



CMVM

Assunto: Consulta pública da Autoridade da Concorrência (AdC) ao Issues Paper sobre Inovação Tecnológica e Concorrência no Setor Financeiro em Portugal (Relatório)

Contributo da CMVM de 1 de junho de 2018

1) Recomendações relativas ao financiamento colaborativo.

a) Nota Prévia

A Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto aprovou o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (o “RJFC”) decorrendo de iniciativa parlamentar que mereceu a aprovação de todos os grupos parlamentares. Nos termos do RJFC, o acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo é realizado mediante registo prévio das entidades gestoras das plataformas eletrónicas junto da CMVM, sendo esta entidade responsável pela regulação e supervisão da sua atividade.

A regulamentação por parte da CMVM ocorreu, pois, no estrito enquadramento das normas habilitantes constantes do RJFC incidindo sobre as seguintes matérias específicas:

- a. Acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo, causas de indeferimento e registo das entidades gestoras de plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo;
- b. Deveres das entidades gestoras das plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo;
- c. Obrigações de informação dos beneficiários do financiamento colaborativo para efeitos de informação aos investidores, às plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo e à CMVM;
- d. Limites máximos de angariação;
- e. Limites ao investimento;
- f. Relações com prestadores de serviços de pagamento, nos termos do Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento e da Moeda Eletrónica Decreto-Lei nº 317/2009, de 30 de outubro;
- g. Deveres de prevenção de conflitos de interesses pelas plataformas eletrónicas.

A CMVM foi, em vários momentos, e continua a ser interpelada por contributos e sugestões cuja matéria extrapola a sua competência regulamentar. Por um lado, não tem a CMVM competência legislativa para alterar o teor do RJFC, aprovado por Lei; por outro lado, no âmbito da sua função regulamentar, a CMVM apenas pode emitir normas no estrito cumprimento de habilitações regulamentares conferidas.

Nestes termos, não foram tratadas no regulamento quaisquer matérias que implicassem uma alteração do RJFC, como, por exemplo, a possibilidade de as plataformas receberem fundos de



CMVM

clientes, a estipulação de mecanismos que permitam uma saída antecipada dos investidores ou que facilitem a venda ou negociação dos instrumentos de financiamento colaborativo, a possibilidade de os investidores abdicarem da aplicação da proteção conferida pelos limites de investimento, a tipificação dos valores mobiliários, participações sociais e instrumentos financeiros que podem ser usados para efeitos de financiamento colaborativo, entre outras.

O financiamento colaborativo comporta, pela sua especial natureza e configuração, um conjunto de riscos, que o regulamento procurou mitigar sempre em respeito ao princípio da proporcionalidade:

Risco	Tratamento Regulamentar
Risco de fraude	<ul style="list-style-type: none">• Dever de organização [Art.º 10.º/1 /c) do regulamento]
Risco de perda da totalidade dos montantes investidos	<ul style="list-style-type: none">• Limites ao investimento [Art.º 12.º do regulamento];• Deveres de informação [Art.º 13.º, 14.º e art.º 16.º do regulamento]
Limitação da informação sobre o beneficiário disponibilizada ao investidor em comparação com as ofertas tradicionais e falta de transparência e fluxo direto de informação entre investidor e beneficiário	<ul style="list-style-type: none">• Deveres de informação [Art.º 13.º, 14.º e art.º 16.º do regulamento]
Inexistência de mercado secundário	<ul style="list-style-type: none">• Limites ao investimento [Art.º 12.º do regulamento];• Deveres de informação [Art.º 16.º do regulamento]
Risco de branqueamento de capitais e auxílio ao terrorismo	<ul style="list-style-type: none">• Dever de organização [Art.º 10.º/1 /c) do regulamento]
Potenciais conflitos de interesses entre plataformas e investidores	<ul style="list-style-type: none">• Dever de organização [Art.º 11.º do regulamento]
Riscos operacionais e de descontinuação do serviço	<ul style="list-style-type: none">• Dever de organização [Art.º 10.º /e) do regulamento]



