

NOTA PRÉVIA

O texto que agora se publica corresponde, com alterações, à tese de Doutoramento em Direito entregue a 15 de outubro de 2020 na Faculdade de Direito da Universidade do Porto e defendida em provas públicas a 22 de setembro de 2021, perante um Júri composto pelos Senhores Professores Doutores Manuel Carneiro da Frada (Presidente), João Pacheco de Amorim (Orientador), Pedro Costa Gonçalves, Diogo Pereira Duarte (Arguente), Pedro Maia, Maria Elisabete Ramos e Maria Raquel Guimarães (Arguente).

As alterações introduzidas correspondem essencialmente a uma revisão linguística e à atualização da tese com referência à legislação em vigor (destacando-se as alterações introduzidas pela Lei n.º 99-A/2021) e à bibliografia consultada, até fevereiro de 2022. Foram, também, introduzidos, ainda que brevemente, alguns temas com desenvolvimentos recentes, como as finanças descentralizadas, as finanças sustentáveis e os *Non-fungible Tokens*.

O meu percurso doutoral apenas foi concluído com sucesso por todo o apoio que recebi da minha Família, sobretudo da Sara e dos meus Pais. A todos eles, bem como aos meus amigos, devo uma eterna gratidão pela incondicional companhia, mesmo nos piores dos dias, pelo que lhes dedico a minha tese.

Ao meu Orientador, o Senhor Professor João Pacheco de Amorim, uma palavra de particular apreço e de gratidão, palavra sempre curta, sempre insuficiente, pela disponibilidade, os conselhos e a confiança que teve em mim.

Exprimo ainda os meus agradecimentos a um conjunto de Professores que, ao longo do tempo e de diferentes maneiras me influenciaram e se mostraram disponíveis para discutir aspectos da tese comigo.

Começo pelo Senhor Professor Doutor Diogo Pereira Duarte tendo sido sempre um gosto enorme aproveitar a sua disponibilidade para discutir os temas da inovação financeira, cujo interesse partilhamos, agradecendo-lhe igualmente a amabilidade de aceitar escrever o prefácio desta publicação, o que muito a prestigia.

Um agradecimento é devido à Senhora Professora Doutora Maria Raquel Guimarães pela ajuda que me prestou, pelos ensinamentos e pela instigação ao espírito crítico, que muito contribuíram para o desenvolvimento dos meus trabalhos académicos.

Agradeço ao Senhor Professor Doutor Paulo de Tarso Domingues, por todos os seus conselhos e disponibilidade para discutir muitas opções que fui fazendo em várias fases da preparação da tese, e agradeço, igualmente, aos Senhores Professores Doutores Luís Guilherme Catarino, Alexandre Soveral Martins, Teresa Rodríguez de las Heras Ballell e Fernando Zunzunegui pelos seus ensinamentos.

Pude ainda contar com a ajuda muito próxima dos meus colegas da CMVM, preciosa para adquirir os conhecimentos necessários sobre os mercados de instrumentos financeiros e a sua regulação. O seu companheirismo e generosidade foram vitais para que a minha tese avançasse. Muito obrigado.

Benifício adicionalmente da valiosa ajuda dos funcionários da Biblioteca da Procuradoria-Geral da República, que me enviaram as obras digitalizadas de que necessitava durante os períodos de confinamento, estando-lhes profundamente grato.

A minha gratidão vai também para o Instituto de Conhecimento da Abreu Advogados pela atribuição do Prémio Abreu Advogados 2021 ao meu trabalho de investigação, *ex aequo* com o trabalho de investigação do meu colega na Universidade Lusófona, o Senhor Professor Doutor José Gonçalves Machado. Sinto-me imensamente honrado por obter este reconhecimento por parte de um Instituto e de um Júri de tanta qualidade e tão reputados.

PREFÁCIO

Formas de Financiamento Empresarial FinTech: uma obra pioneira

PROFESSOR DOUTOR DIOGO PEREIRA DUARTE

Professor Auxiliar da Faculdade de Direito de Lisboa

Investigador do Centro de Investigação de Direito Privado

I. A monografia que agora se publica, com o título “*Formas de Financiamento Empresarial FinTech: em especial o crowdfunding e as Initial coin offerings*”, corresponde à dissertação de Doutoramento do Professor Doutor João Pinto Nuno Vieira dos Santos, cujas provas públicas tiveram lugar, na Faculdade de Direito da Universidade do Porto, no passado dia 22 de setembro de 2021. Foi a primeira dissertação de Doutoramento que, em Portugal, versou sobre estes temas.

O júri foi composto pelos Senhores Professores Doutores Manuel António Portugal Carneiro da Frada, João Salvador Velez Pacheco de Amorim, Pedro António Pimenta da Costa Gonçalves, Pedro Canastra Azevedo Maia, Maria Elisabete Gomes Ramos, e Maria Raquel de Almeida Graça Silva Guimarães, tendo-me cabido fazer uma das arguições.

O Professor Doutor João Pinto Nuno Vieira dos Santos é um membro ativo da comunidade FinTech, em Portugal, que muito tem contribuído para a divulgação e estudo dos mais diversos verticais em que esta se desdobra, com quem me tenho cruzado em inúmeras iniciativas, e por quem, nesse contexto, surgiu admiração profissional.

