

REVISTA DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE LISBOA

LISBON LAW REVIEW



Número Temático: Tecnologia e Direito

ANO LXIII

2022

NÚMEROS 1 E 2

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

LISBON LAW REVIEW

COMISSÃO CIENTÍFICA

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

DIRETOR

M. Januário da Costa Gomes

COMISSÃO DE REDAÇÃO

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

SECRETÁRIO DE REDAÇÃO

Guilherme Grillo

PROPRIEDADE E SECRETARIADO

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

EDIÇÃO, EXECUÇÃO GRÁFICA E DISTRIBUIÇÃO LISBON LAW EDITIONS

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

ISSN 0870-3116

Depósito Legal n.º 75611/95

Data: Outubro, 2022

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

ESTUDOS DE ABERTURA

-
- Guido Alpa
19-34 On contractual power of digital platforms
Sobre o poder contratual das plataformas digitais

-
- José Barata-Moura
35-62 Dialéctica do tecnológico. Uma nótula
Dialectique du technologique. Une notule

ESTUDOS DOUTRINAIS

-
- Ana Alves Leal
65-148 Decisões, algoritmos e interpretabilidade em ambiente negocial. Sobre o dever de explicação das decisões algorítmicas
Decisions, Algorithms and Interpretability in the Context of Negotiations. On the Duty of Explanation of Algorithmic Decisions

-
- Ana María Tobío Rivas
149-215 Nuevas tecnologías y contrato de transporte terrestre: los vehículos automatizados y autónomos y su problemática jurídica
Novas tecnologias e contrato de transporte terrestre: veículos automatizados e autónomos e seus problemas jurídicos

-
- Aquilino Paulo Antunes
217-236 Avaliação de tecnologias de saúde, acesso e sustentabilidade: desafios jurídicos presentes e futuros
Health technology assessment, access, and sustainability: present and future legal challenges

-
- Armando Sumba
237-270 *Crowdfunding* e proteção do investidor: vantagens e limites do financiamento colaborativo de empresas em Portugal
Crowdfunding and investor protection: the advantages and limits of business crowdfunding in Portugal

-
- Diogo Pereira Duarte
271-295 O Regulamento Europeu de *Crowdfunding*: risco de intermediação e conflitos de interesses
The European Crowdfunding Regulation: intermediation risk and conflicts of interests

-
- Eduardo Vera-Cruz Pinto
297-340 Filosofia do Direito Digital: pensar juridicamente a relação entre Direito e tecnologia no ciberespaço
Digital Law Philosophy: thinking legally the relation between Law and Technology in the Cyberspace

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

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

VULTOS DO(S) DIREITO(S)

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

JURISPRUDÊNCIA CRÍTICA

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

VIDA CIENTÍFICA DA FACULDADE

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

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

LIVROS & ARTIGOS

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

O Regulamento Europeu de *Crowdfunding*: risco de intermediação e conflitos de interesses

The European Crowdfunding Regulation: intermediation risk and conflicts of interests

Diogo Pereira Duarte*

Resumo: Neste texto analisamos o artigo 8.º do Regulamento Europeu de *Crowdfunding*, preceito que estabelece as exigências organizacionais, para os prestadores de serviços de *crowdfunding*, sobre conflito de interesses. O *crowdfunding*, do ponto de vista da atividade desenvolvida pela plataforma, é um serviço de intermediação, que “consiste em fazer corresponder os interesses dos investidores e os dos promotores de projetos em matéria de financiamento de entidades”. As plataformas colocam-se entre beneficiários e fornecedores de recursos financeiros atuando, por conta de clientes, sem arriscarem seus ativos. A relação estabelecida entre estes sujeitos pode ser qualificada como uma relação de “agente-principal”. As assimetrias de informação e os riscos de crédito e de investimento podem ser potenciados se os incentivos dos investidores e os dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo não estiverem alinhados. Neste texto, analisamos os requisitos impostos pelo Regulamento Europeu de *Crowdfunding* quanto ao dever de prevenir e mitigar conflitos de interesses potencialmente prejudiciais para os clientes das plataformas.

Abstract: In this text we analyse Article 8 of the European Crowdfunding Regulation, which provides for organizational measures on conflict of interests applicable to crowdfunding services providers. Crowdfunding, from the perspective of the activity performed by the platform, is an intermediation service, which consists in the “matching of business funding interests of investors and project owners”. Platforms go between users and suppliers of financial resources, acting on behalf of their clients without risking their own assets. Their relationship can be generally modelled as a principal-agent relationship. Information asymmetries, and credit and investment risk, can be exacerbated if the incentives investors and crowdfunding services providers face are not aligned. In this text, we analyse the several requirements imposed by the Crowdfunding European Regulation to prevent and mitigate conflicts of interests potentially detrimental to crowdfunding services providers’ clients.

* Professor Auxiliar da Faculdade de Direito de Lisboa | Investigador do Centro de Investigação de Direito Privado. ORCID ID: 0000-0001-6360-1629.

Palavras-chave: Financiamento colaborativo; risco de intermediação; conflitos de interesses; políticas internas; controlo interno.

Keywords: Crowdfunding; intermediation risk; conflicts of interest; internal policies; internal control.

Sumário: 1. O *crowdfunding*: a. O *crowdfunding* e os seus diferentes modelos; b. A regulação do *crowdfunding*. 2. O Regulamento Europeu de *Crowdfunding*: a. Início de vigência e razão de ser; b. O impacto no regime nacional; c. As diferenças e a articulação necessária. 3. Conflitos de interesses no RESFC: a. Breve referência ao processo legislativo; b. Considerandos e disposições relacionadas; c. Antecedentes legislativos: conflitos de interesses no setor financeiro; d. O Artigo 8.º do RESFC: (i) racional e objetivos de política legislativa; (ii) participação em ofertas; (iii) proibições para pessoas relacionadas; (iv) regras internas e medidas organizacionais; (v) tipos de conflitos de interesses e medidas adequadas; (vi) deveres de divulgação. 4. Que alterações para os PSFC?

1. O *crowdfunding***

a. O *crowdfunding* e os seus diferentes modelos

O *crowdfunding*¹ pode ser explicado com recurso ao conceito mais amplo de *crowdsourcing*, que se define como um modelo de negócio em que entidades promotoras

** Lista das principais abreviaturas utilizadas: CCAF: Cambridge Centre for Alternative Finance; CEDIPRE: Centro de Estudos de Direito Público e Regulação; CMVM: Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários; CRD: Diretiva dos Requisitos de Capital; CVM: Código dos Valores Mobiliários; DDS: Diretiva de Distribuição de Seguros; DMIF: Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros; EBLR: European Business Law Review; ECFR: European Company and Financial Law Review; HUP: Harvard University Press; OUP: Oxford University Press; PSFC: Prestador de Serviços de Financiamento Colaborativo; RDS: Revista de Direito das Sociedades; RESFC: Regulamento Europeu de Serviços de Financiamento Colaborativo; RGICSF: Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras; RJFC: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo.

¹ Ou *financiamento colaborativo*, como traduziu o legislador português na Lei 102/2015, de 24 de agosto, que consagra o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo. A intenção parece ter sido a de relacionar o *crowdfunding* com a ideia, mais global, de economia colaborativa. A expressão é bastante semelhante à espanhola *financiación participativa* e à francesa *financement participatif*. Sobre o processo legislativo do regime português, DIOGO PEREIRA DUARTE, *Response to the Commission consultation paper on FinTech: a more competitive and innovative financial sector* (2017) IX 3 RDS, p. 716 e *Financiamento Colaborativo de Capital: 'Equity-Crowdfunding'*, em António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (ed.) "Fintech: Desafios da Tecnologia Financeira", 2ª ed., Almedina, 2019, p. 304; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial Fin Tech – em especial: o crowdfunding e as Initial Coin Offerings*, Almedina, 2022, pp. 309 e ss.; FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2.ª ed, Almedina, 2019, p. 53; VASCO COSTA, *A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou "crowdfunding" – em especial, o caso português*, em "Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários" 59, 2018, p. 23.

de quaisquer projetos obtêm os recursos de que necessitam, e que tradicionalmente seriam desenvolvidos por colaboradores contratados ou outros meios próprios, através de contribuições subsequentes a uma solicitação dirigida a vasta rede de pessoas, em especial uma comunidade *online* (a *crowd*)². Nessa sequência, o *crowdfunding* pode ser caracterizado como um método, relativamente recente e ainda em evolução, de utilizar uma plataforma na *internet* para aceder às contribuições financeiras de pessoas ligadas em rede com o objetivo de financiamento de atividades ou projetos³.

