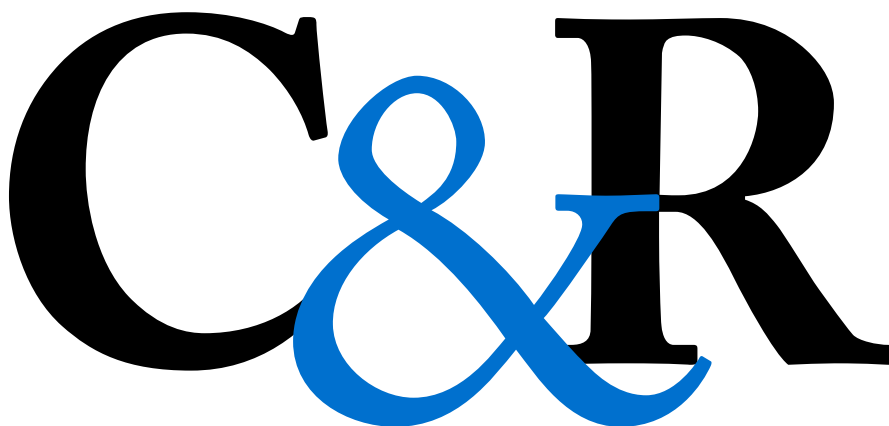


AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA  
INSTITUTO DE DIREITO ECONÓMICO  
FINANCEIRO E FISCAL DA FACULDADE DE DIREITO  
DA UNIVERSIDADE DE LISBOA

PORTUGUESE COMPETITION AUTHORITY  
INSTITUTE OF ECONOMIC, FINANCIAL AND TAX LAW  
OF THE UNIVERSITY OF LISBON LAW SCHOOL



REVISTA  
DE CONCORRÊNCIA  
E REGULAÇÃO  
COMPETITION  
AND REGULATION

ANO/YEAR X • NÚMERO/No 40  
OUTUBRO/OCTOBER • DEZEMBRO/DECEMBER 2019  
PERIODICIDADE TRIMESTRAL/QUARTERLY



INSTITUTO  
DE DIREITO  
ECONÓMICO  
FINANCEIRO  
E FISCAL FDL



AUTORIDADE DA  
CONCORRÊNCIA



REVISTA  
DE CONCORRÊNCIA  
E REGULAÇÃO



ANO X • NÚMERO 40  
OUTUBRO – DEZEMBRO 2019

# REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

*Direção/Editorial Chairs*

MARIA JOÃO MELÍCIAS • MIGUEL SOUSA FERRO

*Presidência do Conselho Científico/Scientific Council Chairs*

EDUARDO PAZ FERREIRA • MARGARIDA MATOS ROSA

*Presidência do Conselho de Redação/President of the Executive Editorial Board*

RICARDO BAYÃO HORTA

*Conselho Consultivo/Advisory Board*

JOÃO E. GATA • NUNO CUNHA RODRIGUES



INSTITUTO  
DE DIREITO  
ECONÓMICO  
FINANCEIRO  
E FISCAL FDL



AUTORIDADE DA  
CONCORRÊNCIA

REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

Ano X • Número 40

outubro – dezembro 2019

DIRETORES

MARIA JOÃO MELÍCIAS

MIGUEL SOUSA FERRO (Diretor-Adjunto)

PROPRIETÁRIOS

AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA

Av. de Berna, 19

1050-037 Lisboa

NIF: 506557057

IDEFF

FACULDADE DE DIREITO

Alameda da Universidade

1649-014 Lisboa

NIF: 506764877

SEDE DA REDAÇÃO

Avenida de Berna, 19

1050-037 Lisboa

EXECUÇÃO GRÁFICA

UNDO, L.<sup>DA</sup>

DEZEMBRO 2019

N.º DE REGISTO NA ERC

126126

ESTATUTO EDITORIAL

[http://www.concorrenca.pt/vPT/Estudos\\_e\\_Publicacoes/Revista\\_CR/Paginas/Revista-CR.aspx](http://www.concorrenca.pt/vPT/Estudos_e_Publicacoes/Revista_CR/Paginas/Revista-CR.aspx)

Os dados e as opiniões inseridos na presente publicação  
são da exclusiva responsabilidade do(s) seus(s) autor(es).

A C&R tem uma política de acesso livre e gratuito.

Os artigos poderão ser lidos, descarregados, copiados, distribuídos, impressos, pesquisados ou utilizados para qualquer propósito legal, sem barreiras financeiras, legais ou técnicas. Os autores detêm o controlo da integridade do seu trabalho e o direito a ser reconhecidos e citados.

# ÍNDICE

## 9 EDITORIAL

## 13 DOUTRINA

### 13 Doutrina geral

15 Luís Guilherme Catarino – *Ofertas Públicas de Criptomoedas: FinTech, Tokens, Smart Contracts, Blockchain, and all that jazz...*

91 Armando Sumba – *A Regulação e Supervisão de Instituições de Microfinanças na África Ocidental*

## 129 BREVES

131 João Torres – *Opportunities and challenges*

135 Irene Moreno-Tapia & Victoria Rivas – *Some Thoughts About Fundamental Rights and the ECN+ Directive*

141 Guilherme Oliveira e Costa – *Otis: another brick in the wall of EU Competition Law's private enforcement*

## 147 JURISPRUDÊNCIA GERAL

149 Jurisprudência de concorrência da União Europeia – outubro a dezembro de 2019

## 155 Notas Curriculares

## 161 Índice consolidado por temas

## 185 Colaboração com a Revista de Concorrência e Regulação

## 187 Órgãos Sociais





## EDITORIAL/EDITORIAL NOTE

*Maria João Melícias*

*Miguel Sousa Ferro*

Este número 40 da Revista de Concorrência & Regulação abre com um trabalho doutrinal aprofundado de Luís Guilherme Catarino, que se debruça sobre a realidade e os desafios da regulação dos instrumentos inovadores no mundo financeiro, concentrando-se nas ofertas públicas iniciais de moeda, em especial no que respeita a criptomoeda, tokens, blockchain, entre outros. O autor defende a necessidade de maior intervenção regulatória, desenvolvida em termos globais e abstratos em vez de uma abordagem casuística, com vista à defesa da estabilidade do setor financeiro e proteção dos consumidores.

Armando Sumba, docente na Faculdade de Direito de Bissau e com uma já longa carreira no setor

*This Issue 40 of the Revista de Concorrência & Regulação begins with an in-depth research paper by Luís Guilherme Catarino, who provides an overview of the reality and challenges of the regulation of innovative instruments in the financial world, focusing of initial coin offerings, in particular in what concerns cryptocurrency, tokens, blockchain and others. The author argues for the need for a greater degree of regulatory intervention, to be developed in abstract and global terms, instead of a case-by-case approach, with the aim of defending the stability of the financial sector and protecting consumers.*

*Armando Sumba, a lecturer at the Bissau Law School with an already long career in the financial sector, presents us*

financeiro, apresenta-nos uma análise crítica da regulação e supervisão de instituições de microfinanças no contexto da União Económica e Monetária da África Ocidental. O autor realça o contraste entre a importância e potencial impacto dos instrumentos de microfinanças e a receptividade e sucesso destes instrumentos nesta região. São identificadas ineficiências e características regulatórias desaptadas de realidades locais, sendo atribuídas responsabilidades a legisladores, reguladores e operadores privados.

João Torres, Secretário de Estado do Comércio, Serviços e Defesa do Consumidor, naquele que foi o seu discurso de encerramento da 1.<sup>a</sup> Conferência Women@CompetitionIberia, realizada em Lisboa em maio de 2019, discute alguns dos principais desafios com que nos defrontamos hoje na concorrência e na regulação da economia, incluindo a economia digital, *big data* e privacidade.

Irene Moreno-Tapia e Victoria Rivas contribuem para o debate em curso sobre a transposição da Diretiva ECN+ (Diretiva 2019/1/UE), com reflexões sobre preocupações ligadas aos direitos fundamentais suscitadas pelo acréscimo de poderes das ANCs, pelas normas sobre inspeções e acesso a informação, e pelos poderes de imposição de sanções.

Guilherme Oliveira e Costa olha para o recente acórdão do Tribunal

*with a critical analysis of the regulation and supervision of microfinance operators in the context of the West African Economic and Monetary Union. The author highlights the contrast between the important and potential impact of microfinancing instruments and the receptiveness and success of these instruments in this region. The paper identified inefficiencies and regulatory characteristics ill adjusted to local realities, with responsibility being assigned to legislators, regulators and private operators.*

*João Torres, Secretary of State for Trade, Services and Consumer Protection, discusses some of the main challenges we are faced with in competition and economic regulation, including the digital economy, big data and privacy, in an article which is his closing keynote speech, delivered at the first Women@CompetitionIberia Conference, held in Lisbon in May 2019.*

*Irene Moreno-Tapia and Victoria Rivas contribute to the ongoing debate on the transposition of the ECN+ Directive (Directive 2019/1/EU) with thoughts on concerns connected to fundamental rights raised by the increased empowerment of NCAs, provisions on inspections and access to information and powers to impose sanctions.*

*Guilherme Oliveira e Costa looks at the recent judgment of the Court of*

de Justiça da UE no caso Otis, e o seu impacto sobre a aplicação privada do direito europeu da concorrência, no que respeita à questão específica da causalidade e às clarificações mais amplas das regras aplicáveis à responsabilidade extracontratual por violações dos Artigos 101.º e 102.º do TFUE.

*Justice of the EU in the Otis case, and its impact on the private enforcement of EU Competition Law, both with regard to the specific issue of causality and the broader clarifications on the rules applicable to tort liability for infringements of Arts. 101 and 102 TFEU.*



C&R

DOCTRINA

*Doutrina geral*



# OFERTAS PÚBLICAS DE CRIPTOMOEDAS: FINTECH, TOKENS, SMART CONTRACTS, BLOCKCHAIN, AND ALL THAT JAZZ...

*Luís Guilherme Catarino<sup>1</sup>*

**ABSTRACT** *Financial innovation is viewed very positively by the financial services sector. Since the global financial crisis technological change and the development of financial technology are changing the traditional regulatory paradigm of deregulation. There are new concerns and regulatory approaches to experimental innovation such as crowd sales or disruptive innovation such as blockchain. This Article intends to examine a particular market theme, the ICOs, and appreciate dark sides, changes and challenges in legal technology and regulatory implications of such. Keeping pace with the traditional objectives of consumer protection and financial stability, the regulatory pendulum must swing from doing nothing, permissiveness, experimentalism and development of a new regulatory framework.*

**KEY-WORDS** Business and Securities Law • Financial Innovation • Technological Change • Financial Instruments • Cryptocurrencies • Initial Coin Offerings

**SUMÁRIO** 1. Introdução. 2. Sobre as criptomoedas ou criptoactivos. 2.1. As ofertas públicas de Criptomoedas ou ICOs (*Initial Coin Offerings*). 2.2. ICOs e principais riscos. 2.3. A *Distributed Ledger Technology* ou tecnologia descentralizada de registo de dados. 3. A criptomoeda – moeda virtual? 3.1. Classificações de criptomoedas ou *tokens*. 4. ICOs de *investment tokens*: um “OJNI”. 4.1. As ICOs nos EUA. 4.2. ICOs e valores mobiliários na UE. 5. ICOs e valores mobiliários em Portugal. 5.1. Isenções. 6. Conclusões.

---

1 Secretário do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF). O presente documento segue, em parte, uma análise efectuada sob o tema da Inovação Financeira no Instituto de Valores Mobiliários da FDUL. As opiniões expendidas apenas vinculam o Autor. O texto não segue o novo Acordo Ortográfico.

## 1. INTRODUÇÃO: INVENÇÃO E INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, DISRUPÇÃO E EXPERIMENTAÇÃO (FINTECH).