A monografia é composta por três partes: uma primeira parte em que se aborda o tema da Regulação em que, basicamente se procura discutir como deverá ocorrer a regulação da FinTech, ou seja, quais as linhas

norteadoras que legisladores e entidades reguladoras deverão seguir na regulação de fenómenos a qualificar como FinTech. Uma segunda parte, em que analisa o fenómeno do *crowdfunding*, ou financiamento colaborativo. Uma terceira parte, em que se analisa o enquadramento jurídico das *Initial coin offerings*, isto é, a venda de cripto-ativos criados (*minted*) numa plataforma pública de registo distribuído, ou numa *blockchain*, como forma de financiamento empresarial.

O tema – no que respeita à análise das implicações jurídicas das formas de financiamento FinTech analisadas, ou seja, o financiamento colaborativo e as ofertas feitas, ao público, para a venda de cripto-ativos – é hoje um tema incontornável.

A sua pertinência afere-se (i) quer quanto à importância que essas formas de financiamento podem ter para o financiamento de PME e empresas em fase inicial de atividade, entre as quais as *start-ups*; (ii) quer em função da dimensão que as atividades em causa; (iii) quer quanto à complexidade dos problemas jurídicos implicados.

II. A importância do financiamento colaborativo para o financiamento de *start-ups* e PME, foi sublinhada em vários documentos produzidos por instituições da União¹ e hoje está expressamente espelhada nos considerandos (1) e (3) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo a entidades (*RESFC*)². Essa importância é de assinalar, especialmente, num contexto em que se reconhecem falhas de mercado (o chamado *funding gap*) no financiamento destas empresas, quer pelas limitações existentes no acesso ao financiamento bancário, quer porque o mercado especializado de capital de risco ou *private equity* apenas limitadamente apresenta

¹ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*; Livro Verde sobre a construção de uma *Capital Markets Union*; *Capital Markets Union Action Plan*; *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*; Parecer e recomendações da ESMA sobre *equity-based crowdfunding*; Parecer da EBA sobre *lending-based crowdfunding*; *Fin-tech action plan: a more competitive and innovative european financial sector*.

² Na versão inglesa: *on European crowdfunding service for business*, sendo usualmente referido pela utilização do acrónimo ECSPR.

uma oferta adequada, porque incapaz de cobrir todas as fases do ciclo de financiamento destas empresas.

Quanto à dimensão da atividade de que estamos a falar, o mercado do financiamento colaborativo cresceu de forma significativa nos últimos anos. Esse crescimento é plenamente confirmado pelo *2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* da autoria do *Cambridge Centre for alternative finance*, que inclui dados finais relativos a 2019 e 2020 no mercado europeu de financiamento *online*³.

De 2013 a 2019 o mercado Europeu de financiamento alternativo *online* (incluindo com o Reino Unido) cresceu, de forma consistente, de USD \$ 1.5 mil milhões para USD \$ 23.2 mil milhões.

Só em 2020 se viu uma diminuição em termos de volume global de mercado, para USD \$ 22.6 mil milhões, tendo sido a primeira redução desde 2013, a que não foi estranha certamente o impacto da Pandemia de Covid-19, que atingiu de forma muito particular as plataformas de empréstimos, quer ao nível da diminuição do investimento, quer ao nível do número de incumprimentos.

A nível mundial, o financiamento alternativo *online* contou com um volume global de USD \$ 114 mil milhões. Neste momento o bloco regional mais ativo é o composto pelos EUA e Canada (com 65% de quota de mercado) tendo substituído a China que foi durante largos períodos o bloco dominante. A Europa conta apenas com 9% de quota de mercado mundial, o que aponta para um potencial de crescimento ainda bastante relevante.

Quanto à relevância jurídica do tema, não existe, também, dúvida. No financiamento colaborativo de natureza financeira, temos uma intermediação no domínio financeiro (no sentido lato de interposição de um agente de canalização de poupanças para investimento em atividades económicas), mas feita por intermediários não tradicionais – e, numa primeira fase, sem qualquer autorização – colocando problemas diversos quanto a: (i) exclusividade para o desenvolvimento de atividades de intermediação, a requerer autorização; (ii) qualificação da atividade; (iii) proteção dos investidores, entre outros.

³ <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.

Essa relevância jurídica é bem patente nas iniciativas legislativas que, desde 2012, foram surgindo, nos EUA e em diversos ordenamentos europeus, para regular o financiamento colaborativo⁴ e, em finais do ano passado, no início de vigência Regulamento (UE) 2020/1503. A articulação do regime europeu e o regime nacional aplicável ao financiamento colaborativo, que decorre da Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto (Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, ou *RJFC*), deixa no ar diversas questões ainda em debate.

De acordo com o princípio da cooperação leal, consagrado no artigo 4.º, n.º 3, do Tratado da União Europeia, todas as autoridades dos Estados-Membros têm o dever de tomar medidas gerais ou especiais capazes de assegurar o cumprimento das obrigações impostas pelo Direito da União Europeia. Adicionalmente, o artigo 8.º, n.º 4, da Constituição da República Portuguesa adota o princípio do primado do Direito da União Europeia. A articulação das disposições acima referidas permite concluir que o regime português de *crowdfunding* está impedido de contrariar as disposições do *RESFC* que, de acordo com a jurisprudência relevante do Tribunal de Justiça da União Europeia⁵, é diretamente aplicável em Portugal e, nesse âmbito, tacitamente substitui e complementa o regime nacional⁶.