CMVM

Acresce que decorreram do RJFC diversas dificuldades interpretativas que não foram abordadas no Relatório. Note-se, a título exemplificativo, que, no âmbito do financiamento colaborativo de capital, não foi prevista nenhuma exceção que permita isentar ou aligeirar de alguma forma os requisitos (e custos) associados às ofertas públicas que aí possam ter lugar. As mesmas não estarão sujeitas a prospecto, atentos os limites máximos de angariação previstos no Regulamento. No entanto, ainda que sem obrigação de prospecto, estas ofertas não deixarão de configurar ofertas públicas pelo que, verificados os demais requisitos da al. a) do artigo 13.º do CVM, a sociedade (beneficiária) em causa poderá passar a ser qualificada como sociedade com o capital aberto ao investimento do público, i.e. como sociedade aberta e sujeita ao regime jurídico aplicável a tais sociedades (v.g. OPAs obrigatórias, deveres de informação legal e regulamentarmente previstos, de que destacamos os deveres associados às participações qualificadas, às transações de dirigentes, aos eventos societários).

- b) Na medida que o regime regulatório se pretende proporcional e que confira certeza jurídica às partes intervenientes, recomenda-se que a CMVM disponibilize informação sobre a proposta de regulamento europeu dos serviços de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo, esclarecendo a forma como tal proposta se poderá vir a relacionar com o regime jurídico e sancionatório nacional.**

A CMVM está a acompanhar de perto esta proposta de Regulamento que poderá facilitar a oferta desta forma de financiamento no espaço europeu. A eventual adoção pelo Parlamento e Conselho Europeu desta proposta, permitirá às plataformas com base num único conjunto de regras, oferecer serviços nas várias jurisdições da União. Os investidores em plataformas de *crowdfunding* serão protegidos por regras comuns relativas a exigências de informação, regras de governo e gestão de risco, bem como uma abordagem coerente em termos de supervisão. Contudo, é importante assinalar que se trata apenas de uma proposta que agora inicia a fase de negociação no Conselho e no Parlamento, pelo que o resultado final poderá ser diferente do agora proposto. Sem prejuízo da divulgação de informação relevante sobre esta matéria, esta proposta revela-se ainda pouco amadurecida.

Cabe mencionar que a CMVM, concretamente na área de *FinTech* do seu site, disponibilizou a informação relativa à proposta de Regulamento Europeu dos serviços de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo.

Seguindo a postura cooperante e proativa face a estas matérias, e no âmbito das I Jornadas de *Crowdfunding*, a CMVM promoveu em Lisboa, no início de março, o debate sobre a proposta de Regulamento e como a mesma impactará o panorama do *Crowdfunding* no espaço da União Europeia, convidando para o efeito um representante da Comissão Europeia (da DG *Financial Stability e Financial Services and Capital Market Union*) que apresentou o novo regime e discutiu com os agentes de mercado, CMVM e os demais participantes nas Jornadas o conteúdo da proposta e futuros impactos.



CMVM

- c) **Atento o potencial impacto dissuasor dos limites de investimento, recomenda-se à CMVM que avalie a necessidade, adequabilidade e proporcionalidade dos limites ao investimento de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo ponderando a respetiva eliminação.**

Embora ciente da necessidade de dar resposta às crescentes necessidades de financiamento das empresas portuguesas, oferecendo, simultaneamente, aos investidores, boas oportunidades de investimento na economia (nas modalidades de empréstimo e de capital), a CMVM tem por objetivo último a proteção dos investidores, visando, com a imposição dos limites propostos, mitigar o risco individual incorrido por cada investidor não profissional, não havendo limites para os investidores profissionais ou qualificados.

Com efeito, o investimento em *crowdfunding* acarreta risco, constituindo-se como uma alternativa ao financiamento via capital de risco. A taxa de fracasso das *startups* ronda os 90%¹ nos últimos 5 anos, e em matéria de conhecimentos e experiência nota-se que os *business angels* e empresas de capital de risco são antigos empresários com experiência nos setores industriais e financeiros, enquanto os investidores típicos em *crowdfunding* não possuem em regra este tipo de conhecimento.

A introdução de limites ao investimento decorre de habilitação regulamentar expressa conferida à CMVM. Em linha com as preocupações manifestadas na consulta pública do regulamento da CMVM no sentido que a imposição de limites ao investimento mais conservadores poderá tendencialmente constituir-se como uma prática de discriminação negativa deste tipo de investimentos relativamente a outros existentes no mercado e limitadora da diversificação dos instrumentos de captação de poupança dos portugueses, exclui-se da aplicação dos limites ao investimento os investidores qualificados nos termos das alíneas a) a k) do artigo 30.º do Código dos Valores Mobiliários, permitindo-se que os investidores mais habilitados invistam em financiamento colaborativo nos montantes que considerem mais adequados, sem que lhes seja imposto um limite por via regulamentar. Adicionalmente, foi fixado em 70.000 euros, em vez de 100.000 euros como tinha sido inicialmente proposto, o montante de rendimento anual a partir do qual se exceciona a aplicação dos limites ao investimento em financiamento colaborativo, permitindo assim que mais investidores possam investir nesta atividade, sem comprometer o nível de proteção do investidor pretendido.