O financiamento colaborativo, não obstante a variabilidade e mutabilidade dos modelos em que se concretiza, pressupõe tipicamente: (i) uma campanha dirigida ao público através do *upload* de um vídeo de apresentação (*pitch*) numa plataforma na *internet*; (ii) com o objetivo de se obterem fundos para um projeto específico; (iii) na sequência da qual os financiadores (*backers*), aceitando financiar o projeto, enviarão fundos para os promotores dos projetos (*project owners*), as entidades financiadas; (iv) por uma, ou várias, das seguintes modalidades: donativos; recompensa; capital; e empréstimo.

Da noção mais vasta de financiamento colaborativo pode ser destacada uma noção restrita de *crowdfunding* financeiro ou, na expressão inglesa, *financial-return crowdfunding*, que se traduz no financiamento também com recurso a uma plataforma na *internet*, mas que implica tipicamente a atribuição de partes representativas do capital social, partilha de lucros ou dividendos, ou a remuneração de um empréstimo que seja feito aos financiados⁴. Trata-se, pois, de investimento feito na expectativa de retorno financeiro.

² Cfr. XIAOMING ZHU, BINGYING SONG, YINGZI NI, et al, *Outsourcing and crowdsourcing – from building all-round capabilities to outsourcing and crowdsourcing*, em Xiaoming Zhu, Bingying Song, Yingzi Ni, et al. (ed.) “Business trends in the digital era, evolution of theories and applications”, Springer, 2016, p. 103. Ver a definição de MARION K. POETZ e MARTIN SCHREIRER, *The value of crowdsourcing: Can users really compete with professionals in generating new products ideas?*, em “Journal of Product Innovation Management”, 29 (2), março 2012, pp. 245-256, em que *crowdsourcing* é definido como sendo a contribuição da *crowd* para a criação ou realização de uma ideia de negócio.

³ Para uma desenvolvida introdução ao *crowdfunding*, cfr. STEVEN BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities law*, em “Columbia Business Law Review”, 2012, pp. 1-150.

⁴ Sobre os diferentes tipos de *crowdfunding*, ver Capítulo 1 (por EUGENIA MACCHIAVELLO), em Eugenia Macchiavello (ed.) “Regulation on European Crowdfunding Service Providers for business: a commentary”, Elgar Commentaries in Financial Law Series, 2022 (no prelo), par. 1.02-1.03; PIETRO ORTOLANI-MARIJE LOUISE, *Introduction: keep calm and Continue Crowdfunding* em Pietro Ortolani and Marije Louise (ed.), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, 2021 p. 31. Em português, LUÍS ROQUETTE GERALDES e FRANCISCA SEARA CARDOSO, *Uma revolução chamada crowdfunding*, em “IV Congresso Direito das Sociedades em Revista”, Almedina, 2016, p. 495; LUÍS GUILHERME CATARINO, *Crowdfunding e Crowdinvestment: o regresso ao futuro?*, março 2017, CEDIPRE online, 32, p. 13; DIOGO PEREIRA DUARTE, *Financiamento...* (nota 1), p. 279; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, (nota 1), pp. 299 e ss..

b. A regulação do *crowdfunding*

A regulação do *crowdfunding* enfrenta problemas e tem objetivos de natureza muito diversa. A questão assume particular importância, na perspetiva dos financiadores, quando estamos perante financiamento na expectativa de retorno financeiro. Nesse caso, para além dos genéricos riscos de fraude⁵ ou riscos de intermediação em geral, nos quais avulta o problema de risco de conflito de interesses⁶, podemos encontrar riscos específicos do investimento, que são potenciados pela sua incidência sobre pessoas que podem não estar preparadas para os prever, mitigar e, no limite, suportar.

No *crowdfunding* financeiro procura-se facultar aos interessados, em particular às pequenas empresas em fase inicial da sua atividade, o acesso a um novo instrumento de financiamento, ou seja, o *crowdfunding* é um meio de financiamento de atividades e projetos, em especial no domínio empresarial. Mas essa possibilidade de encontrar no *crowdfunding* uma fonte alternativa de financiamento, de origem não bancária, ou que não é tradicional nos mercados financeiros, não pode esquecer que a *crowd* é composta essencialmente por investidores não profissionais e que, então, o incentivo ao investimento necessita de ser articulado com as exigências de proteção dos investidores de retalho ou não profissionais/sofisticados. Isto é assim, em particular, porque aos riscos específicos da intermediação se associa a circunstância de que se proporciona ao público, na generalidade dos casos, o investimento em sociedades ou em instrumentos não admitidos à negociação em mercados regulamentados em que a liquidez é, conseqüentemente, bastante reduzida⁷.

Para mitigar os riscos, e geralmente associada a um objetivo de não comprometer inovação, a regulação do *crowdfunding* financeiro foi crescendo no panorama mundial. São marcas comuns dos regimes existentes a tónica na informação a disponibilizar aos investidores mas, também, a organização interna dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo. A ideia é a de que um robusto sistema de governo interno acaba também, em última linha, por proteger os investidores.

⁵ Para um estudo empírico sobre casos de fraude em campanhas de *crowdfunding*, em especial nos donativos e recompensas, por serem os casos mais frequentes, cfr. DOUGLAS CUMMING, LARS HORNUEF, MOEIN KARAMI e DENIS SCHWEIZER, *Disentangling crowdfunding from fraudfunding*, em “Journal of Business Ethics”, 2021, em especial a nota 4, relativa a 2 campanhas de *equity-crowdfunding* reportadas como fraudulentas.

⁶ Ver o nosso Capítulo 9, em Eugenia Macchiavello (ed.) “Regulation on European Crowdfunding Service Providers for business: a commentary”, Elgar Commentaries in Financial Law Series, 2022 (no prelo).

⁷ ESMA, “Advice Investment-based crowdfunding” ESMA/2014/1560 par. 31 e ss..

Neste último âmbito, merece papel de relevo a regulação dos conflitos de interesses, tema que é o objeto do presente artigo.

2. O Regulamento Europeu de *Crowdfunding*

a. Início de vigência e razão de ser

A regulação nacional do *crowdfunding* financeiro é essencialmente resultante da Lei 102/105, de 24 de agosto e do Regulamento n.º 1/2016, da CMVM, que, no que respeita ao *crowdfunding* financeiro, entrou em vigor a 10 de fevereiro de 2018, por força da Lei 3/2018, de 3 de fevereiro.

Com estes antecedentes no Direito pátrio, no passado dia 10 de novembro de 2021 entrou em vigor o Regulamento 2020/1503, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, que estabelece um regime uniforme aplicável ao *crowdfunding* na União Europeia.

Este Regulamento “relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades”⁸ (Regulamento Europeu de Serviços de Financiamento Colaborativo, de ora em diante RESFC) surge num contexto de crescente importância das plataformas de *crowdfunding* nos Estados-Membros da UE⁹ e no quadro de um cenário de crescente fragmentação legislativa e arbitragem regulatória.

Desde 2013, vários Estados-Membros desenvolveram diferentes regimes para regular o *crowdfunding*, o que levou a Comissão Europeia a considerar que a falta de harmonização desta matéria na União Europeia criava restrições efetivas ao desenvolvimento do *crowdfunding* transfronteiriço¹⁰. Para operar de forma transfronteiriça

⁸ Na versão inglesa: *on European crowdfunding service for business*, sendo usualmente referido pela utilização do acrónimo ECSPR.

⁹ Para dados quantitativos sobre o desenvolvimento do mercado, cfr. CCAF, *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* (2021).

¹⁰ De acordo com o Considerando 6, do RESFC: “As diferenças entre as regras nacionais em vigor são tais que obstam à prestação transfronteiriça de serviços de financiamento colaborativos, tendo, portanto, um efeito direto no funcionamento do mercado interno desses serviços. Em especial, o facto de o regime jurídico estar fragmentado pelas fronteiras nacionais cria obstáculos jurídicos substanciais para os investidores não profissionais, que frequentemente se deparam com dificuldades para determinarem as regras aplicáveis aos serviços de financiamento colaborativo transfronteiriços. Por conseguinte, esses investidores são muitas vezes desencorajados de efetuar investimentos transfronteiriços através de plataformas de financiamento colaborativo. Pelas mesmas razões, os prestadores de serviços de financiamento colaborativo que operam tais plataformas são dissuadidos de oferecer os seus serviços noutros Estados-Membros que não aquele em que se encontram estabelecidos. Em consequência, os serviços de financiamento colaborativo permaneceram em larga medida, até agora,

um prestador de serviços de financiamento colaborativo teria de obter autorização em diferentes Estados-Membros e de se sujeitar aos diferentes requisitos específicos de cada um desses ordenamentos, o que se tornava, *de facto*, impraticável. A fragmentação legislativa estaria também, conseqüentemente, a dificultar o cumprimento dos objetivos do Plano de Ação da União dos Mercados de Capitais¹¹. Finalmente, o principal fundamento económico do *crowdfunding*, que reside nas economias de escala geradas no mercado de cauda longa (*long-tail market*), é contraditório com a natureza local imposta pela fragmentação legislativa.