A precedência do *RESFC* é a justificação implícita para as regras transitórias que encontramos no artigo 48.º do Regulamento. De facto, resulta dessas disposições transitórias que após o início de aplicação do *RESFC* (10 de novembro de 2021, nos termos do artigo 52.º do Regulamento), os prestadores de serviços de financiamento colaborativo (PSFC) que pretendam prestar serviços cobertos pelo âmbito de aplicação do *RESFC* não poderão ser autorizados ao abrigo do regime nacional

⁴ Para uma análise de Direito Comparado, no *crowdfunding*, ver o nosso *Financiamento Colaborativo de Capital: 'Equity-Crowdfunding'*, in António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (ed.) "Fintech: Desafios da Tecnologia Financeira", 2ª ed., Almedina, 2019, pp. 286 e ss..

⁵ Cfr. Caso C-6-64 *Flaminio Costa contra ENEL*, e caso C-34/73 *Fratelli Variola S.p.A. v Amministrazione italiana delle Finanze*.

⁶ PIETRO ORTOLANI-MARIJE LOUISE, , *Introduction: keep calm and Continue Crowdfunding* in Pietro Ortolani and Marije Louise (ed.), "The EU Crowdfunding Regulation", OUP, p. 31.

e que esse regime não será aplicável à atividade dos PSFC após a data de aplicação do Regulamento⁷.

No entanto, os PSFC autorizados ao abrigo do regime nacional poderão continuar a prestar serviços de financiamento colaborativo incluídos no âmbito do *RESFC*, de acordo com o regime nacional, até 10 de novembro de 2022 ou até que lhes seja concedida a autorização nos termos do artigo 12.º do Regulamento, conforme ocorra primeiro (artigo 48.º/ 1 *RESFC*). Acresce que durante o período transitório os Estados-Membro poderão instituir procedimentos simplificados para as entidades que, no momento em que iniciou a aplicação do *RESFC*, estavam já autorizados ao abrigo do regime nacional (artigo 48.º/ 2 *RESFC*).

Mas o *RESFC* e o *RJFC* não são inteiramente coincidentes. Em primeiro lugar, nos termos do seu artigo 1.º/ 2/ a), e do Considerando 8, o *RESFC* exclui do seu âmbito material a regulamentação dos serviços de *crowdfunding* em que o titular do projeto deva ser qualificado como consumidor, tal como definido no artigo 3.º/ a), da Diretiva 2008/48/EC, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de abril de 2008⁸, aplicável ao crédito a consumidores (*ie.*, uma pessoa singular que, em transações abrangidas pela Diretiva, esteja a atuar fora de um escopo comercial ou profissional).

Sendo o consumidor uma pessoa singular, a emissão de valores mobiliários para distribuição por plataformas de *crowdfunding* estaria excluída por natureza, (para efeitos do artigo 2.º/ a)/ ii) do *RESFC*). Mas também o *crowdfunding* baseado em empréstimos (para efeitos do artigo 2.º/ a)/ i) do *RESFC*) no qual o beneficiário, como mutuário, deva ser qualificado como consumidor, está excluído do âmbito do *RESFC*.

⁷ MARIJE LOUISE-ADAM PASARIBU, *Authorization and Supervision of Crowdfunding Service Providers*, em Pietro Ortolani and Marije Louise (ed.), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, 2021, p. 183; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Financiamento colaborativo e sociedades por quotas”, in RDS XIII, 2, 2021, p. 182. Ver também a resposta 2.1 da Comissão Europeia incluída nas perguntas e respostas da ESMA sobre *crowdfunding* (ESMA’s Q&A on crowdfunding), na versão atualizada de 10 de novembro de 2021, disponível em < <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-first-qas-crowdfunding>>.

⁸ Para uma explicação, EUGENIA MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma*, em “European Business Law Review” 32, 3, 2021, p. 565.

Diferentemente, o regime português inclui consumidores na definição de beneficiários de financiamento colaborativo, uma vez que nos termos do artigo 7.º do *RJFC* (todas) “as pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras, que tenham interesse em angariar fundos para as suas atividades ou projetos” são admitidos como beneficiários.

Com base nestes diferentes âmbitos, parece claro que os PSFC que facilitem a concessão de empréstimos em que o mutuário se qualifique como consumidor, desde que exista uma ligação relevante ao ordenamento português, deverão continuar a ser autorizados ao abrigo do *RJFC*, que continuará também a ser aplicável à atividade exercida por esses prestadores de serviços.

Ainda em relação ao *crowdfunding* por empréstimo, outra diferença deve ser destacada. Tendo em conta a definição de “empréstimo” prevista no artigo 2.º/ b) do *RESFC*⁹, que inclui uma obrigação incondicional de reembolsar o capital juntamente com juros, os contratos de empréstimo subordinados e empréstimos estruturados, com rendimentos indexados aos lucros de projetos, estarão excluídos do âmbito de aplicação do *RESFC*.¹⁰

Como tais contratos são admitidos no *RJFC*, enquadrando-se no seu âmbito, teremos de concluir que os PSFC que facilitem a concessão de empréstimos em que os empréstimos não incluam uma *obrigação incondicional* de reembolsar o capital conjuntamente com juros corridos (como empréstimos subordinados e empréstimos estruturados subordinados aos lucros de um projeto), e na medida em que haja uma ligação relevante com o ordenamento jurídico português, deverão ser autorizados ao abrigo do *RJFC* e do Regulamento 1/2016 da CMVM, que ainda permanecerão aplicáveis à atividade exercida por tais prestadores de serviços.