O fenómeno das criptomoedas (“moedas virtuais”) ou criptoactivos e da sua emissão e oferta ao público para subscrição ou venda tem despertado tanta atenção dos investidores quanto preocupação das autoridades públicas de regulação e supervisão. É um fenómeno usualmente incluído no movimento denominado de FinTech – de *Finance* e/ou *Financial Technology* –, termo utilizado para descrever uma variedade de inovações nos serviços financeiros permitidas pela tecnologia, de que decorrem produtos, processos ou modelos de negócio com características inovadoras, bem como de tecnologias inovadoras, emergentes, que têm o potencial de impactar diversas áreas dos serviços financeiros e assim transformar a indústria financeira<sup>2</sup>. A inovação financeira não é um fenómeno novo mas com a inovação tecnológica digital deu um salto qualitativo (o primeiro conjunto é mais vasto que o segundo), gerando produtos, processos ou modelos de negócio com características atípicas que têm o potencial de impactar diversas áreas tradicionais de serviços e actividades financeiras. O fenómeno das criptomoedas traduz uma das facetas desta novel inovação financeira a que poderemos acrescentar a gestão de dados em massa (*big data*) e o seu tratamento através de sistemas de inteligência artificial (IA), as tecnologias de registos descentralizados de bases de dados (*DLT*) e de registos informáticos de transacções aceites por consenso mútuo de vários *players* em sucessivos blocos partilhados (por múltiplas partes ou *nodes* como a *blockchain*, um tipo de *DLT*), ou os serviços prestados “na nuvem”, i.e., por servidores remotos instalados na internet partilhados para gerir e processar dados (*Cloud Computing*)<sup>3</sup>.

A forte adesão do público a (mais) este fenómeno de “uberização” de modelo de negócio de *crowdsales* – em que se inclui o *crowdfunding* – é demonstrada pelo número das ofertas realizadas (entre 850 e 900 no ano de 2017, e acima de 1250 em 2018) e pelos montantes em causa (entre \$5 e 6 mil

2 Definição de FinTech adoptada pela IOSCO, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>.

3 A definição da IOSCO (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>) vai de par com definição do *Financial Stability Board* (FSB), enquanto “technologically enabled financial innovation that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on financial markets and institutions and the provision of financial services”, in *Monitoring of FinTech* <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/additional-policy-areas/monitoring-of-fintech/> (acedido em 5Mar2018).



Milhões de USD também em 2017, e \$7 mil Milhões em 2018<sup>4</sup>). Durante o ano de 2018 os números, embora incertos, são igualmente expressivos<sup>5</sup> e a duração média das ofertas de criptomoedas situava-se entre 30 dias e 2 meses (60% duraram menos de 30 dias) com muitas ofertas integralmente subscritas num dia<sup>6</sup>. Durante o ano de 2019 o montante angariado por ICOs de *tokens* diminuiu drasticamente (cerca de USD \$3 mil milhões, em cerca de metade das ICOs de 2018), presumivelmente devido à intervenção dos reguladores e como reacção a algumas fraudes ocorridas neste domínio em 2018<sup>7</sup>.

As ofertas públicas iniciais de moedas ou *Initial Coin Offerings* (ICO), expressão utilizada por sinonímia com as *Initial Public Offerings* (IPO), são uma *inovação* que não criou algo de novo, i.e., não se trata de uma *invenção*. Traduzem uma nova forma ou uso económico aplicado a uma anterior invenção, que é implementada para lhe trazer valor. É por isso uma forma inovadora de obter financiamento do público em geral, ultrapassando as formas institucionais similares tradicionais, como as ofertas públicas de subscrição ou IPOs. Como veremos, dificilmente se reconduzindo estas realidades aos cânones regulatórios actuais, as autoridades de regulação têm procedido a uma análise minuciosa da sua natureza e do seu impacto tentando evitar o *efeito disruptivo* típico de inovações caracterizadas pela *capacidade de mudança*, forte *potencial substitutivo* e grande *impacto estrutural* sobre os sectores e os *players* tradicionais.

Quando se verifica não ser possível um *efeito sustentador*, por exemplo porque a inovação não se prende com conceitos de melhoria contínua de um modelo ou de um padrão, na regulação tenta-se que o possível *efeito disruptivo*

4 Os dados recolhidos por portais especializados não são uniformes e as metodologias e fontes utilizadas nem sempre se encontram disponíveis ou são perceptíveis. Tomando por exemplo as estatísticas divulgadas pelos portais mais especializados temos em 2017, segundo a Icodata, \$6,137,710,958 angariados, <https://www.icodata.io/stats/2017>; segundo a Businessinsider, só para *start-ups*, \$5,600,000,000, <http://uk.businessinsider.com/how-much-raised-icos-2017-tokendata-2017-2018-1>; segundo a CoinSchedule \$6,240,046,555, <https://www.coinschedule.com/stats.html?year=2017>.

5 Assim, o Relatório da PWC de Jun2018, em colaboração com a Crypto Valley, *Initial Coin Offerings. A strategic Perspective*, [https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20180628\\_PwC-S-CVA-ICO-Report\\_EN.pdf](https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20180628_PwC-S-CVA-ICO-Report_EN.pdf). Temos como dados públicos coligidos sobre o ano de 2018, e até Setembro, ICOs no montante de \$20,027,193,438 tendo como fonte a Coinschedule, <https://www.coinschedule.com/stats.html> (acedido em 5Set2018).

6 Segundo dados da Icorating, no seu *ICO Market Research Q1 2018*, disponível em [https://icorating.com/ico\\_market\\_research\\_q1\\_2018\\_icorating.pdf](https://icorating.com/ico_market_research_q1_2018_icorating.pdf) (acedido em 15Set2018).

7 Dados estatísticos globais da CoinSchedule disponíveis em <https://www.coinschedule.com/stats>. Segundo estatísticas da ICODATA, em 2019 temos USD \$371,209,025 angariados em 109 ICOs, <https://www.icodata.io/stats/2019>.

seja substituído por um *efeito colaborativo*. Convocam-se os novos agentes económicos para um quadro de acompanhamento e experimentação que permita aos reguladores sectoriais colmatar eventuais falhas de mercado e compreender novos meios de regulação e supervisão. É que existe uma *ordem pública* que as autoridades reguladoras, criadas para prossecução de interesses públicos específicos (*causa* da sua criação e da sua *manutenção* ou *não extinção*) se encontram obrigadas a defender<sup>8</sup>, através de competências *fortes* de regulação e de supervisão. *In casu*, pensamos em atribuições públicas como a protecção dos consumidores, da integridade e estabilidade dos mercados financeiros prevenindo riscos sistémicos, a eficiência e transparência dos mercados, a promoção de uma sã concorrência sem arbitragem regulatória negativa ... fins legais de difícil exequibilidade face às inovações financeiras decorrentes da inovação tecnológica<sup>9</sup>.

À inovação tecnológica financeira correspondem novas soluções tecnológicas para uma aproximação eficiente e efectiva ao cumprimento de requisitos de regulação e a soluções de *compliance* por empresas reguladas<sup>10</sup>, no que é denominado de RegTech (de *Regulatory Technology*)<sup>11</sup>. Tradicionalmente distinguem-se dois segmentos do RegTech:

- (i) de aplicação de meios tecnológicos pelas instituições financeiras tendo em vista a diminuição de custos de *compliance* face à necessidade de adopção de novas soluções para cumprir de forma eficiente, segura e com menor risco a relação com os reguladores e com o meio onde interagem (pensamos nos deveres de transparência, de *Know Your customer*, na cibersegurança, na prevenção de crimes financeiros e AML/CFT, nos reportes obrigatórios de informação e nas inspecções e auditorias), e face a constantes vicissitudes e alteração de requisitos regulatórios (*dynamic compliance*)<sup>12</sup>;

8 Catarino, 2010: 387.

9 *Monitoring of FinTech*, <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/additional-policy-areas/monitoring-of-fintech/> (acedido em 3Mar2018).

10 *RegTech In Financial Services: Technology Solutions for Compliance and Reporting* do Institute for International Finance, <https://www.iif.com/Innovation/Regtech>. [https://www.iif.com/Portals/0/Files/private/iif-regtech\\_in\\_financial\\_services\\_-\\_solutions\\_for\\_compliance\\_and\\_reporting.pdf?ver=2019-01-04-142943-690](https://www.iif.com/Portals/0/Files/private/iif-regtech_in_financial_services_-_solutions_for_compliance_and_reporting.pdf?ver=2019-01-04-142943-690) (acedido em 5Fev2019).

11 Ainda neste âmbito, *cfr* a International Reg Tech Association criada em 2017, <https://regtechassociation.org/>

12 Arner, Barberi & Buckley, 2017: 371-413.

- (ii) de SupTech (de *Supervisory Technology*) ou de aplicação pelos supervisores de novas aplicações tecnológicas para os seus procedimentos administrativos, automatizados e digitalizados, baseados numa análise digital sofisticada de *data* – melhor coligidos e geridos do que na forma tradicional –, para fazer face aos novos desafios.

A dificuldade sentida pelos Estados e seus reguladores sectoriais levou-os, neste *sentido colaborativo*, a desenvolver novos meios, a criar departamentos internos (nos governos ou em outras autoridades reguladoras), a contratar quadros especializados, tendo em vista a “experimentação para a regulação” de empresas FinTech que sejam consideradas inovadoras (ou disruptivas) face ao *framework* nacional e internacional<sup>13</sup>. Desenvolveram-se, com apoio dos reguladores ou de grandes empresas do sector privado, diversos meios de aproximação da regulação ao resultado de tecnologias profundamente inovadoras e criaram-se espaços de discussão e de cooperação como *workshops*, meios de financiamento (*Accelerators*), de interação (*Incubators*), de aprendizagem e de orientação regulatória (*Innovation hubs*). Quando falamos de *Innovation hubs* ou “Pólos de Inovação<sup>14</sup>” referimo-nos a um estágio institucional de interacção em que os reguladores cooperam com as empresas FinTech prestando-lhes apoio mediante reuniões prévias e/ou posteriores a eventuais autorizações administrativas (não nos referimos a consultoria ou a assessoria jurídica ou económica). Tem-se em vista conformar os novos produtos ou serviços à regulação aplicável. Em Portugal, também os representantes das três autoridades de supervisão do sistema financeiro celebraram em 30 de Julho de 2018 um acordo administrativo de cooperação com a associação Portugal

13 É o caso de Singapura, Japão, Honk Kong, Austrália, Canadá, EUA – cfr a supra referida Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu de 8Mar2018, COM(2018) 109 Final, e descrição das iniciativas em curso na União Europeia. Em termos globais, cfr. o *paper* do Conselho de Estabilidade Financeira ou FSB de 27Jun2017, *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention*, <http://www.fsb.org/2017/06/financial-stability-implications-from-fintech/> (acedido em 5Mar2018).

14 Os Pólos de Inovação são instrumentos institucionais “no âmbito do qual entidades regulamentadas e não regulamentadas (ou seja, empresas não autorizadas) colaboram com a autoridade competente para debater questões relacionadas com a tecnologia financeira (partilhar informações e pontos de vista, etc.), e obter esclarecimentos sobre a conformidade dos modelos empresariais com o quadro regulamentar ou no que respeita aos requisitos regulamentares ou às condições de autorização (por exemplo, orientações adaptadas a cada empresa sobre a interpretação das regras aplicáveis)” (cfr. o *Discussion Paper on EBA’s approach to financial technology (FinTech)*, EBA/DP/2017/02, de 4Ago2017.

FinTech<sup>15</sup> tendo em vista a criação e desenvolvimento de uma plataforma de inovação<sup>16</sup>, tendo em 2019 sido reeditado este *Hub* mas apenas entre reguladores, numa plataforma de inovação denominada de Portugal FINLAB<sup>17</sup>.

Numa fase regulatória mais adiantada (um passo adiante) da relação inovação-regulação e criação de ambientes regulatórios controlados, encontramos a criação de uma regulação temporária especialmente adaptada para teste de bens ou de serviços inovadores, com o acompanhamento dos reguladores: nesta fase de *piloting* temos as denominadas *regulatory sandboxes*<sup>18</sup>. Traduzem-se em “Ambientes de Testes de Regulamentação”, ambientes controlados de experimentação que permitem ao regulador um conhecimento aprofundado da inovação (*regulatory innovation*), uma fiscalização e controlo (supervisão) e adaptação de normas *hard* ou *soft* e de procedimentos (regulamentação), que permitem às empresas um teste do produto ou serviço com uma regulação particularmente adaptada (específica), que comporta riscos e custos menores, e permite a posterior adaptação da regulação *necessária* (*smart regulation*)<sup>19</sup>.

