aspx. Cfr., igualmente, o que refere, a este propósito, Clara Martins Pereira, *Op. cit.*, pp. 35 e ss.. Vide, no entanto, as dúvidas manifestadas por Ana Sâ Couto e Frederico Romano Colaço, *Op. cit.*, p. 133, que aqui ecoamos, sobre a articulação entre os artigos 13.º e 111.º do Código dos Valores Mobiliários no que diz respeito à qualificação da oferta.

21 Neste sentido, João Vieira dos Santos, *Regime...*, cit., p. 668, Clara Martins Pereira, *Op. cit.*, p. 37, e Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2016, p. 591.

da UE e um quadro de supervisão definido, sobretudo confiado às autoridades competentes dos diversos Estados-Membros.

Julgamos que a iniciativa tem mérito, tanto pelo que, provavelmente, contribuirá para o crescimento e desenvolvimento de um verdadeiro mercado europeu do *crowdfunding*, como pelas bem-vindas clarificações e demarcações de regime relativamente às realidades regulatórias da intermediação financeira e das ofertas públicas.

Não obstante o efeito direto de que o Regulamento, por natureza, está munido, os instrumentos da UE aprovados no contexto da regulamentação europeia desta atividade e o próprio efeito que esta regulamentação terá na ordem jurídica portuguesa exigem uma intervenção legislativa ao nível nacional, não só na clarificação do âmbito de aplicação do RJFC, como na adequação das regras do CVM às características das atividades do *crowdfunding* que passarão a ser praticadas ao abrigo do Regulamento em território nacional.

Aguarda-se com expectativa a produção legislativa neste domínio, bem como a publicação dos atos delegados que darão corpo às normas técnicas de regulamentação do regime europeu do *crowdfunding*. Dados estes passos de caráter técnico e legislativo, e estando as autoridades nacionais preparadas para assumir as novas responsabilidades que lhes serão confiadas neste domínio, resta-nos esperar que o mercado possa florescer e desenvolver-se, no caminho para a tão desejada União do Mercado de Capitais.