⁹ “[...] an agreement whereby an investor makes available to a project owner an agreed amount of money for an agreed period of time and whereby the project owner assumes an unconditional obligation to repay that amount to the investor, together with the accrued interest, in accordance with the instalment payment schedule”.

¹⁰ EUGENIA MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma*, em “European Business Law Review” 32, 3, 2021,, p. 566.

Em relação ao financiamento colaborativo de capital, tal como este está definido no *RJFC*, podemos também encontrar diferenças relevantes no escopo material dos dois regimes. O *RESFC* limita o seu âmbito à intermediação financeira à distribuição de valores mobiliários (*transferable securities*) e outros instrumentos admitidos para efeitos de *crowdfunding*. É, assim, claro que a distribuição de ações em sociedades anónimas de direito português está incluída no âmbito de aplicação do *RESFC*, sendo estas ações qualificadas como valores mobiliários. No entanto, a hipótese distribuição de outros tipos de participações sociais está, aparentemente, excluída.

Os instrumentos admitidos para efeitos de *crowdfunding* são os definidos na alínea n), do n.º 1, do artigo 2.º do *RESFC*: “em relação a cada Estado-Membro, participações numa sociedade de responsabilidade limitada que não estão sujeitas a restrições que as impeçam efetivamente de ser transferidas, incluindo restrições à forma como essas participações são oferecidas ou anunciadas ao público”.

No âmbito do *RJFC*, as quotas nas sociedades por quotas e contratos de diferentes características podem ser distribuídos dentro do modelo de *crowdfunding* de capital. Se a distribuição de contratos (que não se enquadrem na definição de “empréstimos” do artigo 2.º/ 1/ b)) parece claramente excluída do âmbito do *RESFC*, marcando uma diferença significativa com o *RJFC*, não é ainda claro se as quotas de sociedade por quotas podem ser consideradas “instrumentos admitidos para efeitos de *crowdfunding*”, na definição do *RESFC*, sem necessidade de uma alteração legislativa no regime aplicável às sociedades por quotas.

Com efeito, a necessidade do consentimento da sociedade para a cessão de quotas, como solução supletiva aplicável ao abrigo do Código das Sociedades Comerciais, e a exigência de registo comercial para tornar a cessão de quotas oponível a terceiros, como ocorre atualmente no quadro jurídico aplicável, pode razoavelmente suscitar dúvidas sobre se as quotas podem ser consideradas como não sujeitas a restrições que impeçam a sua transferência para fins de *crowdfunding*¹¹.

¹¹ Excluindo a possibilidade de qualificar as quotas das sociedades por quotas como “instrumentos admitidos” para efeitos do *RESFC*: JOÃO VIEIRA DOS SANTOS “Financiamento colaborativo e sociedades por quotas”, in RDS XIII, 2, 2021, pp. 192 e ss..

Em qualquer caso, pode afirmar-se seguramente que caso os PSFC pretendam distribuir participações sociais que não sejam qualificadas como valores mobiliários ou outros instrumentos admitidos para efeitos de *crowdfunding*, ou caso pretendam distribuir instrumentos de base contratual, e funcionamento de *quase-capital*, e na medida em que essa distribuição tenha uma ligação relevante com o ordenamento jurídico português, esses PSFC terão de estar habilitados ao abrigo do *RJFC* e do Regulamento n.º 1/2016 da CMVM, que continuarão a ser aplicáveis à atividade exercida por esses prestadores de serviços.

Outra diferença relevante diz respeito ao tratamento dos PSFC autorizados fora do espaço da União Europeia. De acordo com o artigo 3.º, n.º 1, do *RESFC*, apenas os prestadores de serviços de *crowdfunding* estabelecidos na União Europeia e autorizados como PSFC, nos termos do artigo 12.º, podem prestar serviços de *crowdfunding*, conforme estes estão definidos no *RESFC*. Diferentemente, o artigo 5.º/ 1 do *RJFC* não apresenta qualquer limitação em relação a empresas de países terceiros¹².

A ausência de um quadro para as empresas de países terceiros no *RESFC* significa apenas que as empresas de países terceiros que operam plataformas de *crowdfunding* terão de estabelecer uma ligação a um Estado-Membro¹³ para poderem operar no âmbito do *RESFC*, e não uma proibição para operar na União Europeia numa base transfronteiriça. Mas, nesse âmbito, os Estados-Membros têm a possibilidade de adotar regimes nacionais para condicionar o acesso de PSFC de países terceiros ao mercado doméstico¹⁴.

Assim, os PSFC não localizados na União Europeia, que pretendam prestar serviços *crowdfunding* previstos no *RJFC*, em Portugal, terão de ser autorizados ao abrigo do *RJFC* e do Regulamento 1/2016 da CMVM, cujas disposições continuam a ser aplicáveis à atividade exercida por

¹² LUÍS GUILHERME CATARINO, *Crowdfunding e Crowdinvestment: o regresso ao futuro?*, CEDIPRE online, 32, 2018, disponível em: <https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public_32.pdf>, 54.

¹³ EUGENIA MACCHIAVELLO *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, em "European Business Law Review" 32, 3, 2021, p. 580.

¹⁴ PETJA IVANOVA, *The Scope of the Crowdfunding Regulation and the Impact of Brexit*, in Pietro Ortolani and Marije Louise (ed.), "The EU Crowdfunding Regulation", OUP, 2021, p. 79.

esses prestadores de serviços (a menos que operem ao abrigo do regime da solicitação inversa).