O Plano de Acção da Comissão Europeia para a Tecnologia Financeira incentiva a utilização destes meios “pré-regulatórios” e de cooperação com os regulados (*efeito colaborativo*) como sendo uma vantagem mútua<sup>20</sup>. Tendo em vista a defesa da *integridade* do mercado desta forma permite-se o teste do mercado e da regulação simultânea com a prática da inovação, conseguindo-se no momento de autorização administrativa de uma operação ou

15 Cfr o protocolo celebrado entre estas autoridades e a Associação Portugal Fintech, in <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Documents/Portugal%20FinLab%20-%20Press%20Release.pdf> (acedido em 1Out2018).

16 O Banco de Portugal (BdP), a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), e a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), assinaram com a associação Portugal Fintech a criação de uma plataforma (Portugal FINLAB – <https://www.portugalfinlab.org>), e que teve em vista desenvolver este ecossistema FinTech, RegTech e InsurTech em Portugal, denominado de Portugal FinLab (de “Portugal FinLab – where regulation meets innovation”).

17 A nova plataforma foi criada no âmbito do CNSF, entre o BdP, a CMVM e a ASF, assumindo uma parceria de base consultiva com associações criadas no setor e com incumbentes, <https://www.portugalfinlab.org/>.

18 Os “ambientes de teste” da regulamentação visam proporcionar às instituições financeiras e às empresas não financeiras um espaço em que podem testar soluções inovadoras em matéria de tecnologia financeira durante um período de tempo limitado, com o apoio de uma autoridade, o que lhes permite validar e testar o seu modelo empresarial num ambiente seguro (cfr. o *Discussion Paper* EBA/DP/2017/02 *cit.*, ou *Fintech and Financial Services: Initial Considerations* de 2017 do FMI, *cit.*). A título de exemplo, veja-se a autoridade canadiana CSA, no Reino Unido a FCA, na Austrália a ASIC, a autoridade de Hong-Kong (HKMA), a AFM na Holanda, ou o Consumer Financial Protection Bureau nos EUA.

19 Zetsche et al., 2017: 91.

20 [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180308-action-plan-fintech\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180308-action-plan-fintech_en.pdf).

actividade e posterior fiscalização ou supervisão, uma aproximação e orientação para as novas empresas (*responsive regulation*). Consegue-se uma actuação *proporcional* e um cumprimento das normas adequado face às expectativas das empresas, mas também a criação de orientações para as instituições financeiras tradicionais que pretenderem utilizar FinTechs (as denominadas, com alguma imprecisão, “incumbentes”<sup>21</sup>). O objectivo é permitir obter maior celeridade e eficiência para todas as partes e por isso se estabelecem estes “facilitadores” de inovação (denominados *Fintech Facilitators*<sup>22</sup>). É também importante salientar a defesa da necessária *neutralidade tecnológica*, i.e., a regulação e a supervisão devem ser idênticas independentemente do canal utilizado ou de quem seja o prestador de um serviço financeiro.

## 2. SOBRE AS CRIPTOMOEDAS: MOEDAS VIRTUAIS OU CRIPTOATIVOS.

As denominadas moedas virtuais ou digitais assentam na ciência da criptografia (ciência que convoca a física, a matemática, a engenharia mecânica e electrónica, e as ciências de comunicação), e têm a particularidade de se basear numa rede de circulação e de segurança puramente tecnológica e independente de qualquer autoridade central. A expressão criptomoedas advém do uso intensivo da criptografia e das complexas técnicas matemáticas e funções em que assenta, bem como de assinaturas digitais<sup>23</sup>. Devemos distingui-la da verdadeira moeda, i.e., da moeda com curso legal e curso forçado (*infra*). Ao contrário da moeda legal, a criptomoeda ou “moeda virtual” traduz uma representação digital de valor, que é aceite por pessoas singulares ou

21 Por incumbentes entende-se, na gíria económica, qualquer empresa que detém uma posição relevante ou dominante num determinado sector ou mercado, e no âmbito da regulação as entidades ou empresas que são concessionárias de um serviço ou de um bem, ou da sua exploração, por uma entidade pública.

22 Com esta expressão – traduzida à letra – pretende-se significar “institutional arrangement whereby regulated or unregulated entities (i.e. unauthorized firms) engage with the competent authority to discuss FinTech-related issues, share information and views, etc., and seek clarification on the conformity of business models with the regulatory framework or on regulatory/licensing requirements (i.e. individual guidance to a firm on the interpretation of applicable rules)”. Complementares e um passo adiante estão as denominadas “regulatory sandboxes”, que fornecem “financial institutions and non-financial firms with a controlled space in which they can test innovative FinTech solutions with the support of an authority for a limited period of time, allowing them to validate and test their business model in a safe environment” – *Discussion Paper on EBAs approach to financial technology (FinTech)*, de 4 de Agosto de 2017.

23 Para uma introdução às técnicas e fórmulas matemáticas básicas que suportam a Bitcoin e as tecnologias assentes na criptografia, Narayanan et al., 2016: s/n, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3018534](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018534)

coletivas como meio de troca, que também pode ser transferida, armazenada e comercializada por via eletrónica, mas que não é emitida nem garantida por um banco central, nem por uma autoridade pública, e não está ligada a uma moeda legalmente estabelecida nem possui o estatuto jurídico-legal de moeda ou dinheiro<sup>24</sup>.

A criptomoeda também não é um tipo específico de moeda electrónica (*e.cash* ou *electronic Money*). Esta é definida como “o valor monetário armazenado eletronicamente, inclusive de forma magnética, representado por um crédito sobre o emitente e emitido após receção de notas de banco, moedas e moeda escritural, para efetuar operações de pagamento (...) e que seja aceite por pessoa singular ou coletiva diferente do emitente de moeda electrónica”<sup>25</sup> – art. 2.º, alínea d) do DL n.º 317/2009, de 30 de Outubro<sup>26</sup>. Sendo utilizadas para pagamento (exclusivamente) em transacções *online*, existem características estruturais e legais que as distinguem.

A moeda electrónica traduz o armazenamento electrónico de um valor monetário, em suporte técnico que possa ser amplamente utilizado para realizar pagamentos a empresas diversas do emissor, sem que sejam necessariamente implicadas na operação as contas correntes das partes, mas que funcione também como um instrumento de pré-pagamento ao portador<sup>27</sup>. Um determinado valor monetário pré-existente é disponibilizado para realizar transacções através de meios electrónicos, para ser creditado ou debitado, e o seu uso tem aumentado em grande

24 Esta é a noção utilizada para efeitos da prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo, no art. 1.º, n.º 2, alínea d), (18), da Directiva (UE) 2018/843, do PE e do Conselho, de 30Mai2018, art. 1.º, n.º2, alínea d), (18).

25 Acerca da noção de moeda electrónica ou *electronic money*, cfr art. 2.º, e (2) da Directiva 2009/110/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16Set2009, relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica, ao seu exercício e à sua supervisão prudencial, e art. 1.º, n.º1, (b) e (22) da Directiva (UE) 2015/2366 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25Nov2015, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno.

26 O DL n.º 317/2009, de 30 de Outubro aprovou o regime jurídico relativo ao acesso à actividade das instituições de pagamento e à prestação de serviços de pagamento, que transpôs a Directiva 2009/110/CE do PE e do Conselho, de 16Set2009.

27 “According to the Electronic Money Directive (2009/110/EC), “electronic money” is monetary value as represented by a claim on the issuer which is: stored electronically; issued on receipt of funds of an amount not less in value than the monetary value issued; and accepted as a means of payment by undertakings other than the issuer. Although some of these criteria are also met by virtual currencies, there is one important difference. In electronic money schemes the link between the electronic money and the traditional money format is preserved and has a legal foundation, as the stored funds are expressed in the same unit of account (...), in *Virtual Currency Schemes*, Out2012, pp. 17, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf> (acedido em 15Abr2018).

parte devido ao *e-commerce* (para uma visão da multiplicidade de meios e serviços de pagamentos actuais, *vd* Considerandos da Directiva (UE) 2015/2366 relativa aos serviços de pagamento no mercado interno)<sup>28</sup>. Tem tido um importante papel económico e social no desenvolvimento de países emergentes e de regiões economicamente marginalizadas e de difícil acesso *vg* para estabelecimento de sucursais ou agências de bancos<sup>29</sup>.

O desenvolvimento e a inclusão financeira através destas contas electrónicas constantes de aparelhos “móveis” foi enorme para pessoas individuais e para pequenas empresas e pequenos empreendimentos<sup>30</sup> pois a moeda electrónica e a utilização de redes móveis de comunicação permitiu proceder a transferências directas de *cash* para populações mais necessitadas (“giving directly to the poor”), desenvolver experiências de rendimento mínimo garantido em locais como o Quénia ou Uganda, iniciativas filantrópicas como do co-fundador do eBay, Pierre Omidyar<sup>31</sup>,

---

28 A circulação da moeda digital pode ocorrer pelos mais diversos meios e a realização de operações de pagamento via um mero telefone portátil (*electronic wallet*) tem crescido sustentadamente. A Suécia é um dos Estados em que maior número de habitantes utiliza *apps* nos telemóveis para proceder aos pagamentos de retalho a qualquer hora – estima-se que mais de 50% da população utiliza moeda electrónica –, de tal modo que muitas lojas já não aceitam pagamentos em *cash* – <https://www.riksbank.se/en-gb/financial-stability/payments/e-krona/>. Acerca destes dados, Bech & Garratt, 2017: 55-70.

29 A criação de plataformas móveis de pagamento funciona como sistema “on-us” *i. a.* para o pequeno comércio: funcionando em rede e usualmente com base em dispositivos móveis e sobretudo tendo por base lojas de retalho ou companhias de telefones que prestam serviços financeiros e de pagamento, estas plataformas permitem aos utilizadores transferir para o operador uma determinada quantia de dinheiro que lhes dá crédito através do carregamento nos seus telemóveis. É utilizado como *case study* da vantagem da moeda electrónica digital (*e-money*), o Quénia (porque primeiro exemplo, de 2007), onde uma filial da Vodafone (Safaricom) lançou o M-Pesa – cfr. <https://www.worldremit.com/en/sitemap>.

30 O sucesso pode ser medido pelo facto de ter passado dos 19.000 utentes iniciais para cerca de 10 milhões logo em 2010, e ser replicado hoje em 89 países, do Zimbabué às Filipinas ou Zâmbia, Colômbia, México Brasil, Samoa, Vanuatu. Acerca do sucesso e das vantagens destes *shadow payment systems*, Greenacre, 2015: 298-305; Catarino, 2018: 6.

31 A par destas plataformas de ajuda directa (<https://givedirectly.org/>) existem movimentos filantrópicos como os da Fundação Bill e Melinda Gates. Acerca desta iniciativa da Omidyar Network, válida por 12 anos, para 6.000 quenianos, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-16-202\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-202_en.htm).

e experimentar e estudar os resultados sociológicos e económicos da adopção de políticas de rendimento básico garantido<sup>32</sup> erradicando pobreza<sup>33</sup>.

Tratamos de um tipo de activo designado usualmente por moeda digital ou virtual, um activo não regulado, emitido e objecto de controlo pelo seu emitente (tipicamente uma entidade privada), que se destina a ser utilizada entre os membros de uma comunidade virtual determinada, sem que exista uma regulamentação que lhe confira o estatuto legal de moeda, sem a interposição de instituições financeiras como contrapartes e sem que um banco central ou outra autoridade pública lhe confira qualquer garantia de curso legal. Segundo a definição do BCE, *A virtual currency can be defined as a type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community*<sup>34</sup>.

---

32 Considerada a maior experiência histórica (12 anos) sobre os efeitos da introdução, num território delimitado (cerca de 40 aldeias), de um rendimento básico garantido (o UBI, de *Universal Basic Income*, consiste em transferir directamente USD \$22,20 mensais para residentes, e pretende responder às seguintes questões: “*Do people stop working? Do they start businesses? Are they more likely to spend money on drugs and alcohol — or education?*”. A experiência tem demonstrado até agora que as pessoas visadas não deixaram de trabalhar, gastam o remanescente na satisfação de necessidades e nalguns casos desenvolvem os pequenos negócios que prosseguiam, mas ainda não existem dados suficientes para quaisquer conclusões sobre o tema, <https://www.businessinsider.com/kenyas-basic-income-experiment-just-launched-2017-11>.