Estes fatores levaram à conclusão de que seria necessário harmonizar o regime do *crowdfunding*, no plano da União Europeia (ver considerando 7 do RESFC)¹², o que se afigura ainda consistente com os objetivos do Mercado Único Digital e da Estratégia de Finanças Digitais da EU¹³.

Assim, em 8 de março de 2018 foi apresentada a proposta da Comissão Europeia¹⁴ sobre a matéria e, após alterações decorrentes das posições do Parlamento Europeu e do Conselho, e das negociações trilaterais, o RESFC foi formalmente adotado em 7 de outubro de 2020 e publicado no Jornal Oficial da União Europeia em 20 de outubro de 2020¹⁵, implementando um regime uniforme aplicável às

confinados ao nível nacional, em detrimento de um mercado de financiamento colaborativo em toda a União, privando assim as entidades do acesso a serviços de financiamento colaborativo, especialmente nos casos em que essas entidades operam em mercados nacionais de menor dimensão”. Sobre o assunto, ver o nosso, *Response to the Commission consultation paper on FinTech: a more competitive and innovative financial sector*, em RDS IX, 3, 2017, p. 716.

¹¹ EUGENIA MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Regulation in the Context of the Capital Markets Union*, em Pietro Ortolani and Marije Louise (ed.), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, 2021, pp. 52 e ss..

¹² “A fim de promover os serviços de financiamento colaborativo transfronteiriços e de facilitar o exercício da liberdade de prestar e receber serviços de financiamento colaborativo no mercado interno, é necessário eliminar os atuais obstáculos ao bom funcionamento do mercado interno de prestação de serviços de financiamento colaborativo e garantir um nível elevado de proteção dos investidores, estabelecendo um regime jurídico ao nível da União”.

¹³ Comissão Europeia, “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre uma estratégia de fianças digitais para a EU” (COM(2020) 591 final), p. 5.

¹⁴ A proposta foi apresentada no âmbito do *FinTech Action Plan*, e discutida em primeira mão em Lisboa, na conferência internacional organizada pelo Centro de Investigação de Direito Privado, da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa e da CMVM, “I Jornadas de Crowdfunding – financiamento colaborativo de capital e por empréstimo”, que decorreram no dia 20 de março de 2018, e incluiu a apresentação da Proposta feita pelo Dr. Ivan Kuznetsov, da DG Estabilidade Financeira, Serviços Financeiros e União dos Mercados de Capitais. Os vídeos da conferência estão disponíveis no sítio de internet do Centro de Investigação de Direito Privado.

¹⁵ Sobre o processo legislativo, cfr. EUGENIA MACCHIAVELLO (nota 4), par. 1.19 ss. e bibliografia citada.

plataformas de *crowdfunding* na União Europeia e prevendo um regime de “passaporte Europeu” destinado a possibilitar as atividades transfronteiriças¹⁶.

b. O impacto no regime nacional

Desde 10 de novembro de 2021, data da sua aplicação na União Europeia, o RESFC provocou uma modificação substancial no regime aplicável ao *crowdfunding* em Portugal. Nos termos do artigo 288.º, n.º 2, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, um “/.../ regulamento tem aplicação geral. É obrigatório em todos os seus elementos e diretamente aplicável em todos os Estados-Membros”.

De acordo com o princípio da cooperação leal, consagrado no artigo 4.º, n.º 3, do Tratado, 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 referidas *supra* 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 Europeia¹⁷, é diretamente aplicável em Portugal e, nesse âmbito, tacitamente substitui e complementa o regime nacional¹⁸.

A precedência do RESFC é a justificação implícita para as regras transitórias que encontramos no artigo 48.º do RESFC. De facto, resulta dessas disposições transitórias que após o início de aplicação do RESFC (10 de novembro de 2021, nos termos do seu artigo 52.º), os PSFC que pretendam prestar serviços cobertos pelo âmbito de aplicação do RESFC não poderão ser autorizados ao abrigo do regime nacional, e que esse regime deixará de ser aplicável à atividade do PSFC após a data de aplicação do RESFC¹⁹.

¹⁶ 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. 171.

¹⁷ Cfr. Caso C-6-64 *Flaminio Costa contra ENEL*, e caso C-34/73 *Fratelli Variola S.p.A. v Amministrazione italiana delle Finanze*.

¹⁸ PIETRO ORTOLANI-MARIJE LOUISE, *Introduction: keep calm and Continue Crowdfunding*, em Pietro Ortolani and Marije Louise (ed.), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, p. 31.

¹⁹ MARIJE LOUISE-ADAM PASARIBU, (nota 16), 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.

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 esse regime, até 10 de novembro de 2023 ou até que lhes seja concedida a autorização nos termos do artigo 12.º do RESFC, conforme ocorra primeiro (artigo 48.º, n.º 1, do RESFC, e Regulamento Delegado da Comissão Europeia, de 12 de julho de 2022 C(2022) 4835 final). 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, n.º 2, do RESFC).

c. As diferenças e a articulação necessária

Em matéria comportamental, o RESFC apresenta diferenças significativas relativamente ao regime português, muito em especial no que se refere à proteção dos investidores, o que implicará um esforço de adaptação para os PSFC já autorizados.

O regime português, por inspiração norte-americana, fez essencialmente assentar a proteção do investidor no estabelecimento de limites aos investimentos²⁰. Diferentemente, o RESFC, onde esses limites não existem, estabeleceu a proteção com base numa matriz de Direito Europeu, incluindo no que se refere ao Direito do Consumo. Encontramos, assim, diversas medidas alternativas e regras de conduta que implicarão um esforço de adaptação: (i) o dever de realizar um mínimo de *due diligence* sobre os oferentes (artigo 5.º do RESFC); (ii) no que respeita a informação, o dever de divulgar os critérios de seleção de projetos (artigo 19.º, n.º 1, do RESFC), as metodologias de avaliação de risco de crédito de formação de preços (artigo 19.º, n.º 6, do RESFC), o dever de informar sobre taxas de incumprimento (artigo 20.º, do RESFC), e de divulgar informação fundamental ao nível da plataforma (artigo 24.º, do RESFC); (iii) o dever de realizar um teste de conhecimentos para admissão e uma simulação sobre a capacidade para suportar perdas (artigo 21.º, do RESFC); e (iv) o dever de consagrar um período de reflexão pré-contratual, aplicável a investidores não sofisticados (artigo 22.º, do RESFC), entre outros.

Neste texto vamos circunscrever a nossa análise sobre as diferenças que, em matéria de organização interna dos PSFC, foram introduzidas pelo RESFC num tema essencial na organização interna e na proteção dos clientes dos PSFC: o tema dos conflitos de interesses.

²⁰ Para uma análise de Direito Comparado, ver o nosso *Financiamento...*(nota 1), pp. 286 e ss..

3. Conflitos de interesses

a. Breve referência ao processo legislativo

O Capítulo II do RESFC estabelece quais os requisitos organizacionais e operacionais aplicáveis aos PSFC²¹. Entre os diversos requisitos relativos a “gestão eficaz e prudente”, encontramos deveres sobre prevenção e gestão de conflitos de interesses²². Esses deveres resultam, sobretudo, do que se dispõe no artigo 8.º.

O tema dos conflitos de interesses foi inicialmente incluído no artigo 7º da proposta da Comissão Europeia²³, com uma diferença relevante relativamente ao que acabou por resultar no texto final do RESFC. De facto, o artigo 7.º, n.º 2, da proposta da Comissão, proibia que os PSFC pudessem aceitar como clientes (tanto como investidores quanto como promotores de projetos) as suas “partes relacionadas”. Na sequência da alteração que resultou na segunda parte do n.º 2 do artigo 8.º, o RESFC passou a admitir que, desde que prestadas as informações adequadas, os titulares de participações qualificadas, os membros dos órgãos sociais, os trabalhadores e outras partes relacionadas, possa ser investidores nos projetos a serem financiados. Essa alteração resultou da posição do Conselho em primeira leitura²⁴.

Nos termos do artigo 8.º, n.º 7, do RESFC, a ESMA deveria apresentar à Comissão Europeia um projeto de regras técnicas (ou *Regulatory Technical Standards*, de ora em diante RTS), especificando: (i) os requisitos para a manutenção e funcionamento das regras internas referidas no artigo 8.º, n.º 3; (ii) as medidas destinadas a prevenir, identificar, gerir e divulgar os conflitos de interesse referidos

²¹ Cfr. Sobre o tema, KITTY LIEVERSE e WENDY PRONK, *Organizational and Operational Requirements for Crowdfunding Services Providers* em Pietro Ortolani and Marije Louise (eds), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, 2021, pp. 187 e ss..