III. Também a relevância do estudo sobre vendas, pelo público, de cripto-ativos, como forma de financiamento de atividades empresariais é manifesta.

Em Setembro de 2020, a Comissão Europeia divulgou uma proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de cripto-ativos (Regulamento MiCA), com um capítulo dedicado especificamente às ICOs e, portanto, ao financiamento com recurso à distribuição de *tokens*. Ainda neste âmbito, também a intermediação em processos de financiamento será objeto de regulação, no quadro da autorização de prestadores de serviços sobre ativos virtuais.

No considerando 2 da Proposta de Regulamento –, sobre a relevância para o financiamento empresarial, refere-se que *ao simplificar os processos de mobilização de capital e aumentar a concorrência, as emissões de criptoativos podem abrir caminho a uma forma mais barata, menos pesada e mais inclusiva de financiamento para as pequenas e médias empresas.*

Por outro lado, em 2017 e 2018, quando o enquadramento regulatório aplicável era ainda menos claro do que como hoje se apresenta, as ICOs foram responsáveis pela angariação, a nível mundial, de um montante global de, respetivamente, 9 e 7.6 mil milhões de dólares¹⁵. Muitos destes projetos foram financiados em poucos segundos, o que é revelador de eficácia desta forma de financiamento como meio de financiamento empresarial.

Quanto à complexidade jurídica dos temas implicados: estas ofertas públicas são apenas uma possível aplicação (ou caso de uso) de um fenómeno que hoje é uma realidade incontornável: DeFi, ou *decentralised finance*, ou seja, que é um termo genérico para referir a utilização de *aplicações descentralizadas* (Dapps) que, com recurso a *smart contracts*, prestam serviços financeiros numa camada de liquidação *blockchain*. Entre os quais - para além do financiamento implicado nas ICOs ou outras distribuições de *tokens* em mercado primário - temos ainda pagamentos, empréstimos,

¹⁵ Dados recolhidos em “tokens.economy.com” e não verificados.

ordens de negociação, investimentos e gestão de ativos, seguros, entre outros.

E a complexidade jurídica é evidente. Começando (i) pela qualificação dos cripto-ativos, para determinar quais os que já estão cobertos pela legislação em vigor (desde logo, aplicável aos serviços financeiros e à moeda eletrónica)¹⁶, (ii) a diferenciação do financiamento colaborativo, incluindo a eventual dificuldade em encontrar um intermediário que possa funcionar como *gatekeeper*; (iii) a dificuldade na proteção dos adquirentes de cripto-ativos, expostos a riscos muito diversos, onde avultam o risco de mercado (pela volatilidade dos ativos) e o risco cibernéticos; (iv) o regime jurídico/relevância jurídica dos *smart contracts*. Um novo continente se abre à investigação.

Só no que respeita ao tema da qualificação dos cripto-ativos, o relatório da *Securities and Exchange Commission*, relativo a ações de supervisão desde o último trimestre de 2013 ao último trimestre de 2020, relata que das 75 ações sancionatórias (*enforcement actions*) promovidas pela SEC, 2/3 respeitaram a ofertas não registadas de instrumentos financeiros (*securities*) que ocorreram sob a formulação de *Initial coin offerings*.

No contexto de produtos DeFi, sobre a qualificação dos cripto-ativos estão pendentes processo que farão história, entre os quais relativos ao token XPR emitido pela Ripple Lab e contra a *coin base*, e tendo o tema conhecido um novo impulso desde a nomeação do Prof. Gary Gensler como chairman da SEC.

A complexidade existe ainda no que respeita à articulação entre o *crowdfunding* e a venda de *tokens* pelo público. Quer o *crowdfunding*, quer o financiamento com recurso à venda de *tokens* através de ICOs, *initial coin offerings* ou IDOs, *initial dex offerings*, surgem no contexto da desintermediação possibilitada pela tecnologia e de independência face à regulamentação, aos reguladores e instituições financeiras tradicionais, permitindo um acesso rápido, barato e desburocratizado a financiamento por parte das empresas. Por outro lado, suprem a dificuldade que empresas recentes sem uma

¹⁶ Nesse âmbito, são muito relevantes as propostas feitas, sobre o Regulamento MiCA, pela Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu, em 17 de março deste ano, com impacto material na classificação dos cripto-ativos (e com relevo subsequente na determinação da legislação aplicável).

sustentabilidade comprovada têm em aceder ao financiamento tradicional, em especial após a crise de 2008 e de uma postura mais conservadora dos bancos. Promovem, ademais, o financiamento em fases iniciais do investimento que não captam o interesse dos financiadores tradicionais, mesmo quando nos referimos a *business angels* e *venture capital*. A razão da sua existência e as explicações para o seu sucesso são comuns.

Nos *token generated events*, as empresas financiam-se através da venda, *online*, pelo público em troca de moeda com curso legal (*fiat*) ou moedas virtuais de forte aceitação, de determinados *tokens* por elas emitidos. A distribuição pode ocorrer no site da empresa emitente, juntamente com a publicação de um *whitepaper*, onde pode ser encontrado o modelo de negócio que será desenvolvido pela sociedade emitente e que contém a descrição dos direitos que, relativamente plataforma e seu emitente, o *token* habilita o seu portador. O *token* é livremente programável pelo emitente e pode habilitar o portador às mais diversas vantagens – direito de voto relativamente ao projeto subjacente, direito a adquirir um PFP NFT em determinado jogo, direito de uso de determinada plataforma, entre outros.