33 Considerada a maior experiência histórica (12 anos) sobre os efeitos da introdução, num território delimitado (cerca de 40 aldeias), de um rendimento básico garantido (o UBI, de *Universal Basic Income*, consiste em transferir directamente USD \$22,20 mensais), pretende responder às seguintes questões: “*Do people stop working? Do they start businesses? Are they more likely to spend money on drugs and alcohol — or education?*”. A experiência tem demonstrado até agora que as pessoas não deixaram de trabalhar, gastam o remanescente na satisfação de necessidades e nalguns casos desenvolvem os pequenos negócios que prosseguiam, mas ainda não existem dados suficientes para quaisquer conclusões sobre o tema, <https://www.businessinsider.com/kenyas-basic-income-experiment-just-launched-2017-11>.

34 Distingue ainda o BCE, “A virtual currency can be defined as a type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community. (...) Virtual currency schemes differ from electronic money schemes insofar as the currency being used as the unit of account has no physical counterpart with legal tender status. The absence of a distinct legal framework leads to other important differences as well (...) Firstly, these schemes rely on a specific exchange rate that may fluctuate, since the value of the virtual currency is usually based on its own demand and supply. Secondly, to some extent the conversion blurs the link to traditional currency, which might be problematic when retrieving funds, if this is even permitted. Lastly, the fact that the currency is denominated differently (i.e. not in Euro, US dollar, etc.) and that the funds do not need to be redeemed at par value means that complete control of the virtual currency is left to its issuer, which is usually a non-financial company”, in *Virtual Currency Schemes*, Out2012, in <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.



## 2.1. As ofertas públicas de criptomoedas ou ICOs (*Initial Coin Offerings*).

As ofertas iniciais de moedas ou *Initial Coin Offerings* (ICOs) são uma forma inovadora de um modelo de negócio denominado de *crowdfunding* que, também numa versão paralela das *Initial Public Offerings* (IPOs), se destinam a obter do público em geral, através da *internet*, e de forma onerosa, fundos monetários para financiar empresas em sentido lato (entidades, actividades, projectos<sup>35</sup>). Os empreendedores atribuem criptomoedas (*digital coins*), activos ou “fichas” (*tokens* ou *digital tokens*) de uma determinada plataforma electrónica, ao público que acorre a estas ofertas públicas (estas *crowdsales* são *initial coin offering* ou *token sales*), que representam um activo digital determinado. As expressões *coins* e *tokens* são usualmente utilizadas de forma indiferenciada, mas em rigor as primeiras distinguem-se por assentarem numa *blockchain* própria, mas todas as criptomoedas são *tokens*. No presente texto também são qualificadas de forma indiferenciada.

O seu sucesso deve-se em parte à ultrapassagem das formas tradicionais de financiamento: dados os seus menores custos e exigências legais<sup>36</sup>, é um modelo de negócio escolhido por projectos inovadores ou por *start-ups* que através de um sistema informático promotor (*blockchain* ou DLT) emite/vende uma moeda/activo digital aos consumidores, a troco de moeda oficial ou de outras moedas/activos virtuais com liquidez (p.e. Bitcoin ou Ether, ou de entre os cerca de 2000 Altcoins actuais<sup>37</sup>), mediante o cumprimento de regras de transmissão que constam de um “protocolo” (regras da emissão sob a forma de um código informático), regras utilizadas pela “rede” descentralizada onde operam outros participantes (operadores) que têm como função o registo, conservação e actualização das posteriores transacções. Em caso de sucesso, o investimento poderá trazer mais-valias muito apreciáveis aos investidores, realizadas através da troca com moedas com curso legal (como o Euro ou o Dólar) ou outras moedas virtuais com maior liquidez.

Em regra, estas ofertas ao público baseiam-se na apresentação de informação e de documentação técnica mínima: a empresa ou projecto a financiar é apresentada ou descrita numa espécie de prospecto/folheto auto-denominado

35 Cfr. O *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, de 25 Jul 2017, relativo a um projecto denominado The DAO, in <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

36 Catarino, 2017:104-202; Pereira Duarte, 2017: 247-299; Costa, 2018: 8-37.

37 Acerca da emissão na Ethereum, *Design and Issue Your Own Cryptocurrency*, <https://www.ethereum.org/token>

de *white paper* onde se contém o *business plan*, o tipo de recursos de entrada pelos investidores e eventuais direitos e deveres que decorrem para os aderentes. Na realidade, não existe qualquer obrigatoriedade de divulgação desta espécie de folheto que foi aceite como “boa prática” neste modelo de negócio, mas que não afasta a enorme assimetria de informação que originou os prospectos e registos iniciais pelo *Securities Exchange Act* norte-americano logo em 1934).

A oferta não envolve a intervenção de *players* financeiros tradicionais, não se destina a ser admitida à negociação num mercado organizado, a publicidade é feita por meios informais nas diversas plataformas electrónicas, nas redes sociais ou aplicações disponíveis na Internet (também pode ser feita pelos *media* tradicionais). As ofertas públicas podem ter mínimos de sucesso e os seus promotores podem fixar *caps* de aquisição sobretudo em projectos populares que esgotam em minutos ou segundos (os limites podem procurar fomentar a escassez de forma artificial e assim aumentar o preço<sup>38</sup>).

Qualquer pessoa com uma conta virtual na *internet* (ou que crie uma conta virtual designada de *digital currency wallet* ou *e-wallet*) pode aceder a estas *crowdsales*, adquirindo num portal *online* as criptomoedas emitidas por um mecanismo *DLT/blockchain* ou disponibilizadas por um *smart contract* (infra). A aquisição e a posterior transmissão das moedas virtuais depende da abertura prévia de uma *box* específica na *internet* (*e-wallet*), que é atribuída com uma “chave privada” (*private key*) e uma “chave pública” (*public key*), ambas *passwords* que se destinam a permitir o acesso do titular à sua conta (a “chave privada”) e a permitir receber transferências de outrem (a “chave pública”), como se estivéssemos perante o envio de um qualquer e-mail. O seu detentor recebe uma “chave pública” (*public key*) que, mediante o seu envio pela *internet* permite que o destinatário de uma transacção a utilize para depositar valores na sua conta – funciona como uma identidade criada do nada, denominada de *address*<sup>39</sup>. A “chave privada” é única e está sempre com o titular conta digital permitindo-lhe aceder e dispor da sua conta, fazendo pagamentos e procedendo a transferências (em caso de furto, de perda ou de extravio, o legítimo titular perde toda a carteira, não existindo qualquer tipo de garantia pública).

38 Para uma enunciação de vários casos em que em segundos foram acumulados milhões de dólares, Rohr & Wright, 2018; 16.

39 Acerca da criação destas identidades (*decentralized identity management*) Carlsten *et al.*, 2016.

As criptomoedas ou *tokens* são depositadas na conta digital de quem dá a ordem de aquisição – recebida a ordem de compra ou de subscrição de determinado número de activos digitais, e enviada a quantia necessária para a morada digital indicada, e no caso de a oferta pública ter sucesso o sistema procede à sua transferência para o promotor/emitente e ao registo das moedas/activos digitais adquiridos na conta do comprador (nas ICOs não fraudulentas, se a oferta não tiver sucesso o processo de transferência é automaticamente revertido). Estas operações caracterizam-se pela irreversibilidade, e posteriormente a generalidade das moedas/activos virtuais podem ser transacionados directamente entre investidores (*peer to peer* – P2P), ou através de portais na internet que dão acesso a plataformas de negociação electrónica (estas *Exchanges* operam *worldwide* e conferem-lhes liquidez, sendo indiferente que estejam sedeadas na Europa, nos EUA<sup>40</sup> ou na Ásia<sup>41</sup>).

Num passo já adiante, assiste-se à criação (recente) de ATMs da Bitcoin, por exemplo na Áustria e Reino Unido<sup>42</sup>, sendo mister referir que existem diferentes espécies de ATMs: para conversão de criptomoedas em *cash* e vice-versa, para conversão do seu montante em créditos através de carregamento em cartão, e para conversão em depósito de moeda com curso legal<sup>43</sup>.

Os projectos objecto de ICO podem encontrar-se dependentes de outros programas informáticos, sendo usualmente referida a cada vez mais proeminente intermediação entre projectos e investidores através de um programa informático denominado de *smart contract*. Desde 1994 que se tem aceitado a definição de *smart contract* como um “computerised transaction protocol that executes the terms of a contract”, sendo operações electrónicas que quadram a transacções massificadas e não a operações *tailor made*<sup>44</sup>. Um *smart*

40 Caso da Poloniex que negocia diversos tipos de criptomoedas, <https://poloniex.com/>

41 Caso da Bitfinex que negocia várias criptomoedas, <https://coinmarketcap.com/exchanges/bitfinex/>

42 Dados constantes do Estudo do Parlamento Europeu, do *Policy Department for Citizens' Rights and Constitutional Affairs* a pedido do *TERR Committee* sobre Financiamento do Terrorismo, *Virtual currencies and terrorist financing: assessing the risks and evaluating responses*, a pp.15, in [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL\\_STU\(2018\)604970](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU(2018)604970) (consultado em 6Jun2018).

43 Uma visão e explicação das ATMs existentes em todo o Mundo e respectivos serviços encontra-se disponível e actualizada no website “Coin ATM Radar”, em <https://coinatmradar.com/>. Especificamente dedicada à Bitcoin, com informação de ATMs e de locais e instituições que aceitam já as criptomoedas como meio de pagamento, vd o “Bitcoin ATM Map” da Coindesk, in <https://www.coindesk.com/bitcoin-atm-map/> (consultado em 4Abr2019).

44 [https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/26/an-introduction-to-smart-contracts-and-their-potential-and-inherent-limitations/?utm\\_content=buffer89ec4&utm\\_medium=social&utm\\_source=linkedin.com&utm\\_campaign=buffer](https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/26/an-introduction-to-smart-contracts-and-their-potential-and-inherent-limitations/?utm_content=buffer89ec4&utm_medium=social&utm_source=linkedin.com&utm_campaign=buffer)

*contract* traduz-se num programa informático específico e pré-determinado, que opera em algumas plataformas electrónicas e que se encontra inscrito numa *distributed ledger* (*infra*), visando executar um acordo ou termos de um contrato automaticamente<sup>45</sup>. É espoletado perante uma instrução decorrente de uma manifestação de vontade visando um determinado efeito, que é prosseguido segundo códigos ou conjuntos de instruções e parâmetros pré-determinados e pré-programados informaticamente, independentemente de um operador ou de um intermediário – p.e. a transferência de fundos numa transacção de activos para pagamento da prestação devida. Estes programas são aplicáveis nas mais diversas áreas sendo cada vez mais comuns na área financeira por exemplo, *vg* do mercado de capitais para a gestão de margens nos contratos de derivados ou dos seguros para disponibilizar compensações no caso de pequenos riscos<sup>46</sup>. A sua qualificação jurídica é tão difícil quanto a pretensão de aplicação da teoria geral do negócio jurídico (da celebração, à perfeição, da validade à eficácia), da definição da lei aplicável (segundo as regras de atribuição e de devolução), do sistema e jurisdição legal, regulatória ou fiscais aplicáveis...

## 2.2. Moedas virtuais e riscos do “american zeal for get-rich-quick-schemes”.

Para além da utilidade da emissão das criptomoedas como meio alternativo de obtenção de financiamento de uma empresa, estas operações públicas (ICOs) tornaram-se num sucesso de especulação financeira para os clientes/investidores dada a hipervalorização verificada nestes activos, alimentando assim a apetência do mercado e reforçando a valorização de tal forma que muitas dos activos virtuais apenas são adquiridos para posterior venda em mercados secundários electrónicos (Exchanges), obtendo rápidas (e avultadas) mais-valias.