²² As disposições sobre conflitos de interesses são essenciais porque “os conflitos de interesses podem minar seriamente a função vital, mas delicada, dos prestadores de serviços de *crowdfunding* como intermediários neutros entre financiadores e os captadores de fundos, pondo em causa o carácter essencial dessa intermediação”: PANAGIOTIS STAIKOURAS, *The European Union Proposal for a Regulation on Cross-Border Crowdfunding Services: A Solemn or Pie-Crust Promise?*, 31(6) EBLR, 2020, p.1081.

²³ Comissão Europeia, “Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às empresas (ECSP)” COM (2018) 113 final.

²⁴ Conselho da União Europeia, “Posição do Conselho em primeira leitura com vista à adição de um Regulamento [...] relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às empresas [...]” (8 de julho de 2020) 6800/1/20.

no artigo 8.º, n.º 4; e (iii) as disposições para a divulgação de conflitos de interesses referidos no artigo 8.º, n.ºs 5 e 6. Ao abrigo de tais disposições, em 10 de novembro de 2021, a ESMA publicou os “*Draft Technical Standards under the European Crowdfunding for Business Regulation*” contendo regulamentação detalhada sobre conflitos de interesses no seu Anexo III. Espera-se que o Regulamento Delegado, da Comissão Europeia, seja publicado em 2022.

b. Considerandos e disposições relacionadas

O artigo 8.º está relacionado com vários Considerandos e outras disposições normativas constantes do RESFC.

O tema dos conflitos de interesses é especialmente tratado no Considerando 26, onde se lê:

“Os prestadores de serviços de financiamento colaborativo deverão agir como intermediários neutros entre os clientes na sua plataforma de financiamento colaborativo. A fim de prevenir conflitos de interesses, deverão ser estabelecidos determinados requisitos no que respeita aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo, aos seus titulares de participações sociais, aos seus titulares de órgãos de gestão e aos seus empregados, e a qualquer pessoa singular ou coletiva estreitamente ligada a eles através de uma relação de controlo. Em especial, os prestadores de serviços de financiamento colaborativo deverão ser impedidos de participar nas ofertas de financiamento colaborativo efetuadas nas respetivas plataformas. Os maiores titulares de participações sociais, os titulares de órgãos de gestão, os empregados, e as pessoas singulares ou coletivas estreitamente ligada a eles através de uma relação de controlo, não poderão agir como promotores de projetos no quadro dos serviços de financiamento colaborativo disponibilizados na sua plataforma de financiamento colaborativo. No entanto, os referidos maiores titulares de participações sociais, titulares de órgãos de gestão, empregados e as pessoas singulares ou coletivas não deverão ser proibidos de agir como investidores nos projetos oferecidos na sua plataforma de financiamento colaborativo, desde que sejam aplicadas salvaguardas adequadas para impedir conflitos de interesses”.

Também no Considerando 71, há uma referência a conflitos de interesses, ao prever-se que “a Comissão deve ser habilitada a adotar normas técnicas regulamentares elaboradas pela ESMA e pela EBA relativas, entre outras matérias, a conflitos de interesses”, o que se relaciona com o artigo 8.º, n.º 7, do RESFC, referido *supra*.

No que diz respeito a disposições normativas conexas, o artigo 8.º deve ser interpretado em estreita ligação com o artigo 4.º, n.º 1, do RESFC, que prevê:

“O órgão de gestão de cada prestador de serviços de financiamento colaborativo estabelece 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, e supervisiona a sua aplicação”²⁵.

Adicionalmente, o artigo 11.º, n.º 2, alínea b), do RESFC, faz também uma referência explícita aos conflitos de interesses, ao estabelecer que a “apólice de seguro que cubra os territórios da União onde as ofertas de financiamento colaborativo são ativamente comercializadas, ou uma garantia equivalente”, e que pode ser adotada como salvaguarda prudencial para efeitos do mesmo artigo, deve incluir cobertura contra o risco de “incumprimento da obrigação de estabelecer, aplicar e manter procedimentos adequados para prevenir conflitos de interesses” (artigo 11.º, n.º 7, d), do RESFC).

É ainda o tema do conflito de interesses que está na base da proibição prevista no n.º 3 do artigo 3.º, do RESFC²⁶, consistente com uma proibição equivalente, relativa aos benefícios ilegítimos (*inducements*), previstos na DMIF II²⁷:

“Os prestadores de serviços de financiamento colaborativo não pagam nem aceitam qualquer remuneração, desconto ou benefício não pecuniário pelo encaminhamento das ordens dos investidores para uma oferta de financiamento colaborativo específica efetuada nas respetivas plataformas de financiamento colaborativo ou para uma oferta específica efetuada na plataforma de financiamento colaborativo de um terceiro”²⁸.

²⁵ Ver em Eugenia Macchiavello (ed.) “Regulation on European Crowdfunding Service Providers for business: a commentary”, Elgar Commentaries in Financial Law Series, 2022 (no prelo), o Capítulo 5 (por F FERRETTI e MATTASSOGLIO).

²⁶ Ver Considerando 19, que clarifica que a proibição é estabelecida: “/.../ A fim de assegurar a neutralidade na apresentação das oportunidades de investimento aos potenciais investidores /.../”. Cfr. Capítulo 3 (por MACCHIAVELLO) e 2 (por, HOOGHMESTRA), em Eugenia Macchiavello (ed.) “Regulation on European Crowdfunding Service Providers for business: a commentary”, Elgar Commentaries in Financial Law Series, 2022 (no prelo).

²⁷ Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (reformulação) [2014] OJ L173/349.

²⁸ EUGENIA MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma*, 32(3) EBLR, 2021, p. 583 (nota 87), que observa que as “regras parecem simultaneamente mais extensas (mais próximas da consultoria de investimento independente e sem exceções) e mais restritas (porque, apenas relativas remunerações para direcionar os investidores para uma determinada oferta)” e que

Relativamente a esta disposição acima mencionada, as perguntas e respostas da ESMA²⁹ incluem, na resposta 4.1, o esclarecimento, feito pela Comissão Europeia, de que “encaminhamento de ordens significa qualquer meio de direcionar potenciais investidores para uma determinada oferta, a menos que esse direcionamento seja baseado em critérios objetivos que foram divulgados *ex ante* (como utilização de filtros ou motores de pesquisa)”.

Finalmente, e ainda relacionado com o tema dos conflitos de interesses, o regime de comunicações comerciais sobre ofertas individuais, previsto no artigo 27.º, n.º 2, do RESFC, – que só admite comunicações comerciais de projetos ou ofertas individuais quando não os visem desproporcionadamente antes do encerramento da angariação de fundos para um projeto – visa também preservar a imparcialidade dos PSFC, não apenas em relação aos investidores, mas também relativamente aos promotores dos projetos³⁰.

c. Antecedentes legislativos: conflitos de interesses no setor financeiro

As disposições do RESFC sobre conflito de interesses estão alicerçadas em extensos e sólidos lugares paralelos, pois a regulação de conflitos de interesses no setor financeiros é lugar comum. Tal justifica-se em virtude do papel de intermediação desempenhado pelos participantes do mercado para a distribuição de produtos financeiros a clientes e investidores³¹.

a indústria teme que certas interpretações deste artigo possam impedir acordos comerciais de referências (remuneração pelo reencaminhamento de investidores para plataformas). Cfr. também, JONNEKE VAN POELGEEST and MARIJE LOUISE, *The Regulatory Position and Obligations of Project Owners* em Pietro Ortolani and Marije Louise (eds), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, 2021, p. 213. Esta posição mais rígida parece ser justificável pela intermediação de diferentes categorias de clientes em lados opostos do mercado (os promotores dos projetos, por um lado, e os investidores, por outro), sendo as plataformas obrigadas a assumir uma posição neutra, que poderia ser prejudicada se os *PSFC* recebessem pagamentos (dos promotores dos projetos ou terceiros) ou se efetuassem pagamentos para direcionar investidores a determinadas ofertas, sem critérios objetivos. O objetivo será o de garantir um tratamento equitativo aos clientes, sem distinção não justificada entre os diferentes promotores dos projetos.

²⁹ ESMA, ‘Questions and Answers on the European Crowdfunding Service Providers for Business Regulation’ (28 January 2022) ESMA35-42-1088, questão 4, última atualização em 10 de novembro de 2021.

³⁰ MACCHIAVELLO (nota 28), p. 583; CATALINA GOANTA, MARIJE LOUISE e PIETRO ORTOLANI, *Marketing Communications and the Digital Single Market*, em Pietro Ortolani and Marije Louise (eds), “The EU Crowdfunding Regulation”, OUP, 2021, p. 312 e pp. 318 e ss..