¹ Dados do Gabinete de Estudos da CMVM



CMVM

- d) **Dado o potencial efeito de dissuasão nos apoiantes dos projetos, recomenda-se ao Governo e às entidades competentes que ponderem e avaliem a objetividade e a proporcionalidade dos requisitos de identificação completa dos apoiantes dos projetos, no financiamento colaborativo por donativo ou recompensa.**

No que respeita às modalidades de *Crowdfunding* que a CMVM supervisiona, a norma parece proporcional e adequada, nomeadamente à luz da necessidade de prevenção do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo.

- e) **No sentido de promover a informação sobre financiamento colaborativo, recomenda-se ao Governo e às entidades competentes a inclusão de informação sobre este tipo de serviço no site do Plano Nacional de Formação Financeira, incluindo um redireccionamento para o sitio na internet do Portal do Consumidor e para o sitio na internet da CMVM.**

O Plano Nacional de Formação Financeira (**PNFF**) inclui já conteúdos relacionados com o *crowdfunding* como instrumento alternativo de financiamento em algumas das suas sessões de formação e/ou sensibilização. Curiosamente, na fase de avaliação, os formandos que escolheram especializar-se nas matérias da responsabilidade da CMVM, elegeram como tema central o capital de risco e o *crowdfunding* como matérias a divulgar junto do setor empresarial, reconhecendo o seu potencial impacto como fontes alternativas de financiamento.

- f) **No sentido de promover as condições de entrada e expansão de plataformas no mercado português, recomenda-se à CMVM que pondere e avalie a inclusão na regulação nacional, da possibilidade de se conceder direitos de prestação de serviços, em Portugal, a plataformas de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo sediadas noutros estados membros (nomeadamente, as que detenham licença DMIF, pelo menos para as atividades abrangidas por esta legislação).**

De acordo com a legislação nacional, o acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo é realizado mediante registo prévio das entidades gestoras das plataformas eletrónicas junto da CMVM, sendo esta entidade responsável pela regulação, supervisão e fiscalização, assim como pela averiguação das respetivas infrações, instrução processual e aplicação de coimas e sanções acessórias no quadro vigente. Este processo aplica-se a plataformas nacionais ou estrangeiras.

A opção adotada pelo legislador e vertida no RJFC quanto à natureza e atividade da entidade gestora da plataforma de financiamento colaborativo traduziu-se num modelo distinto daqueles que foram adotados pelos outros países europeus, em que as plataformas ou estão autorizadas no âmbito da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (**DMIF**) ou atuam enquanto agente vinculado de uma empresa de investimento, ao abrigo da DMIF. Nos demais casos, as plataformas



CMVM

exercem a atividade de intermediação de financiamento colaborativo ao abrigo da exceção do art.^º 3.^º da DMIF que permitiu a alguns estados membros fazer atuar as respetivas plataformas fora do âmbito desse normativo desde que as mesmas não executem ordens ou detenham fundos dos clientes.

Ora, em sede de transposição da DMIF, o legislador português não exerceu essa opção senão para os agentes vinculados dos intermediários financeiros. Tal como em Espanha, o legislador português entendeu que as plataformas de *crowdfunding* não prestam serviços DMIF, mas sim o serviço de receção, seleção e publicação de projetos de financiamento colaborativo através do desenvolvimento e exploração de canais de comunicação que facilitem angariação de investimento provenientes dos investidores.

Traduzindo-se a referida intermediação de financiamento colaborativo na intermediação para subscrição de instrumentos financeiros, a plataforma de financiamento colaborativo poderia pretender organizar-se para receber e transmitir ordens por conta desses investidores, o que consubstanciaria nos termos e para os efeitos da alínea a) do número 1 (e do número 2) do art.^º 290.^º do Código dos Valores Mobiliários, um serviço / atividade de investimento em instrumentos financeiros cujo exercício a título profissional se encontra, nos termos do n.^º 2 do artigo 298.^º do CVM, reservado a intermediários financeiros. Assim, apenas uma plataforma de financiamento colaborativo cuja entidade gestora revista a natureza de intermediário financeiro ou agente vinculado de intermediários financeiros poderá exercer as referidas atividades reservadas.