45 Por *smart contract* entende-se “(...) a computerized transaction protocol that executes terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize the need for trusted intermediaries. Related economic goals include lowering fraud loss, arbitrations and enforcement costs, and other transaction costs”, Relatório de Investigação da SEC sobre o Caso DAO que referimos *infra*, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, de 25Jul2017, acessível in <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

46 Acerca do programa *fizzy* criado em 2017 pela AXA, para a compensação nos casos de atrasos ou cancelamentos em voos, cfr <https://www.axa.com/en/newsroom/news/axa-goes-blockchain-with-fizzy> (consultado em 5Mar2018).

Os dados estatísticos recentes demonstram esta asserção – p.e., em Julho de 2014 a Ethereum conseguiu angariar numa ICO que durou 42 dias, cerca de USD \$18,4 Milhões, pela venda da *digital token* Ether, operação que compara com a ICO da *BANCOR Foundation* que angariou em 12 de Junho de 2017, em apenas três horas, um valor de *digital tokens* de USD\$150 Milhões<sup>47</sup>. Em 2017 os empreendedores que procuraram financiamento através deste modelo, obtiveram entre USD\$ entre 3,7 e 5 mil milhões em vendas de criptomoeda baseada na tecnologia *blockchain* (em 2016 a quantia não chegara a USD \$100 milhões) sendo ainda de salientar que muitas das ofertas públicas atingiram o seu limite de venda em segundos (muitos investidores pagaram milhares de dólares para terem lugar “à mesa” das ofertas<sup>48</sup>).

Entretanto, a capitalização destes activos nas plataformas de negociação ou *Exchanges* passou de USD \$17,7 mil milhões em Janeiro de 2017 para uma capitalização recorde em Novembro e Dezembro de 2017 – em 21 de Dezembro atingiu USD\$650 mil Milhões<sup>49</sup>.

Estima-se que só no Japão, um Estado que aceitou e regulou mercados secundários destes criptoactivos, registando as respectivas *Exchanges*, existam mais 3,5 milhões de utilizadores, num mercado pujante que também tem sofrido os riscos inerentes a estas inovações tecnológicas – sucessivos desvios de fundos *vg* através de *hackers*<sup>50</sup>.

Estes activos emitidos por mecanismos DLT/*blockchain* são vulgarmente apresentados e qualificados como “moeda” porque se lhe assemelham *funcionalmente* quando aceites como *meio de pagamento*. Desempenham funções típicas de moeda com curso legal enquanto meio de troca ou de pagamento, unidade de conta e reserva de valor (voltaremos a este tema). São usualmente salientadas as suas *vantagens*:

47 Barsan, 2017: 54-65. Para uma visão de conjunto acerca da capitalização das principais criptomoedas, <https://www.cryptocompare.com/coins/eth/overview>.

48 Cfr notícia de 31Mai2017, <https://www.coindesk.com/35-million-30-seconds-token-sale-internet-browser-brave-sells/> (acedida em 5Abr2018).

49 Cfr. dados constantes da *Cryptocurrency and ICO Market Overview for 2017*, in <https://www.coinspeaker.com/2018/01/04/cryptocurrency-ico-market-overview-2017/>. Também estatisticamente importante é o *Research* da CoinDesk, disponível em <https://www.coindesk.com/coindesk-research-ico-interest-grows-funding-nears-50-blockchain-venture-capital/>, (acedida em 5Abr2018).

50 Os operadores criaram uma Associação de auto-regulação – a *Japan Virtual Currency Exchange Association* como um meio de credibilizar os negócios e estatuir para os seus associados *Guidelines* comportamentais, de controlo e organização interna, e prevenção de actos de abuso de mercado. Esta Associação depende de registo junto da FSA como *Self Regulatory Organization* (SRO), <https://news.bitcoin.com/japanese-association-self-regulation-crypto-exchanges/> (15Ago2018).

- i) desintermediação financeira e afastamento dos agentes financeiros tradicionais nas diversas fases da cadeia de emissão, comercialização e negociação, com menores custos para o promotor e oferente;
- ii) possibilidade de angariação de fundos para projectos inovadores ou para desenvolvimento de tecnologia cujo risco os incumbentes tradicionais não querem assumir;
- iii) criação de um sistema de pagamentos electrónicos *peer-to-peer* (P2P) que corresponde ao comércio electrónico, com menores custos iniciais e periódicos para os consumidores (p.e. de manutenção de contas), menor onerosidade regulatória, maior eficiência e concorrência, e anonimato;
- iv) democratização dos mercados de capitais pelo acesso de qualquer pequeno consumidor/investidor à maioria dos negócios ou projectos com forte potencial de crescimento (algo tradicionalmente limitado a investidores profissionais ou institucionais);
- v) comparabilidade acrescida entre serviços e produtos disponibilizados através dos diversos *websites* e possibilidade de transmissão/negociação global;
- vi) atomização dos agentes de mercado através do *unbundling* de serviços em favor de empresas inovadoras, que prestam serviços em regime de subcontratação afastando o efeito sistémico (*too big to fail*), com segurança acrescida de sistemas DLT;
- vii) diversificação e descentralização (nacional e global) de fontes de rendimento e de financiamento, para fazer face às crises que se sucedem desde finais do séc. XX e à falta de confiança dos agentes profissionais tradicionais pós-crise 2007/8;
- viii) desmonetização das relações jurídicas sinalgmáticas com, anonimato da contraparte (*counterparty anonymity*) e de toda a rede (*third-party anonymity*), e irreversibilidade das prestações;
- ix) globalização de actividades, operações ou serviços ou dos seus efeitos (transferência internacional de activos com grande celeridade, sem custos), construção de activos e de situações jurídicas diversas com criação de direitos e de obrigações à medida das necessidades dos empreendedores.

As vantagens enunciadas aplicam-se a muitos outros domínios da *Financial Technology* (FinTech) e têm no reverso da medalha os *riscos ou desvantagens*

*globais e individuais* inerentes ao activo em causa, à utilização da *internet* e aos mecanismos electrónicos;

- x) desregulação e falta de supervisão de condutas que podem impactar os clientes, com afastamento dos tradicionais direitos dos consumidores e dos investidores, *vg* de controlo e de participação nas empresas ou projectos que financiam;
- xi) eventual distorção da concorrência e *race to the bottom* na diligência devida pelas instituições tradicionais – sobretudo se sentirem dificuldades em competir –, num ambiente de baixos custos e necessidade de eficiência a todo o custo que possibilita *fire sales*;
- xii) assunção de maiores riscos pelas instituições tradicionais para não perder negócio (possibilidade de criação de *flash crashes*), e de maior onerosidade decorrente dos investimentos necessários na actualização tecnológica (*to keep to pace*);
- xiii) sobre-esforço e necessidade de novas ferramentas e conhecimentos por parte do *staff* dos reguladores perante entidades que estão fora do ecossistema, que traduzem uma arbitragem regulatória e são susceptíveis de incorrer em actividades ilícitas (branqueamento de capitais, financiamento de terrorismo, fraude e evasão fiscal ou outras actividades ilícitas *worldwide*);
- xiv) necessidade de uma forte e inovadora vigilância tecnológica face ao *risco* de as inovações se repercutirem na guarda de dados pessoais e comerciais, na prestação electrónica de serviços, na segurança e necessidade de resiliência que faça face a ciberriscos, na criação de novos planos de contingência, de ciber-higiene e ciber-segurança (a literacia financeira não é suprida pela literacia digital...).

O risco *legal* decorrente da falta de intervenção de autoridades públicas de *garantia* ou de *controlo* é aumentado exponencialmente pela falta de informação sobre o objecto do ICO e pela dificuldade em distinguir, perante duas ICOs perfeitamente similares, se uma poderá consubstanciar uma fraude<sup>51</sup>. É que uma das vantagens apregoadas nesta inovação é do “regresso ao

---

51 Acerca da *indistincção* que pode existir entre negócios virtuais com forte pendor de inovação tecnológica e meros esquemas criminais, *vd* esta notícia de 17Mai2017 do Atlantic, in <https://www.theatlantic.com/technology/archive/2017/05/cryptocurrency-ponzi-schemes/528624/>

passado”, afastando princípios fundamentais para manutenção da ordem pública financeira como o de *full disclosure* e responsabilidade informativa nas IPOs.

A necessária prestação de informação ao mercado, em *quantidade* e *qualidade*, funciona como meio de mitigar a natural assimetria informativa, permitindo aos investidores formarem uma opinião fundamentada de investimento ou desinvestimento. Tal não sucede nestes modelos de negócio e o mercado tem uma memória muito curta quanto ao resultado das constantes e sucessivos *Ponzi Schemes* ou de exuberâncias irracionais e nos sucessivos e fabulosos *crashes* que têm marcado o sistema capitalista<sup>52</sup>. Esta falta de protecção ocorre logo das emissões; os denominados *white papers* não veem o seu conteúdo auditado ou sujeito a regras de licitude, completude, objectividade, veracidade e equidade – por regra são salientadas de forma desproporcionada as vantagens sobre os riscos. Dificilmente existirá alguma forma de exercer verdadeira *accountability* ou *enforcement* e responsabilidade sobre os intervenientes na montagem e colocação da operação, excepto quando se verifique pelas características dos *tokens* estarmos perante fraudes.

O *risco de perda do investimento* é também aumentado exponencialmente pelos *ciberataques* que já envolvem actores soberanos a par de facções ideológicas, económicas e sociais, a par de meros criminosos comuns. Um *case study* de ciberataque a uma ICO que ficou famoso respeitou à emissão de *tokens* num projecto denominado “The DAO” – *infra* –, emissão que foi parcialmente sequestrada por *hackers* um mês após o lançamento<sup>53</sup>. Mas também podem incidir sobre a custódia de valores desviando *e-wallets* individuais ou sobre plataformas de negociação electrónica, como tem sucedido nos Estados onde se encontram sedeadas a maioria das Exchanges como o Japão (caso da

52 Uma vasta enumeração das crises com impacto sistémico, Reinhart & Rogoff, 2009.

53 Outro caso importante aconteceu com a CoinDash em 17.Jul.2017, uma plataforma de gestão de carteiras de uma *start-up* israelita, onde a morada de destino dos fundos do ICO foi substituída por uma morada dos *hackers*, e apesar de todas as medidas tomadas pela CoinDash cerca de USD\$7 Milhões foram totalmente perdidos, <https://steemit.com/cryptocurrency/@sirwinchester/coindash-ico-hack-usd7-million-stolen-how-did-this-happen-and-what-now> (acedido em 8Mai2018).



Mt GOX<sup>54</sup>) ou a Coreia do Sul<sup>55</sup>. É também frequente o “cryptojacking” de *tokens* (o *browser* das vítimas é capturado em prol dos *hackers* para quem são desviadas as criptomoedas), ou a extorsão (as vítimas vêm as suas contas ou sistemas informáticos bloqueados tendo de pagar um “resgate” para a libertação)<sup>56</sup>.

A falta de *liquidez* e a enorme *volatilidade* dos activos objeto de ICOS são reais e decorrem da falta de um valor económico intrínseco: o valor do activo depende de *quanto* um comprador está disposto a oferecer e *enquanto* está disponível para tal. A elevada volatilidade e consequente falta de estabilidade para servir como *unidade de conta* e a falta de confiança para a função de *reserva de valor* – uma das causas da sua rejeição como verdadeira moeda digital – pode ser facilmente incrementada pela *manipulação*. Averiguações recentes demonstram a utilização reiterada destas práticas criminosas<sup>57</sup> que é facilitada pela opacidade e falta de regras que caracterizam toda a cadeia de emissão, transmissão e guarda, inexistindo registos públicos (ou com fé pública). Por outro lado, as criptomoedas estão dependentes da manutenção da tecnologia DLT/Blockchain e daqueles que dela aproveitam, o que pode cessar se os seus *gatekeepers* (os “mineiros” – *infra*) deixarem de ter incentivos

54 A plataforma, lançada em 2010, e que chegou a comerciar em 2013 cerca de 80% de todas as bitcoins existentes, sofreria problemas legais e desvios (*hack*) de mais de USD\$475 Milhões (774.000 Bitcoins), que determinariam sua apresentação à insolvência, <https://cointelegraph.com/news/the-mess-that-was-mt-gox-four-years-on>.