³¹ VEERLE COLAERT e THOMAS INCALZA, *Conflict of Interest and Inducements in the Financial Sector*, em Veerle Colaert, Danny Busch e Thomas Incalza, “European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field”, Hart, 2019, p. 377.

É, precisamente, o que acontece em relação à estrutura de governação interna das instituições de crédito e empresas de investimento, nos termos do artigo 88.º, n.º 1, da CRD IV³², que estabelece que o órgão de administração dessas sociedades deve definir, supervisionar e responder pela implementação dos mecanismos de governação que assegurem uma gestão eficaz e prudente, incluindo a segregação de funções na organização e a prevenção de conflitos de interesses. A matéria dos conflitos de interesses, no âmbito da governação interna das instituições de crédito e empresas de investimento, é posteriormente desenvolvida nas orientações sobre governação interna ao abrigo da Diretiva 2013/36/UE, proveniente da Autoridade Bancária Europeia³³.

Na intermediação financeira de empresas de investimento, que inclui a receção e transmissão de ordens e a colocação sem tomada firme, tal como referidas nos pontos (1) e (7) da Secção A do Anexo I da DMIF II – serviços que, como se sabe, estão diretamente relacionados com os serviços de *crowdfunding* tal como presentes na definição do artigo 2.º, n.º 1, alínea a), subalínea ii), do RESFC –, a temática dos conflitos de interesses é também central.

Nos termos do artigo 16.º, n.º 3, da DMIF II: “As empresas de investimento mantêm e operam mecanismos organizacionais e administrativos eficazes, por forma a tomar todas as medidas razoáveis destinadas a evitar que conflitos de interesses /.../ prejudiquem os interesses dos seus clientes”. Também o artigo 23.º, do mesmo diploma, estabelece:

“Os Estados-Membros exigem às empresas de investimento que tomem todas as medidas adequadas para identificar e para evitar ou gerir quaisquer conflitos de interesses entre elas próprias, incluindo os seus dirigentes, empregados e agentes vinculados ou quaisquer pessoas com elas direta ou indiretamente ligadas através de controlo, e os seus clientes, ou entre os próprios clientes, suscetíveis de surgir no quadro da prestação de quaisquer serviços de investimento e auxiliares, ou de combinações desses serviços, incluindo os causados pela aceitação de incentivos de terceiros ou pela própria remuneração da empresa de investimento e demais estruturas de incentivos”.

³² Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE OJ [2013] L176/338. Na mesma linha, os artigos 85.º e ss. do RGICSF dispõem sobre o tema de conflitos de interesses no que respeita a crédito a membros dos órgãos sociais, outras operações e mecanismos organizacionais e administrativos; o artigo 90.º-B, n.º 2 e 90.º-C, n.º 1, sobre conflitos de interesses na conceção e comercialização de produtos bancários; e o artigo 115.º-A, n.ºs 1 e 3, estabelece a ponte entre conflitos de interesses, governo interno e remunerações.

³³ EBA “Orientações sobre governo interno” EBA/GL/2021/05 (2 de julho de 2021).

A questão do conflito de interesses é, posteriormente, desenvolvida no artigo 33.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565³⁴, que identifica os tipos de conflitos de interesses potencialmente prejudiciais para os clientes na prestação de serviços de investimento e outros serviços auxiliares; e no artigo 34.º, do mesmo Regulamento Delegado, com a regulação detalhada sobre a política de conflitos de interesses e o conteúdo mínimo obrigatório dessa política³⁵.

Também na atividade de concessão de crédito a consumidores, relativamente a deveres de conduta, o artigo 7.º, n.º 3, da Diretiva 2014/17/UE³⁶, estabelece que:

“Os Estados-Membros asseguram que, na definição e aplicação de políticas de remuneração do pessoal responsável pela avaliação de solvabilidade, os mutuantes respeitem os princípios a seguir enunciados, de forma e em medida adequadas à sua dimensão, à sua organização interna e à natureza, escala e complexidade das suas atividades /.../ a política de remuneração deve ser coerente com a estratégia empresarial e os objetivos, valores e interesses a longo prazo do mutuante, e prever medidas destinadas a evitar conflitos de interesses, nomeadamente estabelecendo que a remuneração não depende do número ou da proporção de pedidos aceites”.

Finalmente, na DDS³⁷, o artigo 27.º prevê que os mediadores de seguros ou as empresas de seguros que efetuem a distribuição de produtos de investimento baseados em seguros mantenham e executem mecanismos organizacionais eficazes com vista a serem adotadas medidas destinadas a evitar que os conflitos de interesses afetem os interesses dos seus clientes. Impõe-se, assim, a adoção de medidas adequadas para identificar conflitos de interesses entre si, incluindo seus administradores e colaboradores, ou qualquer pessoa direta ou indiretamente ligada a eles por relações de controlo, e seus clientes ou entre um cliente e outro, que surjam no

³⁴ Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, que completa a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva [2017] OJ L087/1. No CVM a regulação genérica dos conflitos de interesses aparece nos artigos 309.º e 309º-A e é referida, com muita frequência, a propósito de atividades específicas.

³⁵ STEFAN GRUNDMAN e PHILIPP HACKER, *Conflict of Interests*, in Danny Busch e Guido Ferrarini (eds), “Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR”, OUP, 2017, p. 165; LARISSA SILVERENTAND, JASHA SPRECHER e LISETTE SIMONS, *Inducements*, ibidem, p. 205.

³⁶ Diretiva 2014/17/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de fevereiro de 2014, relativa aos contratos de crédito aos consumidores para imóveis de habitação e que altera as Diretivas 2008/48/CE e 2013/36/UE e o Regulamento (UE) n.º 1093/2010 OJ [2014] L060/34.

³⁷ Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de janeiro de 2016 sobre a distribuição de seguros (reformulação) OJ [2016] L026/19.

curso da execução quaisquer atividades de distribuição de seguros (artigo 28.º, da DDS). Por último, antes da celebração de um contrato de seguro, o mediador de seguros deverá prestar ao cliente as informações relevantes sobre conflitos de interesses (artigo 19.º, da DDS).

d. O Artigo 8.º do RESFC

(i) racional e objetivos de política legislativa

O *crowdfunding*, na perspetiva da atividade desenvolvida pela plataforma, é um serviço de intermediação que consiste “em fazer corresponder os interesses dos investidores e os dos promotores de projetos em matéria de financiamento de entidades”. No *crowdfunding* inserido no âmbito objetivo do RESFC, isto é, o *crowdfunding* de retorno financeiro, as plataformas posicionam-se entre promotores de projetos e fornecedores de recursos financeiros, atuando em nome dos seus clientes, sem arriscar o seu património. As relações estabelecidas podem ser genericamente qualificadas como relações de agente-principal³⁸.

Os prestadores de serviços de *crowdfunding* prestam serviços de inter-relação entre promotores de projetos (que procuram financiamento) e investidores (que fornecem financiamento e procuram retorno financeiro), através de plataformas, que são espaços de mercado especializados, operadas por eles, e beneficiando de economias de escala. Os clientes, em contrapartida, pagam-lhes uma taxa.

Nessa relação agente-principal, vários fatores que podem levar ao surgimento de conflitos de interesses³⁹, traduzindo-se num risco de intermediação financeira⁴⁰: (i) a existência de possíveis interesses contraditórios entre clientes da mesma

³⁸ EUGENIA MACCHIAVELLO e ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace lending as a New Means of Raising Capital in the Internal Market: True Disintermediation or Reintermediation*, in Emílios Avgouleas and Heikki Marjosola (eds), “Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance”, De Gruyter, 2021, p. 75.

³⁹ “Quando uma pessoa está legitimada a exercer autoridade que afeta o património de outrem, os interesses podem divergir”: EASTERBROOK e FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, HUP, 1996, p. 91. De acordo com CHRISTOPH KUMPAN e PATRICK C LEYENS, *Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, 5(1) ECFR 72, 2008, p. 84, uma definição de conflito de interesses será: “conflict of interest arises when a person who has a legal duty to act in another party’s interest has to decide how to act in the interest of that party and another interest interferes with his ability to decide according to his duty. Interest in this respect would mean any influence, concern, emotion, loyalty, or other factor, that has a direct impact on the decision of that person”.

⁴⁰ ESMA, “Advice investment-based ‘crowdfunding’” (18 de dezembro 2014) ESMA/2014/1560, 4, para 5; MACCHIAVELLO (nota 28), p. 561.

categoria (investidores ou promotores de projetos)⁴¹; (ii) o mercado bilateral, com possíveis interesses contraditórios (dos investidores, em relação aos proprietários dos projetos); (iii) a existência de interesses próprios dos PSFC e partes relacionadas, buscando legitimamente a maximização do lucro; (iv) a assimetria de informações entre o PSFC e seus clientes; (v) a existência de discricionariedade dos PSFC na execução dos serviços de intermediação.