2) Outras questões suscitadas no Relatório

No que concerne outras matérias do domínio da CMVM, o Relatório refere as novas tecnologias no aconselhamento e gestão de investimento- Robo-advisor. A CMVM segue atentamente este mercado, tendo já realizado *workshops* sobre esta matéria, analisando este fenómeno, quais as instituições financeiras que oferecem este tipo de serviço, as vantagens e riscos associados ao mesmo, envolvendo no debate os principais *stakeholders* do mercado e as universidades.

Porém, o trabalho desenvolvido nesta matéria tem também decorrido a nível interno, em particular no Comité de Inovação Financeira (CIF) da CMVM, onde os vários departamentos (incluindo de supervisão e de política regulatória) têm analisado este serviço, debatendo vantagens associadas ao mesmo (como a maior transparência ao nível das comissões, facilidade de acesso ao serviço e mesmo a melhoria dos serviços de consultoria), mas também os riscos para os investidores, nomeadamente informação limitada, as potenciais falhas na ferramenta (algoritmo), e.g *Hacking*, ou as potenciais dificuldades associadas a um contencioso legal.

A avaliação da adequação (*suitability*) é uma das obrigações mais importantes para a proteção dos investidores, sendo requisito para aceder a qualquer tipo de consultoria de investimento e gestão de carteiras. Garantir que as ferramentas automatizadas podem obter a informação necessária de



CMVM

potenciais clientes para avaliar a adequação das recomendações ao investidor será o grande desafio operacional para as empresas de investimento.

Neste mesmo sentido, no passado mês de julho, a ESMA publicou *guidelines* para os requisitos de adequação da DMIF II, onde foi considerado o *robo-advice*. Originalmente introduzidos na DMIF I em 2007, os requisitos de adequação são um instrumento para melhorar a proteção o investidor. As entidades devem avaliar o conhecimento e a experiência de seus clientes, situação financeira e objetivos antes de oferecerem consultoria para investimento e serviços de gestão de carteiras. As *guidelines* reforçam que as entidades continuam a ser responsáveis por defender os melhores interesses dos seus clientes, independentemente do recurso a ferramentas automatizadas e outras tecnologias emergentes que substituem a interação humana (neutralidade tecnológica).

A ESMA destacou que as empresas que disponibilizam *robo-advice* devem ter consciência de que a capacidade de um cliente para fazer uma decisão informada pode ser baseada unicamente em divulgações eletrónicas feitas via e-mail, sites, aplicativos móveis ou outros meios eletrónicos. O nível de contato humano pode variar de acordo com a dimensão das contas e os montantes investidos. Assim, as empresas terão que considerar como explicar o modelo automatizado e o propósito dos aconselhamentos de investimento e serviços de forma clara e simples para garantir que os potenciais clientes entendam. As entidades terão ainda que explicar sobre o grau de interação humana disponível para os clientes e esclarecer como os eles podem ter acesso aos colaboradores, sempre que possível.

Investidores adequados precisam de sistemas de informação adequados. A avaliação da adequação é uma das obrigações mais importantes para a proteção dos investidores, dado que se aplica a qualquer tipo de consultoria de investimento e gestão de carteiras. Garantir que as ferramentas automatizadas podem obter a informação necessária de potenciais clientes será o grande desafio operacional para as empresas de investimento.

Finalmente, no que concerne a regimes regulatórios promotores de inovação, a CMVM tem vindo a acompanhar o trabalho de alguns reguladores que adotaram regimes e iniciativas regulatórias que visam facilitar o licenciamento de empresas FinTech num ambiente regulatório controlado. O mais recente exemplo disso, foi a estadia no final de mês de abril, de colaboradores da CMVM no Reino Unido junto do FCA Innovate, onde se procurou densificar os conhecimentos sobre os benefícios e desafios de um *Innovation Hub e Sandbox*, critérios de escolha, identificação de fatores de risco e taxas de sucesso. A CMVM está ainda a trabalhar conjuntamente com outros *stakeholders* do mercado nacional na tentativa de montar um *Innovation Hub* em Portugal.