55 Os casos de *hacking* nestas plataformas têm-se sucedido desde que em 2014 a japonesa Mt.Gox, Exchange requereu a insolvência vendo-se os investidores obrigados a reclamar judicialmente os seus créditos, <https://www.coindesk.com/mt-gox-creditors-are-preparing-to-claim-for-bitcoin-repayments/>. Recentemente, em 11Jun2018, também a Coinrail foi objecto de *hackers* tendo esta Exchange perdido cerca de 30% das criptomoedas aí transacionadas (apesar de não ter revelado o montante, o New York Times avançava com perdas de cerca de USD\$ 37,28M). A Coreia do Sul tem sido objecto de muito do cibercrime neste domínio devido ao facto de ser um dos principais centros de transacções destes activos (e o fenómeno do cibercrime não se reduz a plataformas de pequena dimensão, como sucedeu com a Coinrail, atingindo as maiores como foi o caso recente da Bithumb – <https://www.cnn.com/2018/06/19/south-korea-crypto-exchange-bithumb-says-it-was-hacked-coins-stolen.html>).

56 Cfr o Relatório da Europol de 2017, *Internet Organized Crime Threat Assessment (IOCTA)*, <https://www.europol.europa.eu/activities-services/main-reports/internet-organised-crime-threat-assessment-iocta-2017>; *True Scale of Bitcoin extortion revealed*, de 19Abr2018, <https://www.technologyreview.com/s/610803/true-scale-of-bitcoin-ransomware-extortion-revealed/>; ou o Relatório do *National Cyber Security Centre and the National Crime Agency*, “The cyber threat to UK Business”, in <http://www.nationalcrimeagency.gov.uk/publications/890-the-cyber-threat-to-uk-business-2017-2018/file>.

57 A norte-americana CFTC lançou uma série de investigações tendentes a investigar a prática de actos de manipulação no âmbito da negociação de derivados sobre *tokens*, <https://www.wsj.com/articles/u-s-regulators-demand-trading-data-from-bitcoin-exchanges-in-manipulation-probe-1528492835?mod=searchresults&page=1&pos=1> (acedido em 10Jun2018).

suficientes para proceder à verificação e confirmação de cada transacção, ou se se sobrepuserem (posteriormente) conflitos de interesses.

O risco de *actuações fraudulentas* é objecto de alertas públicos pelas autoridades de fiscalização, também pela possibilidade de se dissimular a origem ou fim criminoso como o branqueamento de capitais sob uma aparência de legalidade<sup>58</sup>. Têm sido descobertas algumas iniciativas de financiamento colaborativo alegadamente destinadas a causas humanitárias ou outras causas socialmente nobres, que escondem empréstimos P2P ou donativos, internos ou internacionais, destinados à compra de armas, ao pagamento de deslocações ou ao financiamento de grupos terroristas como ISIS (*Islamic State of Iraq and Syria*), Al-Shabaab, Al-Qaeda, organizações de extrema-direita e neo-nazis. As novas tecnologias DLT/*Blockchain* ainda não são muito utilizadas na vertente do financiamento do terrorismo mas a intervenção de uma nova geração de indivíduos, mais adaptada às novas tecnologias, não permite descanso. Os ataques terroristas em Paris em Novembro de 2015<sup>59</sup>, e em Nice em Julho de 2016, são um dos motivos de alteração à 4ª Directiva AML/CFT de 2015<sup>60</sup>, transposta pela Lei n.º 83/2017, de 18 de Agosto. A ponderação da alteração foi pugnada pela Comissão Europeia logo em Fevereiro de 2016<sup>61</sup>, e a alteração seria aprovada em 2018 (a denominada 5ª Directiva AML/CFT)<sup>62</sup>. Em rigor, houve outros factos com relevância neste domínio como a actividade no Panamá da sociedade de advogados Mossack Fonseca, no caso denominado de “Panama Papers”<sup>63</sup>.

58 Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a avaliação destes riscos, COM(2017) 340 Final, de 26Jun2017.

59 A Comissão Europeia publicaria em 5Jul2016 um *Action Plan to strengthen the fight against the financing of terrorism*, que tinha entre os seus objectivos incluir os custodiantes de carteiras digitais (*e-wallets*) e as plataformas de negociação de moedas virtuais (*virtual currency exchanges platforms*) entre as entidades obrigadas a deveres de detecção, prevenção e informação, relativos ao AML/CFT.

60 Directiva (UE) 2015/849 do PE e do Conselho, de 20 de Maio de 2015.

61 Cfr. *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on an Action Plan for strengthening the fight against terrorist financing*, COM(2016) 50 final. No mesmo sentido existem vários *Action Plans*, posteriores, de que destacamos a Comunicação da Comissão ao PE e Conselho, *Delivering on the European Agenda on Security to fight against terrorism and pave the way towards an effective and genuine Security Union*, de 20 de Abril de 2016, COM(2016) 230 final.

62 Directiva (UE) 2018/843 do PE e do Conselho, de 30 de Maio de 2018.

63 Relatório da Comissão Europeia de 26Jun2017, *Report from the Commission to the European Parliament and to the Council on the assessment of risks of Money laundering and terrorist financing affecting the internal market and relating to cross borders activities*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52017SC0241> (acedido em 24Abr2018).

A destinação destes activos a actividades criminosas faz com que seja sobremaneira importante a prevenção da utilização do sistema financeiros para o branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo<sup>64</sup>. Segundo dados da Europol, cerca de 4% do total anual de ganhos de actividades criminosas (entre USD \$4-6 mil milhões) são objecto de “lavagem” ou branqueamento através da utilização das anónimas criptomoedas ou *tokens*<sup>65</sup>. A *Financial Action Task Force* criada em 1989 pelo G7 (GAFI/FATF) desde há muito que tem estas novas tecnologias sob vigilância e em 2014 lançou uma série de tópicos sobre a matéria<sup>66</sup>. Estes tópicos têm vindo a ser actualizados face aos riscos e aos novos desenvolvimentos deste mercado (também neste âmbito defende uma política de *Risk-Based Approach*<sup>67</sup>), sobretudo com a crescente possibilidade da conversão de criptomoeda em moeda com curso legal e prestação de outros serviços virtuais<sup>68</sup>.

Apesar de haver já empresas especializadas em rastrear e “levantar o véu” de anonimato da titularidade das criptomoedas<sup>69</sup>, as características DLT/Blockchain tornam esta actividade difícil. Por isso o momento da constituição ou custódia de *e-wallets* e o da conversão ou troca em moeda legal e vice-versa são especialmente visados nas investigações enquanto *soft targets* (“elos mais fracos” da cadeia). São percebidos como os momentos de maior regulação e transparência (i.e., de cooperação e de obtenção de informação para descoberta e elucidação de factos ou actos), com a consequente eficácia no combate ao fenómeno criminoso que lhe

64 Desde há muito que a matéria relativa ao branqueamento constitui preocupação internacional, salientando-se a Convenção de Viena de 1988 aprovada no âmbito das Nações Unidas (Convenção contra o Tráfico Ilícito de Estupefacientes e Substâncias Psicotrópicas, de 20Dez188) e a Convenção n.º 141 aprovada pelo Conselho da Europa, em 8Nov1990 (com a Convenção Europeia de 16Mai2005, relativa ao branqueamento, detecção, apreensão e perda de produtos do crime e ao financiamento do terrorismo). A FATF/GAFI criada em 1989 e as suas orientações seriam vertidas em Directivas comunitárias desde 1991 até à *supra* referida quinta Directiva, existindo uma revisão de Junho de 2019. Sobre esta matéria, Salgueiro, 2018: 6.

65 Segundo dados da Europol <https://www.economist.com/finance-and-economics/2018/04/26/crypto-money-laundering> (acedido em 24Abr2018).

66 *Virtual Currencies: Key Definitions and Potencial AML/CFT Risks*, disponível in <http://www.fatf-gafi.org/publications/methodsandtrends/documents/virtual-currency-definitions-aml-cft-risk.html>.

67 Acerca desta política de prevenção de risco, cfr. *Guidance for a Risk-Based Approach: Virtual Currencies*, in <http://www.fatf-gafi.org/publications/fatfgeneral/documents/guidance-rba-virtual-currencies.html>. Em Julho de 2018 o GAFI lançou uma Consulta Pública sobre um projecto de Orientações para abordagem baseada no risco no sector dos valores mobiliários – <http://www.fatf-gafi.org/publications/fatfgeneral/documents/public-consultation-guidance-securities.html> (acedido em 24Abr2018).

68 *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers* de junho de 2019, in <https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/guidance-rba-virtual-assets.html>

69 Cfr o Relatório *Virtual currencies and terrorist financing...*, cit., p. 31.

possa estar associado. A quinta Directiva relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo (Directiva (UE) 2018/843), prevê obrigações para prestadores de serviços de câmbio entre moedas com curso legal e moedas virtuais, e de serviços de custódia de carteiras digitais (*cf* os Considerandos (8) e (9), obrigando a uma forma de registo nacional e proibindo aos Estados-membros a existência de contas anónimas – de depósito de numerário ou de bens, art. 1.º, (1) e (29).

Mas não é menos despendicienda a utilização de ICOs e da moeda virtual com intuitos de financiamento e meio de pagamento de *outras actividades ilícitas*, em crimes contra a vida, a liberdade, a autodeterminação e a integridade das pessoas<sup>70</sup>. Com efeito, para além de actividades BC/FT as ICOs podem ser um meio anónimo de financiamento de negócios de tráfico de armas, de droga e de seres humanos, de escravatura e de exploração sexual, e mesmo de sequestro ou assassinato. A celebração destes negócios é usualmente feita na *deep web* que existe nas *darknets*, redes ou *networks* apenas acessíveis com *software* muito específico e fora do alcance de motores de busca tradicionais que apenas operam na denominada *surface web*. Existem verdadeiras organizações criminosas de que é caso público a denominada Silk Road (ou Rota da Seda, numa alusão à antiga ligação da Europa à África por mercadores em busca da fortuna), uma *dark web* que muitos consideraram ser uma espécie de “Wild, Wild, West”. Este portal actuou durante anos sobretudo no “mercado” da droga e armas mas foi diversificando as suas actividades ilícitas tendo como meio de pagamento exclusivo a *bitcoin*, até ser encerrado e detida a “comunidade” que a geria (o seu criador, Ross Ulbricht, encontra-se em prisão perpétua mantendo uma aura pública entre o libertário e o idealista)<sup>71</sup>.

O risco *de crédito* inerente é agravado com a desregulação bancária e financeira (nalguns casos podemos falar mesmo de *fuga* pelos promotores

70 Alguns crimes como raptos e associações criminosas para crimes contra a liberdade da pessoa têm sido notícia mesmo em economias emergentes dado utilizarem estes meios devido ao (pretenso) anonimato e (alegada) impossibilidade de rastreio das transacções – <https://www.msn.com/pt-pt/noticias/sociedade/raptam-jovem-e-pedem-que-o-resgate-seja-pago-em-bitcoins/ar-AAxJvqq?li=BB0PWjC> (acedido em 24Abr2018).

71 A par destes ideais libertários sobre o Mercado e a legitimidade do Poder de um pretense (potencial) físico brilhante, Ross Ulbricht, que se deslocou para Silicon Valley para aí poder criar a sua *start-up*, *vd* <https://www.wired.com/2017/05/silk-road-creators-life-sentence-actually-boosted-dark-web-drug-sales/> ou <https://blockonomi.com/history-of-silk-road/>. Após dois anos de investigação, o FBI concluiu que a banda de crimes se tinha alargado tanto quanto a fortuna pessoal do criador do portal, sendo acusado pelo *US Attorney for the Southern District Attorney of New York* e condenado em 4Fev2015 pelo tribunal de júri do respectivo *US District* – <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/operator-silk-road-20-website-charged-manchattan-federal-court>

à aplicação de regulação bancária e financeira) e inexistência de qualquer fundo ou sistema de controlo e/ou de garantia de depósitos ou de indemnização. O risco pode ser individual mas vir a assumir dimensões quase sistémicas quando os valores em causa são elevados – a forte reacção/oscilação do valor da bitcoin nos mercados secundários face ao caso criminal Silk Road, demonstrou-o<sup>72</sup>.

### 2.3. A *Distributed Ledger Technology* ou tecnologia descentralizada de registo de dados (a “quimera da Torre de Babel”?).