As assimetrias de informação e o risco de crédito e de investimento poderão ser potenciados se os incentivos de investidores e PSFC não estiverem adequadamente alinhados. Para obterem escala suficiente, com vista a alcançar viabilidade comercial, os PSFC podem ser incentivados a adotar estratégias negociais arriscadas, assentes em visões excessivamente focadas no curto prazo. Por exemplo, a de procurarem aumentar a sua quota de mercado aceitando promotores/emitentes de alto risco – e que outros intermediário não aceitariam –, minimizando os requisitos sobre *due diligence* relativamente a esses promotores de projetos; ou procedendo avaliações desajustadas em matéria de risco de crédito⁴². Por essas razões, precisamente, o RESFC prevê a divulgação obrigatória de informação sobre critérios de seleção de projetos e metodologia de notação de crédito e fixação de preços⁴³. Incentivos perversos equivalentes podem também resultar de formas de remuneração baseadas exclusivamente ou excessivamente no desempenho⁴⁴.

É este o risco de intermediação – semelhante ao que ocorre na intermediação para distribuição de produtos financeiros a clientes e investidores, em diversas outras áreas do sector financeiro, como referido anteriormente –, que leva os reguladores a sublinhar o papel fiduciário dos intermediários perante seus clientes, intermediários estes que, de acordo com a regulamentação aplicável, devem agir no melhor interesse do cliente, em observância do dever de lealdade, e a prever deveres específicos em relação a conflitos de interesses.

⁴¹ A possibilidade de conflito de interesses entre clientes da mesma categoria está presente no crescente recurso a sindicatos, em que os investidores utilizam as plataformas de *crowdfunding* para identificar projetos e formar sindicatos liderados por investidores de capital de risco, *business angels* ou aceleradores: OLGA ITENBERT e ERIN E SMITH, *Syndicated Equity Crowdfunding: the Trade-off between Deal Access and Conflicts of Interest*, em “The Bradley Policy Research Center Financial Research and Policy Working Paper No FR17-06”, março de 2017.

⁴² MACCHIAVELLO e ALIBRANDI (nota 38), p. 79.

⁴³ Ver o nosso Capítulo 17, em Eugenia Macchiavello (ed.) “Regulation on European Crowdfunding Service Providers for business: a commentary”, Elgar Commentaries in Financial Law Series, 2022 (no prelo).

⁴⁴ EBA, “Opinion of the European Banking Authority on lending-based Crowdfunding” EBA/Op/2015/03 par. 73.

A posição fiduciária dos intermediários está basicamente alicerçada na confiança que os participantes do mercado depositam na grande especialização da atividade dos intermediários, e na complexidade e importância de suas funções⁴⁵.

Sem prejuízo fundo comum a outras situações de intermediação financeira, é justo sublinhar, no entanto, que a situação dos PSFC é mais complexa do que geralmente sucede na intermediação tradicional. Tal ocorre porque os PSFC têm, por definição, múltiplas categorias de clientes integradas em lados opostos do mercado (os promotores dos projetos e os investidores), sendo obrigados a desempenhar, perante cada um deles, um papel equidistante, que nem sempre é fácil de conciliar⁴⁶.

Pelos motivos referidos *supra*, os deveres sobre conflito de interesses decorrentes dos artigos 4.º e 8.º, do RESFC, devem ser interpretados em articulação com o dever de atuar no melhor interesse do cliente, previsto no artigo 3.º, n.º 2, do RESFC⁴⁷, que estabelece o padrão básico de conduta dos PSFC⁴⁸ e sublinha o seu papel fiduciário para com os seus clientes. Este dever está ainda associado a padrões de desempenho complementares: os deveres de atuação de forma honesta, equitativa e profissional.

(ii) participação em ofertas

O artigo 8.º, n.º 1, do RESFC estabelece que os PSFC não podem participar em qualquer oferta de *crowdfunding* nas suas plataformas⁴⁹. A disposição *supra*

⁴⁵ Sobre as condições e elementos das relações fiduciárias, TAMAR FRANKEL, *The Rise of Fiduciary Law*, 18-18 Boston University School of Law Public Law Research Paper, 9, 2018; TAMAR FRANKEL, *Fiduciary Law in the Twenty-First Century*, 91 Boston University Law Review, 2011, p. 1293.

⁴⁶ VAN POELGEEST e LOUISSE (nota 28) p. 211.

⁴⁷ Ver Capítulo 4 (por HOOGHIEMSTRA), em Eugenia Macchiavello (ed.) “Regulation on European Crowdfunding Service Providers for business: a commentary”, Elgar Commentaries in Financial Law Series, 2022 (no prelo).

⁴⁸ LIEVERSE e PRONK (nota 21), pp. 92 e ss..

⁴⁹ Os regimes nacionais de vários Estados-Membros preveem limitações semelhantes. Em Portugal, o artigo 11.º, n.º 1, do RJFC, estabelece o dever de assegurar que os titulares, administradores, dirigentes e colaboradores não estão em conflito de interesses com os clientes dos PSFC; e o artigo 11.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM n.º 1/2016 proíbe que tais pessoas relacionadas participem nas ofertas efetuadas nas plataformas. Em Espanha, a *Ley 5/2017*, de 27 de abril, prevê um limite para projetos vinculados (*proyectos vinculados*), estabelecendo um limite máximo de 10% para a participação em ofertas pelas plataformas e pessoas relacionadas (artigo 6, n.º 1, al. a) e n.º 3). Sobre o regime de *crowdfunding* português ver Capítulo 46 (PEREIRA DUARTE e COSTA LOPES) e, sobre o regime espanhol, ver Capítulo 47 (por CUENA CASAS e ALVAREZ ROYO-VILLANOVA), em Eugenia Macchiavello (ed.) “Regulation on European Crowdfunding Service Providers for business: a commentary”, Elgar Commentaries in Financial Law Series, 2022 (no prelo).

proíbe os PSFC de atuarem como promotores de projeto ou de investirem nos mesmos⁵⁰.

Esta proibição visa assegurar a posição neutra dos PSFC perante os investidores, evitando a existência de um interesse especial no financiamento do projeto, potencialmente prejudicial para os interesses dos investidores⁵¹. Deve entender-se, portanto, que a proibição diz respeito tanto à participação direta como indireta, ou seja, por meio de partes relacionadas.

A nosso ver, a proibição não se aplica ao recurso a estruturas fiduciárias, pelo PSFC⁵², com objetivos de governação dos projetos financiados (as, assim chamadas, estruturas *nominee*). Nesse modelos, os PSFC utilizam uma estrutura por eles constituída, na qual os investimentos são agrupados exclusivamente para efeitos de facilitação e gestão do investimento no projeto a ser financiado (indiretamente, via estrutura de *nominee*).

A admissibilidade dessas estruturas fiduciárias dependerá, no entanto, na nossa perspectiva, de que os investidores possam, a qualquer tempo, e a seu exclusivo critério, resgatar a participação na estrutura fiduciária em troca de participação direta no projeto financiado ou, alternativamente, sair desse projeto. Nessa situação, a estrutura fiduciária fica obrigada a perseguir exclusivamente os interesses dos investidores, não devendo surgir conflito de interesses, pois não haverá um interesse próprio no financiamento do projeto, por parte estrutura fiduciária. Esta não é, em última análise, a beneficiária do mesmo.

⁵⁰ Analiasando criticamente esta proibição, na medida em que a participação em projetos pelas plataformas pode ser também um importante instrumento de alinhamento de interesses, cfr. MACCHIAVELLO e ALIBRANDI, (nota 38) p. 76: “models in which platforms would partially invest in the intermediated loans under certain conditions (for example, when it would help align the interests of platforms and investors) should not have been banned per se since they might create virtuous incentives that require only some additional rules related to credit risk management”.

⁵¹ OLENA HAVRYLCHYK, *Regulatory Framework for the Loan-Based Crowdfunding Platforms*, em OECD Economics Department Working Papers No 1513/2018, 8, 37, 2018.

⁵² Como as estruturas fiduciárias usadas pela Seedrs e Crowdcube. Nessas estruturas, as plataformas de *equity crowdfunding* são titulares e administram as participações sociais das empresas financiadas em nome dos investidores. Os investidores são agrupados numa conta de representante, de modo que a plataforma atua como *proprietária* do ponto de vista dos registos, mas os investidores mantêm a propriedade *beneficiária*. Ver JERRY COAKLEY e outros, *Enfranchising the Crowd: Nominee Account Equity Crowdfunding*, em CFS Working Paper Series No 664, Goethe University Frankfurt Center for Financial Studies, 2021, pp. 5-6. Ver também, XAVIER WALTHOFF-BORM, TOM VANACKER e VERONIEK COLLEWAERT, *Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance*, em 26(5) Corporate Governance – An International Review, 2018, pp. 314-330.