Mas, recentemente tem-se notabilizado o modelo de distribuição de *tokens* P2P que implicam a utilização de plataformas intermediárias para o efeito, os assim chamados *launch pads*, que têm por missão a filtragem e divulgação dos projetos, divulgação das suas condições jurídicas e a recolha de intenções de participação no evento, ou *whitelisting*. Na base parece estar, precisamente, o modelo do financiamento colaborativo tradicional (financiamento pela *crowd*, com recurso à *internet*), mas desta feita utilizando ativos virtuais e a descentralização possibilitada pela tecnologia. Um dos maiores desafios que se coloca é o de saber como deverão ser enquadrados estes modelos ao abrigo da legislação europeia e da Portuguesa, à luz de instrumentos normativos que não foram concebidos, na origem, para cobrir o financiamento com recurso a ativos virtuais.

Apesar da intenção da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários de incluir no escopo do RESFC as ICO de *tokens* que qualificassem como valores mobiliários¹⁷, as ofertas de *tokens*, em sentido amplo, foram

¹⁷ EUGENIA MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, em "European Business Law Review" 32, 3, 2021,, p. 567 (34).

explicitamente excluídas do escopo do Regulamento. O Considerando 15 estabelece, a este propósito: “*Embora as ofertas iniciais de moeda virtual tenham potencial para financiar as PME e as empresas inovadoras em início de atividade e em fase de expansão, e possam acelerar a transferência de tecnologias, as suas características divergem consideravelmente das dos serviços de financiamento colaborativo regidos pelo presente regulamento*”.

Não é clara a aplicabilidade do RJFC às vendas de cripto-ativos, no mercado primário,¹⁸ pela utilização de plataformas especializadas¹⁹ que operam como intermediárias entre os vendedores e os compradores desses cripto-ativos.

Nos termos do artigo 1/ 1/ g) do Código dos Valores Mobiliários, a definição de *valores mobiliários* inclui, *inter alia*, documentos representativos de situações jurídicas homogêneas e suscetíveis de transmissão em mercado,²⁰ o que é potencialmente aplicável aos cripto-ativos²¹. A orientação da Comissão do Mercado e Valores Mobiliários (CMVM) é a de que a qualificação dos cripto-ativos como valores mobiliários depende de uma análise casuística e que, em particular um cripto-ativo poderá ser qualificado como um valor mobiliário se os seguintes requisitos se verificarem cumulativamente (i) for um documento que representa uma ou mais pretensões e natureza patrimonial; e (ii) for comparável, do ponto de vista do seu funcionamento, com os demais valores mobiliários.²²

¹⁸ MARCO DELL'ERBA, *Initial Coin Offerings. A Primer. The First Response of Regulatory Authorities*, NYU Journal of Law & Business, Vol. 14, 1109, julho, 2017, p. 4, disponível em < <https://ssrn.com/abstract=3063536> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3063536>>.

¹⁹ Como a Polkastarter, acessível em < <https://polkastarter.com/>>.

²⁰ Nos termos do artigo 1.º, do Código dos Valores Mobiliários.

²¹ Cfr. ANTÓNIO GARCIA ROLO, *As Criptomoedas como meio de financiamento e a Qualificação de Tokens*, em António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (ed.) “FinTech: Novos Estudos sobre Tecnologia Financeira”, Almedina, 2019, pp. 279-290.

²² Para uma abordagem geral sobre a qualificação de *tokens* e os respetivos problemas regulatórios, PHILLIP HACKER e CHRIS THOMALE, *The Crypto-Security: Initial Coin Offerings and EU Securities Regulation*, in Hacker, Lianos, Dimitropoulos e Eich (ed.) “Regulating Blockchain: Techo-social and Legal Challenges”, OUP, 2019, pp. 229-248; HOUMAN B. SHADAB, *Regulation of Blockchain Token Sales in the United States*, in Hacker, Lianos, Dimitropoulos e Eich (ed.) “Regulating Blockchain: Techo-social and Legal Challenges”, OUP, 2019, pp. 249-258; DIRK A. ZETTSCHKE, FILIPPO ANNUNZIATA, DOUGLAS W. ARNER, e ROSS P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, European Banking Insti-

Para efeito a comparabilidade referida anteriormente, será necessário incluir elementos que possam de alguma forma vincular o emitente a uma conduta que resulte numa expectativa de retorno financeiro para o investidor, incluindo: (i) o direito a um rendimento (por exemplo, se o cripto-ativo confere direito a dividendo ou a juros); ou (ii) a prática de atos pelo emitente ou uma entidade relacionada que sejam adequados a aumentar o valor do cripto-ativo.²³

Com base no referido anteriormente, é sustentável que o regime do *crowdfunding* será aplicável sempre que ocorrer o financiamento de projetos pela emissão e aquisição de *tokens* com uma idêntica estrutura e funcionamento a ações ou instrumentos de dívida emitidos por sociedades, na medida em que os ICOs, IDOs ou qualquer outra forma de venda de *tokens* ocorra no mercado primário e suportada pela intermediação de uma plataforma disponível na internet.²⁴ Tal sucede, na medida em que essa atividade será subsumível à atividade das plataformas, na intermediação do *crowdfunding* de capital ou por empréstimo, ao abrigo do artigo 3.º/ c) e d) do RJFC²⁵. Resta ainda a questão: e os *utility tokens*? Poderão integrar o *crowdfunding* de donativo ou recompensas?