A tendência de crescimento contínuo dos ICOs, das criptomoedas ou *tokens* e valorização dos activos emitidos encontra-se associada a um fenómeno da nova tecnologia, que lhe subjaz, denominada de “registo distribuído” mas mais conhecida pela denominação inglesa de *distributed ledger technology* (DLT) ou Tecnologia Descentralizada de Registo de Dados. A DLT baseia-se em bases de dados de transacções (“blocos”), assentes em meios tecnológicos, que funcionam numa rede informática distribuída por diversos participantes (*nodes*), relacionados entre si matematicamente, num ambiente descentralizado (sem intermediação financeira necessária entre as partes *vg* para validação de operações, e sem câmaras para compensação como as *clearinghouses*), desregulado (excepto pelos procedimentos informáticos e pelas regras decorrentes dos respectivos protocolos que implicam um mecanismo de consenso), e que permitem a criação, o registo, a transacção, a validação e a guarda de informação, através do mecanismo de consenso entre participantes (é uma *database* partilhada). O sistema concebido em 2008 com a blockchain para a Bitcoin (a blockchain ou “cadeia de blocos” é um tipo de DLT embora sejam referidos indistintamente) tinha como objectivo criar na *internet* um sistema de pagamentos electrónicos directo entre as partes contratantes e de transferência de dados/informação, mantendo a confidencialidade e a segurança dos pagamentos e da informação através de uma protecção criptográfica, sem possibilidade de alteração retroactiva, e sem qualquer centralização ou autenticação da respectiva informação por terceiros.

Esta forma descentralizada de transmissão, autenticação e guarda de dados e registo de transmissões e de transacções tem sido desenvolvida no sistema financeiro e crescentemente em outras áreas sociais, traduzindo-se num *bypass* às instituições financeiras e aos seus procedimentos (*vg* aos *ledgers* dos

72 Cfr. Boslego, Catalini & Zhang, 2018, *apud* Relatório Económico Anual do BIS, 2018, pp. 17-19 [https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018\\_5\\_fr.pdf](https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018_5_fr.pdf) (acedido em 4Mar2018). Catalini & Gans, 2018, 22.

bancos onde é guardada a informação sobre contas e transacções). A substituição da mediação institucional necessária por um terceiro fiduciário, e da sua autoridade por cadeias de operações electrónicas baseadas em relações transacionais directas entre as partes (*peer-to-peer*), verifica-se no quadro dos meios de pagamento ou no exercício tradicional de funções inerentes à prestação de serviços financeiros, como de registo, de custódia, de transmissão e guarda de valores, de liquidação, de compensação<sup>73</sup>. A sua pretensa simplicidade, transparência, infalibilidade, eficiência, resiliência, incorruptibilidade e possibilidade de alavancagem para múltiplos domínios – dos registos de patentes, de títulos de propriedade, de estado civil, de informação médica, de moeda – tem tornada a DLT uma “*Deus ex machina*” para outros actores e sectores sociais e mesmo para alguns agentes políticos que pretendem a sua aplicação a crescentes setores públicos e mesmo de soberania (incluindo a aplicação a sistemas eleitorais, do exercício do direito de voto à sua posterior certificação, contagem e guarda<sup>74</sup>).

Com efeito, este mecanismo sigiloso, totalmente opaco e desregulado, é paradoxalmente desejado pelos próprios Governos e demais Administração Pública *vg* para guarda de documentos administrativos, de informação estratégica sensível – desde dados médicos e de segurança social, a cadeias nacionais de segurança, de alimentos até informação dos serviços prisionais ou de segurança – e até para fundar ICOs na angariação de fundos públicos para prosseguir tarefas administrativas determinadas. Foi objecto de recentes iniciativas legislativas de regulação no Estado de Delaware, EUA<sup>75</sup>.

No âmbito da DLT/Blockchain interessa-nos apenas a tecnologia digital inerente à criação das criptomoedas ou activos virtuais que acarreta a criação de um *sistema electrónico de pagamentos* com a possibilidade de transferências ou pagamentos directos, *online*, entre duas partes, sem intermediação

73 Sobre o tema, *vd* o Relatório do *Committee on Payments and Market Infrastructures* do BIS, sobre “Distributed ledger technology in payment clearing and settlement”, disponível in <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.htm>.

74 Cfr. a análise do Parlamento Europeu, “How blockchain technology could change our lives”, *European Parliamentary Research Service* (EPRS), PE 581.948, de Fevereiro de 2017, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/581948/EPRS\\_IDA\(2017\)581948\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/581948/EPRS_IDA(2017)581948_EN.pdf) (acedido em 5abr2018).

75 O Act pretende consagrar um estatuto legal específico para as empresas sedeadas em Delaware (*Delaware corporations*), poderem utilizar redes electrónicas como base de dados (especificamente as denominadas “distributed ledgers” ou “blockchain”), para criação/emissão, guarda, venda e actualização dos seus dados e partes sociais -<https://legis.delaware.gov/BillDetail?legislationId=25730> (acedido em 5Abr2018).

necessária de terceiros, e cuja autoria é tradicionalmente imputada a Satoshi Nakamoto (pseudónimo de uma pessoa ou comunidade de pessoas)<sup>76</sup>. O sistema assenta numa *rede electrónica de meios tecnológicos específicos (chain)*, distribuída e gerida de forma descentralizada na *internet*, por múltiplos computadores sedeados em diversas partes do Mundo (*nodes*), que permitem aos operadores que conseguem resolver puzzles criptográficos (*miners*), verificar, validar e registar, tratar e guardar electronicamente conjuntos de dados ou “blocos de informação” (*batch of transactions* ou *blocks*), atualizando a informação existente e acrescentando-a, *vg* perante novas transacções ou transmissões através da criação de novos “blocos”. Os novos blocos validados e com um identificador próprio crescem e encadeiam-se criptograficamente nos já existentes, contendo o historial destas transacções (*block chain*).

A verificação e validação prévia ao identificador é efectuada pela rede de operadores através do cumprimento de procedimentos inerentes ao Protocolo previamente acordado e que consistem na resolução de cálculos matemáticos (“mineração”) que implicam não só o conteúdo do novo bloco mas o identificador do anterior (*infra*, Fig. 1). Estas equações algorítmicas substituem a tradicional relação de fidedignidade inerente ao modelo tradicional de interposição de um terceiro mediador, como um banco no caso dos sistemas de pagamentos, ou um banco central no caso de sistemas de compensação<sup>77</sup>.

O armazenamento informático desta informação em blocos ou lotes, por via electrónica, tem como características ser sucessivo, extensível, descentralizado, e estar sob domínio de vários operadores. A autenticação ocorre de forma descentralizada e todas as bases têm os mesmos dados; não existindo um arquivo central só uma ponta do sistema pode ser corrompida o que torna difícil ciber-ataques ou alterações. Estas características e o *domínio conjunto* dos operadores, a par do *consenso multilateral* necessário a cada alteração de informação (usualmente requer-se uma confirmação de pelo menos 6 operadores), torna difícil (por ora, alegadamente impossível) corromper de alguma forma a *rede* e os *dados* neles contidos. Esta alegada impossibilidade decorre de outras características: a *rede* ou *corrente* de blocos *sucessivamente aditados* encontram-se interdependentes (para corromper uma transacção há que corromper os blocos anteriores) mas não (hierarquicamente) dependentes (ao tentar corromper através de cálculos matemáticos que revalidem

76 O *paper* data de Outubro de 2008, denominado de “Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system”, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (acedido em 5Abr2018).

77 Bech & Garratt, 2017: 58.

o identificador de um bloco a cadeia estará já a ser alterada pela adição de novos blocos); não existe qualquer centralização, i.e. não existe um ponto único de entrada, um só ponto de contacto ou um só ponto de controlo, mas vários (a desonestidade teria de ser por isso extensível a uma maioria qualificada de operadores); estes últimos pontos replicam-se e hétero-controlam-se (a corrupção do sistema pelos operadores implica que os próprios percam qualquer vantagem, dado que a sua vantagem é inerente à criação das respectivas criptomoedas através da “mineração”). O sistema assim construído asseguraria a robustez, a veracidade e a autenticidade da informação<sup>78</sup>.

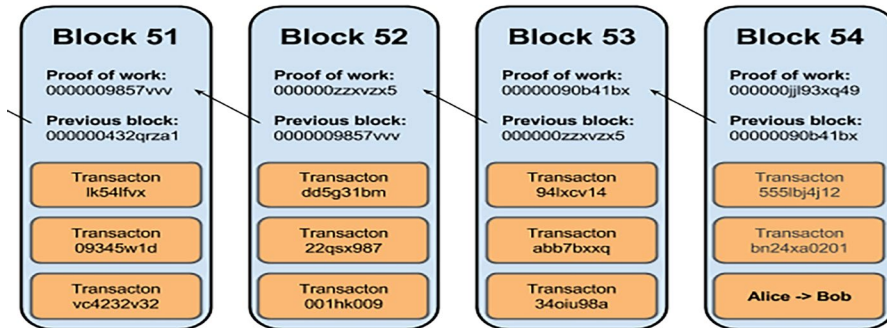
Os utilizadores dependem, para as suas transacções, da verificação de códigos criptográficos resultantes da resolução de uma fórmula matemática (*proof of work*) pelos operadores (*miners*), através de sofisticados computadores e de programas dispendiosos em trabalho, em *hardware* e em energia – o que tem levado alguns DLT a utilizar métodos de verificação matemática menos dispendiosos denominados *proof of stake* –, que funcionam em rede e que originam inscrições e identificadores praticamente impossíveis de remover. Cada um tem uma chave de acesso a determinado bloco de dados e a inscrição de um novo registo ou acto depende desta complexa verificação e validação da transacção pela actividade de “mineração” e seu resultado ou *proof of work* (o mais utilizado porque subjacente à tecnologia *blockchain* da Bitcoin) ou *proof of stake*, por vários operadores.

A validação depende da verificação por vários operadores e daí falar-se em *consensus mechanism*, uma técnica de consenso algorítmico extremamente *complexa* (em termos de cálculos matemáticos para resolução ou extracção de uma fórmula) e *intensiva* (em termos de utilização de energia, de trabalho e de computação). As “boas práticas” aconselham a que os utilizadores não concretizem uma operação antes da sua validação por 6 operadores, sendo a sua intervenção conjunta necessária para afastar as tentativas de inclusão de transacções não válidas (a possibilidade de utilização da mesma moeda em várias transacções ou *double-spending* também é impedida pelo *software* inerente a algumas *e-wallets*). Qual a vantagem deste trabalho para os operadores/mineiros (e manutenção da sua honestidade)? O incentivo decorre de receberem determinada quantidade dos activos digitais emitidos – para o mais rápido a obter a fórmula *hash* que validará o novo bloco –, para além de poderem obter também uma pequena percentagem sobre o valor da

78 Salientando os riscos jurídicos inerentes a este modelo, Correia, 2018: 447-453.



transacção. Aliás, a designação da actividade – *mining* – e dos seus operadores – *miners* – tem analogia com o forte dispêndio de energia na antiga mineração do ouro e à sua (constante) colocação em circulação através de mais moeda (no tempo do padrão-ouro).



**Fig. 1.** Exemplo de uma transacção. O sistema de dados armazena em blocos sucessivos a informação (p.e. sobre transferências de moeda), e contém simultaneamente identificadores do bloco anterior e do próprio bloco (*hash*).

A utilização das criptomoedas como sistema virtual de pagamentos traduz apenas uma das aplicações possíveis desta “cadeia de blocos” tecnológicos de registo de informação<sup>79</sup>.

O seu sucesso decorre também de não haver estruturas centralizadas em que uma entidade pública, com poderes públicos ou publicamente regulada, intermedeia necessariamente as transacções entre as partes, detendo o controlo das operações ou uma visão do conjunto e uma vasta informação decorrente destes poderes. A par da desconfiança com que as novas gerações olham para as instituições financeiras nacionais e internacionais, sobretudo pelos escândalos e crises sucessivas em que se viram envolvidas, temos a considerar as suas características pessoais individualistas e fortemente ligadas às novas tecnologias, e uma crescente acrimónia perante modelos de negócio inerentes aos limites do crescimento económico e consequente rentabilidade dos capitais (a par das baixas taxas de juro de remuneração do capital, as crescentes comissões cobradas pelas instituições financeiras levam à consideração de que as instituições ganham dinheiro *dos* clientes e não *para* os clientes).