(iii) proibições para pessoas relacionadas

O artigo 8.º, n.º 2, primeiro parágrafo, do RESFC, dispõe que os PSFC, no âmbito dos serviços de *crowdfunding* oferecidos na sua plataforma, não devem admitir como promotores de projetos, as seguintes partes relacionadas: (i) os seus sócios, titulares de participações sociais de 20%, ou mais, ou de igual percentagem de direitos de voto; (ii) os seus administradores ou colaboradores; (iii) qualquer pessoa singular ou coletiva ligada a esses sócios, administradores ou colaboradores por relações de controlo na aceção da alínea b) do ponto 35 do artigo 4.º, n.º 1, da DMIF II.

Nos termos do artigo 2.º, n.º 1, alínea h), “promotor do projeto” significa qualquer pessoa singular (que não seja um consumidor) ou pessoa coletiva que procure financiamento através de uma plataforma de financiamento colaborativo. Em relação às pessoas coletivas, o RESFC não esclarece se a proibição inclui também as pessoas relacionadas que atuem como administradores ou sócios da entidade que procura diretamente financiamento. Pensamos que a expressão “pessoa que busca financiamento” é suficientemente ampla para incluir administradores e sócios no momento em que o promotor do projeto se candidata a financiamento na plataforma.

No entanto, tal proibição não impede que essas pessoas relacionadas atuem como investidores nos projetos (seja como investidores para os fins do artigo 2.º, n.º 1, h) do RESFC, ou investidores em rondas de financiamento que ocorram fora da plataforma).

O artigo 8.º, n.º 2, segundo parágrafo, do RESFC, que prevê este caso específico, admite que pessoas relacionadas com o PSFC atuem como investidores nos projetos oferecidos na sua plataforma de *crowdfunding*, desde que o PSFC divulgue integralmente os conflitos de interesses no seu sítio de *internet*, e assegure que os investimentos, por essas pessoas, sejam feitos nas mesmas condições do que os investimentos de outros investidores e que essas pessoas não beneficiem de tratamento preferencial ou acesso privilegiado à informação⁵³.

Do mesmo modo, a proibição referida *supra* não impede as pessoas relacionadas de exercerem plenamente os direitos sociais inerente ao *status socii* adquirido na sequência do investimento, designadamente o exercício do direito de voto ou a participação em órgãos sociais, a ser o caso.

⁵³ ESMA, –“Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation – Final Report” (10 de novembro de 2021) ESMA35-42-1183, p. 9. Ver também MACCHIAVELLO e ALIBRANDI (nota 38) p. 75.

(iv) regras internas e medidas organizacionais

Os artigos 4.º, n.º 1, e 8.º, n.º 3, do RESFC, dispõem que os PSFC devem estabelecer e supervisionar a implementação de políticas e procedimentos adequados para assegurar uma gestão eficaz e prudente – incluindo a segregação de funções, a continuidade dos negócios e a prevenção de conflitos de interesses –, de modo a promover a integridade do mercado e os interesses de seus clientes; e que devem manter e operar normas internas eficazes para prevenir conflitos de interesses. O objetivo principal é garantir, *by design* e *by default*, uma tomada de decisão objetiva que não prejudique os interesses dos clientes.

O n.º 1 do artigo 1.º dos RTS complementa esse regime, estabelecendo que as regras internas em matéria de conflitos de interesses devem ser formalizadas por escrito e que devem ser adequadas à dimensão e organização do PSFC, bem como à natureza, escala e complexidade de seus negócios. Tais regras internas devem ser avaliadas e revistas periodicamente, pelo menos anualmente, devendo ser adotadas medidas para solucionar quaisquer deficiências identificadas⁵⁴. As regras internas destinadas a prevenir conflitos de interesses devem ainda ser implementadas de acordo com o sistema de controle interno de três linhas de defesa⁵⁵, em estreita articulação com a função de supervisão do órgão de administração.

As regras internas mencionadas *supra* devem ser estabelecidas de acordo com o princípio da proporcionalidade, segundo uma *abordagem baseada no risco*, que deve ter em conta a natureza dos serviços prestados, o âmbito, o contexto, as finalidades do modelo de negócio do PSFC e as características da sua organização. Basicamente, a lei estabelece um padrão de diligência, ajustando as medidas sobre conflito de interesses a serem adotadas ao risco inerente à organização. As prioridades, as medidas de organização e, em geral, a diligência a empear pelo PSFC, variam em função dos riscos inerentes às operações de intermediação a serem realizadas.

⁵⁴ Ver também, Considerando 1 dos RTS.

⁵⁵ A administração do PSFC é responsável por aprovar e implementar a política interna de conflitos de interesses, prevendo normas internas que estabeleçam medidas organizacionais, procedimentos e controlos adequados para prevenir conflitos de interesses. As unidades operacionais (a primeira linha de defesa) devem executar os procedimentos sobre conflitos de interesses na sua atividade diária; as funções de risco e *compliance* (segunda linha de defesa) devem elaborar, de forma independente, os procedimentos e controlos e monitorar a aplicação dos os controlos pela primeira linha. Uma função de auditoria (terceira linha de defesa) deve monitorar e avaliar periodicamente a eficiência do sistema de controle interno, identificando falhas e propondo ações para corrigi-las. Ver, em Institute of Internal Auditors, “IAA Position Paper: the Three Lines of Defense in Effective Risk Management and Control” (janeiro de 2013).

O critério da *abordagem baseada no risco* é amplamente utilizado na legislação da União Europeia.

Sempre que o PSFC pertença a um grupo de sociedades, deve assegurar ainda que as normas internas de prevenção de conflitos de interesses tenham em conta quaisquer circunstâncias que possam dar origem a conflito de interesses em resultado dessa estrutura e das atividades comerciais de outros membros do grupo.

Nos termos do artigo 1.º, n.º 3, dos RTS, os PSFC devem também assegurar que as regras internas exigem, pelo menos, que o PSFC: (i) identifique se quaisquer pessoas relacionadas foram aceites como investidores nos projetos de *crowdfunding* oferecidos na sua plataforma; (ii) identifique quaisquer outras circunstâncias que possam dar origem a um conflito de interesses real ou potencial entre pessoas relacionadas, devendo ter em conta a sua dimensão e as suas atividades e, se for caso disso, do grupo a que pertence, bem como o risco de prejuízo para os interesses dos clientes; (iii) especifique os procedimentos a seguir e, sendo o caso, as medidas a adotar para cumprir os requisitos de divulgação mencionados no parágrafo 2 do artigo 8.º, n.º 2, do RESFC e do disposto no artigo 1.º, n.º 3, alínea b) dos RTS.

Ao estabelecer e avaliar as suas regras internas para prevenir conflitos de interesses, os PSFC devem definir as medidas adequadas para prevenir, gerir e mitigar os conflitos de interesses e evitar a dependência excessiva dos requisitos de divulgação de informação estabelecidos no artigo 8.º, n.º 5, do RESFC, sem que adotem as medidas adequadas para mitigá-los.

As regras estabelecidas para se cumprirem os requisitos referidos no disposto no artigo 1.º, n.º 3, alínea b), dos RTS, devem ser concebidas para garantir que as pessoas envolvidas em diferentes atividades comerciais que envolvam um conflito de interesses conduzam essas atividades com um nível de independência adequado à dimensão e atividades do PSFC e, sendo o caso, do grupo a que pertence, e ao risco de prejuízo dos interesses dos clientes.

Por último, o artigo 1.º, n.º 5, dos RTS, prevê que as regras internas aplicadas para se cumprir o requisito referido na alínea c) do n.º 3 do artigo 1.º devem incluir, pelo menos: (i) procedimentos eficazes para impedir ou controlar a troca de informações entre pessoas relevantes envolvidas em atividades que envolvam risco de conflito de interesses, quando a troca dessas informações possa prejudicar os interesses de um ou mais clientes; (ii) supervisão separada de pessoas cujas funções principais envolvam a realização de atividades em nome ou prestação de serviços a clientes cujos interesses possam estar em conflito, ou que de outra forma representem interesses diferentes que possam estar em conflito, incluindo os do PSFC; (iii) a eliminação de qualquer ligação direta entre a remuneração de pessoas envolvidas em uma atividade e a remuneração ou receitas geradas por diferentes

pessoas envolvidas em diferentes atividades, quando possa surgir um conflito de interesses em relação a essas atividades; (iv) medidas para prevenir ou limitar qualquer pessoa de exercer influência inadequada sobre a forma como uma pessoa relevante realiza serviços de *crowdfunding*, e (v) medidas para prevenir ou controlar o envolvimento simultâneo ou sequencial de uma pessoa em serviços de *crowdfunding* distintos, sempre que esse envolvimento possa prejudicar a gestão adequada de conflitos de interesses.