tute Working Paper Series No. 2020/77, University of Luxembourg Law Working Paper Series No. 2020-018, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2020/059, 2020, disponível em <<https://ssrn.com/abstract=3725395> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3725395>>), 5; RAFFAELE BATTAGLINI and DAVIDE DAVICO, *Is the Crowdfunding Regulation Future-Proof?* in Pietro Ortolani and Marije Louise (ed.), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, 2021, pp. 137 ss.; FROMBERGER, *Technical and Factual Background*, in Maume, Maute and Fromberger (ed.) “The Law of Crypto Assets: a Handbook” Beck 2022, pp. 20 e ss.; ZICKGRAF, *Initial Coin Offerings (ICOs)*, in in Maume, Maute and Fromberger (ed.) “The Law of Crypto Assets: a Handbook” Beck 2022, pp. 174-226.

²³ Como decorre da resposta da CMVM às FAQ de entidades disponíveis em: https://www.cmvm.pt/en/Investor_area/Faq/Pages/QAs-Cryptoassets_entities.aspx.

²⁴ Sublinhando que a regulação do *crowdfunding* é potencialmente aplicável a STOs, Bank of Lithuania, Guidelines on Securities Token Offerings, October 2019, available at <https://www.lb.lt/uploads/consultations/docs/21877_57f454a0941b935920614c709cf9b937.pdf>, par. 5.

²⁵ Ainda em relação a ICOs, sublinhando os problemas decorrentes das diferenças na interpretação do conceito de *financial instrument* e *transferable security* ao abrigo da DMIF II ao nível dos Estados-Membro, cfr. MARTIN HOBZA and ANETA VONDRÁČKOVÁ, *The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II*, Charles Uni-

IV. Sobre estas e outras questões, poderá o leitor encontrar nesta monografia uma interessante reflexão. É, pois, uma obra que se recomenda a todos os títulos, quer pela importância dos temas, quer pelo carácter pioneiro da investigação que sobre os mesmos se dá em Portugal.

versity in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, November 6, 2020, disponível em <<https://ssrn.com/abstract=3725997>>, p. 9.

ÍNDICE

NOTA PRÉVIA	5
PREFÁCIO	7
RESUMO	21
ABSTRACT	23
LISTA DE ABREVIATURAS	25
PLANO DA TESE	29

Introdução	31
1. Enquadramento e importância do objeto de estudo	31
2. Sequência da exposição e método	38

PRIMEIRA PARTE – REGULAÇÃO DAS FORMAS DE FINANCIAMENTO *FINTECH*

I. Formas de Financiamento FinTech	45
1. O surgimento da <i>FinTech</i>	45
2. <i>FinTech</i> e financiamento alternativo	50
3. <i>FinTech</i> e financiamento de <i>startups</i>	55
4. As três vertentes da <i>FinTech</i>	60
II. Estratégias a Nível Governamental Relacionadas com as Formas de Financiamento <i>FinTech</i>	65
1. Plano de Ação da União dos Mercados de Capitais	65
1.1. O contexto histórico dos modelos anglo-saxónico e continental	68
1.2. O objetivo do financiamento das PME	73

609

1.3. O investimento a longo prazo e os mercados de titularização	77
1.4. O fomento da concorrência	80
1.5. Revisão intercalar e novo plano de ação	82
2. Estratégia para o Mercado Único Digital na União Europeia e o Pacote de Serviços Digitais	83
3. Os Planos de Ação <i>FinTech</i> e o Pacote dos Serviços Financeiros Digitais	87
4. A Estratégia Europeia para as Finanças Sustentáveis	90
5. Estratégia Nacional de Transição Digital, incentivos públicos às <i>startups</i> e PME em Portugal e o programa “Capitalizar”	91
6. Zonas livres tecnológicas	105
7. A agenda “ <i>Better Regulation</i> ” da Comissão Europeia, o programa “Legislar Melhor” e o processo de Lamfalussy	109
III. Estratégias a Nível Regulatório sobre <i>FinTech</i>	121
1. Entidades reguladoras e <i>FinTech</i>	121
2. O Sistema Europeu de Supervisão Financeira	125
3. <i>Soft Law</i>	132
4. Autorregulação	134
5. <i>RegTech</i>	138
6. <i>SupTech</i>	148
7. <i>Innovation Hubs</i>	151
8. <i>Regulatory sandboxes</i>	156
IV. Enquadramento das Estratégias Governamentais e Regulatórias <i>FinTech</i> no Sistema Jurídico Nacional	169
1. Enquadramento no Direito da União Europeia e no Direito Constitucional	169
2. Princípios estruturantes da regulação da <i>FinTech</i>	181
2.1. Princípio da proporcionalidade	182
2.2. Princípio da igualdade	186
2.3. Princípio da neutralidade tecnológica	188
2.4. Princípio “ <i>same activity-same risks-same rules</i> ”	190
3. Missões estatutárias das entidades reguladoras financeiras	191
4. Enquadramento dos instrumentos regulatórios <i>Fintech</i> no sistema jurídico nacional	193
5. Uma regulação baseada em princípios para a <i>FinTech</i> ?	207

V. Uma Abordagem Regulatória para as Formas de Financiamento Empresarial <i>FinTech</i>	231
1. A « <i>intermediação financeira infinita</i> » enquanto função social e económica	231
2. A promoção da inovação enquanto factor de crescimento económico e exigência de interesse público	259
3. Quando e como deve o legislador intervir?	269
4. O recurso às <i>regulatory sandboxes</i>	277