Outras medidas adicionais apropriadas, e não expressamente previstas no artigo 3.º, n.º 5, dos RTS, incluirão também: (i) impedir que colaboradores que exerçam atividades fora da instituição tenham uma influência inadequada dentro do PSFC, em relação a essas outras atividades; (ii) estabelecer a responsabilidade dos membros do órgão de administração de se absterem de votar em qualquer matéria em que um membro tenha ou possa ter um conflito de interesses ou em que a objetividade ou capacidade do membro para cumprir adequadamente os deveres para com o PSFC possa ser comprometida de outra forma; e (iii) estabelecimento de procedimentos adequados para transações com pessoas relacionadas, por exemplo, ao exigir que as transações sejam conduzidas em condições normais de mercado; (iv) providenciar processos de comunicação e comunicação à função responsável pela política, de qualquer assunto que possa resultar, ou já tenha resultado, em conflito de interesses; e (vi) impedir que os membros do órgão de administração exerçam funções de administração em prestadores concorrentes, entre outras.

(v) tipos de conflitos de interesses e medidas adequadas

Nos termos do artigo 8.º, n.º 4, do RESFC, os PSFC devem tomar todas as medidas adequadas para prevenir, identificar, gerir e divulgar os conflitos de interesses entre, por um lado, os PSFC ou as suas pessoas relacionadas e os seus clientes; e, por outro lado, conflitos de interesse entre um cliente e outro cliente.

A norma constante desta disposição parece dividir-se em dois deveres distintos: (i) o dever de identificar e categorizar e identificar os tipos de conflito de interesses que possam surgir no decurso da prestação de serviços de *crowdfunding*; e (ii) o dever de tomar medidas organizacionais para gerir adequadamente esses conflitos de interesse.

Relativamente ao dever de identificar e de categorizar, nos termos do n.º 2 do artigo 2.º do RTS, os PSFC deverão levar em consideração, pelo menos, se o PSFC, seus acionistas, seus administradores ou colaboradores, ou qualquer pessoa física ou jurídica a eles vinculada por relações de controlo: (i) pode obter ganho financeiro, ou evitar um perda financeira, às custas do cliente; (ii) se tem interesse

no resultado de um serviço prestado ao cliente que seja distinto do interesse do cliente nesse resultado; (iii) se tem um incentivo financeiro, ou de outra natureza, para favorecer o interesse de um cliente ou grupo de clientes sobre os interesses de outro cliente. Como referido *supra*, estes são apenas critérios mínimos, porque outros fatores podem ser relevantes e devem ser considerados.

Na medida em que estes também podem configurar-se como prejudiciais para os clientes, os tipos de conflitos de interesse mencionados *supra* deverão ser complementados pela identificação de possíveis conflitos de interesse a nível institucional, incluindo os conflitos de interesse decorrentes das várias atividades e funções dos PSFC, a que acrescem ainda as mencionadas no RESFC relativamente aos grupos de sociedades (artigo 1.º, n.º 2, do RTS).

Devem ser identificados e categorizados os possíveis conflitos entre os interesses do PSFC e os interesses privados dos colaboradores, incluindo os membros do órgão de administração, e que possam influenciar negativamente o desempenho das suas funções e responsabilidades, de modo a dar lugar aos correspondentes medidas organizacionais.

Finalmente, a categorização de conflitos de interesse deve incluir tanto os conflitos de interesse perenes e que devem ser geridos permanentemente, como os conflitos de interesse que ocorrem de forma inesperada ou em relação a eventos singulares. Da mesma forma, serão ainda relevantes os conflito de interesses futuros e os atuais.

Quanto ao dever de adotar medidas organizacionais, o artigo 2.º, dos RTS, esclarece que as medidas que os PSFC devem tomar de acordo com o artigo 8.º, n.º 4, do RESFC, devem ter como objetivo garantir, com nível razoável confiança, que o risco de ocorrer um prejuízo para os interesses do cliente será prevenido (principalmente de acordo com as regras internas mencionadas *supra*), e que, na medida em que tal prevenção não seja possível, esse risco será adequadamente mitigado. Uma medida fundamental de mitigação residirá na divulgação de informação sobre conflitos de interesses, conforme analisado *supra*. Em qualquer caso, os conflitos de interesses não prevenidos devem ser documentados, e geridos de forma transparente, nomeadamente através de procedimentos de tomada de decisão ascendente na hierarquia, assegurando um tratamento equitativo dos clientes.

(vi) deveres de divulgação

Para garantir que os clientes possam tomar decisões informadas sobre serviços que apresentam conflito de interesses, os artigos 8.º, n.º 5, e 6.º do RESFC estabelecem

que os PSFC deve manter e revelar informação atualizada sobre a natureza e fontes de conflitos de interesses e quais as medidas tomadas para os mitigar.

Essa divulgação deve ser feita em suporte duradouro e deve ser adequada à natureza dos clientes destinatários, nomeadamente tendo em conta a sua qualificação como sofisticado ou não sofisticado. Por fim, deve incluir também uma descrição dos conflitos de interesse e dos riscos relacionados para os clientes.

Os requisitos de divulgação estão consagrados no artigo 3.º, dos RTS, que prevê que as informações referidas no artigo 8.º, n.º 5, do RESFC sejam publicadas e atualizadas no sítio de *internet* do PSFC, em local acessível, de modo a que possa ser encontradas sem dificuldades pelos clientes, devendo também ser divulgadas aos clientes em suporte duradouro, a menos que nenhum conflito de interesses tenha sido identificado.

Nos termos da mesma disposição, a divulgação de conflitos de interesse deve ser feita em tempo útil, de modo a permitir aos clientes tomar uma decisão informada sobre o serviço no âmbito do qual surge o conflito de interesses, incluindo uma descrição específica e clara dos conflitos de interesse e riscos associados no âmbito de um determinado serviço, tendo em conta a natureza dos clientes a quem a divulgação está a ser feita, nomeadamente a sua qualificação como potenciais investidores sofisticados ou não sofisticados.

4. Que alterações para os PSFC?

Não é possível ainda identificar, neste momento, uma prática de mercado uniforme para a implementação e divulgação de políticas internas sobre conflitos de interesse, uma vez que os requisitos dos regimes jurídicos nacionais não estão harmonizados quanto a este tema.

Algumas das principais plataformas europeias, embora tenham desenvolvido secções de alerta de risco, não fazem referência específica a conflitos de interesses reais ou potenciais nos seus sítios de *internet*. É possível, no entanto, encontrar alguns exemplos, embora não padronizados em relação às informações divulgadas.

Da mesma forma, os instrumentos de autorregulação fazem escassas referências a conflitos de interesse, como o código de conduta da *European Crowdfunding Network*: “Os conflitos de interesse surgem inevitavelmente dentro das empresas. Conflitos de interesse devem ser diligentemente identificados e divulgados a todas as partes envolvidas”.

Como referido, o regime português sobre *crowdfunding* já continha disposições sobre conflitos de interesses. Assim, também com o objetivo de garantir a neutralidade das plataformas eletrónicas em relação aos dois lados do mercado, nos termos dos

artigos 5.º, n.º 2; 11.º, n.º 1; 21.º, n.º 3, do RJFC, e artigos 11.º e 20.º do Regulamento n.º 1/2016 da CMVM, as entidades gestoras das plataformas, na sua função de intermediação, estão proibidas de: (i) prestar aconselhamento sobre investimentos a efetuar através dos seus *websites*; (ii) remunerar seus funcionários pelo volume de vendas de produtos disponibilizados no site da respetiva plataforma; (iii) promover ofertas próprias na plataforma; e (iv) investir nas ofertas disponibilizadas na plataforma, entre outras disposições que têm um objetivo equivalente.

É fácil constatar que as regras sobre requisitos organizacionais e operacionais dos PSFC, tanto no RJFC como no RESFC, têm uma matriz comum, essencialmente modelada na regulamentação da intermediação financeira consagrada na DMIF II e na legislação nacional transposição da Diretiva.

Assim, sobre a matéria de conflitos de interesses não vamos encontrar no RESFC alterações fundamentais quanto às expectativas regulatórias sobre mecanismos internos de governação dos PSFC. Não obstante, os PSFC terão de se adaptar a detalhados padrões mínimos que não existem ao abrigo da legislação nacional, densificando e complementando as suas políticas e procedimentos em matéria de conflito de interesses para se adaptarem ao regime mais exigente do RESFC.