SEGUNDA PARTE – REGULAÇÃO DO *CROWDFUNDING*

I. Fundamentos Básicos do <i>Crowdfunding</i>	285
1. O advento e a noção genérica de <i>Crowdfunding</i>	285
2. Sujeitos intervenientes	293
3. Benefícios e riscos do <i>Crowdfunding</i>	296
3.1. Para os promotores	296
3.2. Para os financiadores	297
3.3. Riscos do <i>Crowdfunding</i>	298
4. Modalidades de <i>Crowdfunding</i>	299
4.1. <i>Crowdfunding</i> através de donativo	300
4.2. <i>Crowdfunding</i> com recompensa	301
4.3. <i>Crowdfunding</i> de capital	303
4.4. <i>Crowdfunding</i> por empréstimo	305
II. Abordagens Regulatórias ao <i>Crowdfunding</i>	309
1. A Legislação e regulamentação portuguesa	309
1.1. Regime jurídico do financiamento colaborativo	310
1.2. O Regulamento da CMVM n.º 1/2016	314
2. Abordagem regulatória de outros países	318
3. O Regulamento (UE) 2020/1503	327
3.1. Objetivos, âmbito e entrada em aplicação	329
3.2. Requisitos e deveres dos prestadores de serviços de <i>Crowdfunding</i>	333
3.3. Admissibilidade da gestão discricionária e do mercado secundário	338
3.4. Proteção dos investidores	340
III. Enquadramento do <i>Crowdfunding</i> no Sistema Jurídico Nacional	343
1. <i>Crowdfunding</i> , figuras aplicáveis e figuras de fronteira	343

1.1. <i>Crowdfunding</i> e subscrição pública	344
1.2. <i>Crowdfunding</i> e ofertas públicas de valores mobiliários	347
1.3. <i>Crowdfunding</i> e intermediação financeira	350
1.4. <i>Crowdfunding</i> e formas organizadas de negociação	354
1.5. <i>Crowdfunding</i> e organismos de investimento coletivo	356
1.6. <i>Crowdfunding</i> e contrato de cessão do direito ao dividendo	363
1.7. <i>Crowdfunding</i> e contrato de associação em participação	365
1.8. <i>Crowdfunding</i> e contrato de mútuo pecuniário	367
1.9. <i>Crowdfunding</i> e contrato de mútuo bancário	370
1.10. <i>Crowdfunding</i> e cessão de créditos	371
1.11. <i>Crowdfunding</i> e <i>Invoice Trading</i>	373
1.12. <i>Crowdfunding</i> e titularização de créditos	380
1.13. <i>Crowdfunding</i> , contrato de mandato e contrato de mediação	383
2. Que regime específico para o <i>Crowdfunding</i> ?	387
3. Elementos essenciais e distintivos do <i>Crowdfunding</i>	388
4. Âmbito subjetivo do <i>Crowdfunding</i>	391
4.1. Beneficiários	392
4.2. Investidores	394
4.3. Plataformas	398
5. Âmbito objetivo do <i>Crowdfunding</i>	399
5.1. Atividades de financiamento	400
5.2. Proteção do investidor e limites ao investimento	413
5.3. Admissibilidade da gestão discricionária e do mercado secundário	416

TERCEIRA PARTE – REGULAÇÃO DAS *INITIAL COIN OFFERINGS*

I. Fundamentos Básicos das <i>Initial Coin Offerings</i>	431
1. O Advento e a Noção das <i>Initial Coin Offerings</i>	431
2. O funcionamento das DLT	434
2.1. Os mecanismos de consenso	440
2.2. <i>Smart contracts</i>	442
3. Estrutura das <i>Initial Coins Offerings</i>	445
4. Tipologia dos criptoativos	450
4.1. <i>Utility Tokens</i>	450
4.2. <i>Currency Tokens</i>	451

4.3. <i>Security Tokens</i>	451
4.4. <i>Hybrid Tokens</i>	451
4.5. <i>Non-fungible Tokens</i>	452
5. Finanças descentralizadas	453
II. Abordagens Regulatórias às <i>Initial Coin Offerings</i>	457
1. A Abordagem da CMVM	457
2. A Abordagem regulatória de outros países	459
3. Recomendações da ESMA e da EBA	465
4. Proposta de Regulamento Europeu sobre o Mercado de Criptoativos (MiCA)	468
5. Proposta de Regulamento Europeu sobre o regime piloto para a utilização de DLT em estruturas de mercado (DLT Pilot Regime)	482
III. Enquadramento jurídico das <i>Initial Coin Offerings</i> no Sistema Jurídico Nacional	493
1. <i>Initial Coin Offerings</i> , figuras aplicáveis e figuras de fronteira	493
1.1. <i>Initial Coin Offerings</i> e ofertas públicas de valores mobiliários	493
1.2. <i>Initial Coin Offerings</i> e <i>Crowdfunding</i>	495
2. Qualificação jurídica dos criptoativos	497
2.1. Os criptoativos enquanto representações de moeda	499
2.2. Os criptoativos enquanto representações de instrumentos financeiros	504
3. A aplicação das DLT nas estruturas de mercado	521
4. Um regime específico para as <i>Initial Coin Offerings</i> ?	527
SÍNTESE CONCLUSIVA	539
BIBLIOGRAFIA	545