<sup>79</sup> Carlsten *et al*, 2016: 3.

Esta cadeia também tem a seu favor a manutenção da privacidade dos seus utilizadores pois apesar da disseminação da transacção por uma verdadeira indústria profissional de mineiros/operadores é alegadamente impossível ligar um negócio a pessoas determinadas. Tal como nos mercados regulamentados é divulgado ao público em geral as quantidades e preços transacionados, aqui os operadores conhecem o *tempo*, o *valor* e a *quantidade* das transacções mas não a *identidade* das contrapartes. O anonimato é uma das características que tem favorecido as criptomoedas – o que não é um dos melhores motivos.

### 3. A CRIPTOMOEDA – MOEDA OU MERO ACTIVO VIRTUAL?

A alusão a “moeda” decorre das semelhanças *funcionais* das criptomoedas, quando aceites como *meio de pagamento* por pessoas físicas e/ou morais ou por comunidades. Com a particularidade de ser apenas electrónica (“virtual”)<sup>80</sup>, desempenha as funções típicas de moeda com curso legal<sup>81</sup>: meio de troca ou de pagamento<sup>82</sup>, unidade de conta e reserva de valor (o valor de determinados bens ou serviços é determinado em função das moedas virtuais emitidas e a sua posse como reserva de valor tem um custo baixo)<sup>83</sup>.

Estas “moedas virtuais” não têm o *curso legal* nem o *curso forçado* que é dado à moeda legal pela emissão por um Banco Central e pela garantia da sua

80 EBA Opinion on virtual currencies, da European Banking Authority ou EBA, de 4Jul2014 <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf> (acedido em 5Abr 2018).

81 Virtual currency is a digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which, in some circumstances, can be used as an alternative to money; “Virtual currency schemes – a further analysis, BCE, Fev2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf> (acedido em 5Abr2018).

82 Segundo a Financial Action Task Force (FATF/GAFI), uma *virtual currency* traduz “a digital representation of value that can be digitally traded and functions as: (1) a medium of exchange; and/or (2) a unit of account; and/or (3) a store of value, but does not have legal tender status (i.e., when tendered to a creditor, is a valid and legal offer of payment) in any jurisdiction. It is not issued or guaranteed by any jurisdiction, and fulfils the above functions only by agreement within the community of users of the virtual currency. Virtual currency is distinguished from fiat currency (a.k.a. “real currency,” “real money,” or “national currency”), which is the coin and paper money of a country that is designated as its legal tender; circulates; and is customarily used and accepted as a medium of exchange in the issuing country. It is distinct from e-money, which is a digital representation of fiat currency used to electronically transfer value denominated in fiat currency”, In Relatório do FATF, *Virtual Currencies: Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*, Financial Action Task-Force, Junho de 2014 <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Virtual-currency-key-definitions-and-potential-aml-cft-risks.pdf> (acedido em 15Abr2018).

83 Negando tais características funcionais, o *paper* do FMI de Janeiro de 2016, *Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations* in <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf> (acedido em 15Abr2018).

aceitação para pagamento de dívidas, e da estabilidade e legalidade conferidas por um Governo (mesmo que eventuais “quebras” ou excesso de dívida pública possam colocar em risco tais garantias legais). Tal não impossibilita, em teoria, que um Estado emita criptomoedas: demonstra-o a emissão do “Petro” pela Venezuela para pagamentos transnacionais como forma de contornar o embargo comercial de que é objecto, ou o projecto da denominada E-Krona<sup>84</sup> para substituir a moeda metálica e o papel-moeda.

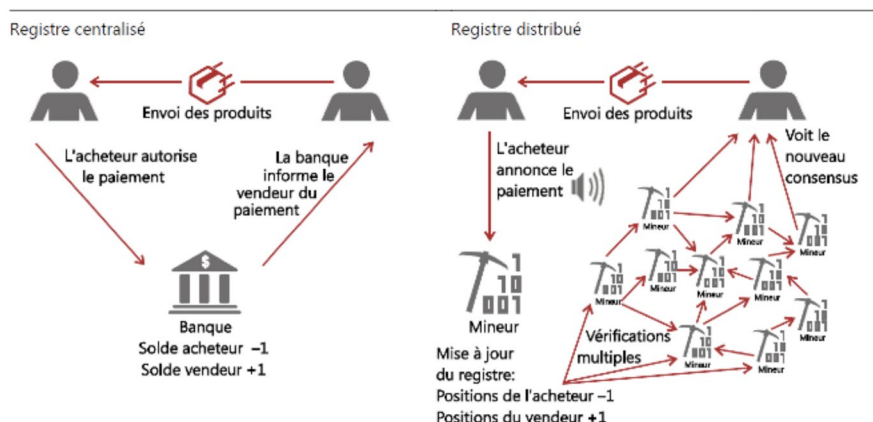
Na União Europeia a política monetária é competência exclusiva da União Europeia e implica uma moeda única, o Euro, cuja emissão pertence exclusivamente ao Banco Central Europeu e aos bancos centrais nacionais (art. 3.º, n.º1, alínea c), 119.º, n.º2, 128.º, 133.º do Tratado de Funcionamento da União Europeia ou TFUE<sup>85</sup>).

As criptomoedas ou activos virtuais são criadas digitalmente numa plataforma informática determinada, assente em códigos matemáticos especiais, e têm uma utilização ilimitada, assentando numa rede informática que se encontra sincronizada com servidores em qualquer parte do Mundo. A emissão e a transmissão dependem de um trabalho criptográfico complexo e exaustivo denominado de “mineração” – *mining* e *miners* são expressões recorrentes para qualificar o processo de criação informática de moedas através de novos blocos ou repositórios de dados, que se encontram sincronizados com plúrimos servidores dentro de uma rede. Relembremos que esta actividade implica um enorme dispêndio de dinheiro, de energia e o esforço de peritos (operadores ou *miners*) que têm de realizar cálculos matemáticos extremamente morosos e complexos (e *time-consuming*), com *hardware* extremamente sofisticado (e dispendioso), tendo cada operação um período de tempo limitado (existem vários “mineiros” a tentar simultaneamente decodificar os códigos de certificação de cada operação), com vista a obter como recompensa uma percentagem das moedas a emitir<sup>86</sup>.

84 Embora verdadeiras moedas virtuais com curso legal e forçado ainda não existam, a solução é apelativa e muito discutida e estudada por banqueiros e académicos, sendo de realçar o projecto *ongoing* do Sveriges Riskbank tendo por finalidade lançar a *eKrona*.

85 O Tratado de Lisboa assinado em 13 de Dezembro de 2007 e entrado em vigor em 1 de Dezembro de 2009 é composto pelo Tratado da União Europeia, pelo Tratado que institui a Comunidade Europeia revisto – e denominado de Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia –, e uma série de Protocolos e Declarações Anexas, que o integram.

86 A par do objectivo da recompensa esta actividade, é essencial para que a rede se mantenha e se expanda – algo de que depende o próprio valor e curso das moedas criadas (*cfr* as FAQs da Bitcoin org., disponíveis em <https://bitcoin.org/en/faq>).



**Fig.2.** Representação de uma transacção válida efectuada no sistema bancário e no quadro de um sistema de criptomoedas sem intermediação/autorização de terceiro. Fonte: Relatório Económico Anual, 2018, BIS, p.9.

O sistema é melhor descrito com a figura 2, um negócio jurídico de compra e venda em que o adquirente compra um bem a um vendedor que, após confirmação do pagamento, procede ao seu envio ou entrega. No quadro da esquerda temos um sistema tradicional, centralizado, constituído por movimentos entre contas bancárias que são creditadas e debitadas mediante instrução de pagamento dos seus titulares e comunicação dos movimentos às partes. No quadro da direita temos um sistema de pagamentos típico do funcionamento das criptomoedas, desintermediado: o adquirente envia publicamente para uma rede electrónica determinada uma instrução de pagamento, de que resulta uma diminuição da sua posição de  $X$  moedas e igual acréscimo de moedas pelo adquirente. Um dos operadores/mineiros da rede procederá à inscrição desta transacção num exemplar actualizado de registo (que irá constituir um futuro bloco ou lote de dados – supra fig. 1), registo que é posteriormente objecto de disseminação e partilha na rede por outros utilizadores e operadores/mineiros. Esta partilha tem em vista proceder à validação da transacção pelos demais operadores da rede segundo as regras do Protocolo, i.e. uma validação conjunta ou plural da instrução de pagamento que permite posterior conhecimento e envio pelo vendedor do bem alienado. A validação da instrução de pagamento visa verificar que a mesma moeda não está a ser utilizada mais do que uma vez para diferentes transacções e é legítima, i.e., provém do seu detentor; o vendedor terá a segurança de que a instrução de pagamento

foi previamente validada pelo sistema porque para ser considerada tem de estar na DLT/Blockchain, e para tal tem de estar incluída no bloco que os mineiros validaram<sup>87</sup>.

As moedas virtuais são utilizadas entre particulares que acordaram previamente na sua aceitação para fins determinados, por isso falamos em “moeda contratualizada”. A sua origem e aceitação dependem da iniciativa e acordo das partes *vg* como meio de pagamento dentro de uma rede determinada onde opera como *peer-to-peer payment network*.

Para fazer parte desta rede os utilizadores têm um endereço electrónico ou conta digital que faz as vezes dos registos bancários de crédito e débito, as comunicações circulam encriptadas via *internet*, e as transacções entre contas são registadas no denominado *public ledger* – DLT/Blockchain – de forma anónima<sup>88</sup>. Convém reforçar a característica da voluntariedade da sua aceitação e inexistência de poder liberatório, que se estende à sua conversão nas *Digital Currency Exchange Providers* ou nos registos e gestão prestados por *Virtual Currency Service Providers* que concorrem com as relações *peer-to-peer*. Dependem, desde a emissão à aceitação e conversão em moeda legal (e vice-versa), de uma relação de pura fideducia entre as partes, o que pode impedir a qualquer momento a sua utilização como meio de troca.

Não tendo curso legal nem forçado nem representando um valor ou activo subjacente, estando o valor das “moedas virtuais” intrinsecamente ligado à procura e à oferta existe forte volatilidade. A elevada volatilidade e falta de estabilidade, a par do seu custo intrínseco, afastam a sua consideração como uma verdadeira reserva de valor.

Cumprе salientar que outras vantagens usualmente alegadas como a maior celeridade das operações na rede, sobretudo para transferências internacionais, e o baixo custo, não são totalmente exactas. Embora seja difícil ter uma ideia acertada acerca do número de transacções global, a EBA afirmava já no final do ano de 2014 que para 100.000 transacções diárias de moedas virtuais existiam, só na Europa, cerca de 295 milhões de transacções diárias relativas a inscrições a crédito ou a débito,

87 Relatório Económico Anual do BIS, 2018, “V. Cryptomonnaies: au-delà du phénomène de mode”, [https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018\\_5\\_fr.pdf](https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018_5_fr.pdf) (acedido em 5abr2018).

88 Albers & Fry, 2016: s/n.

directas, através de inscrições e transferências electrónicas realizadas pelos meios electrónicos ligados aos sistemas institucionais<sup>89</sup>.

Aliás, e ao contrário da eficiência prometida por Nakamoto, *vg* em termos de rapidez e de custos baixos, à medida que a utilização destes meios de pagamento aumenta as vantagens parecem dissipar-se – *vd* fig. 3 *infra*. A sua velocidade diminuiu (nalguns casos a confirmação da transacção demora horas) e as cerca de sete (7) transacções por segundo relativas à utilização de Bitcoin confronta com as 24.000 transacções realizadas por meios tradicionais como os cartões de crédito<sup>90</sup>. Finalmente o Sistema de Compensação Interbancária passou a incluir um subsistema de compensação com Transferência Imediata dentro da Área Única de Pagamentos em Euros ou SEPA (SEPA Instant Credit Transfer – SCT<sup>91</sup>), a que os bancos, as instituições de pagamentos e instituições de moeda electrónica podem aderir contratando com os clientes um serviço que permite proceder a transferências transfronteiriças, em poucos segundos, a qualquer hora, 365 dias por ano<sup>92</sup>.

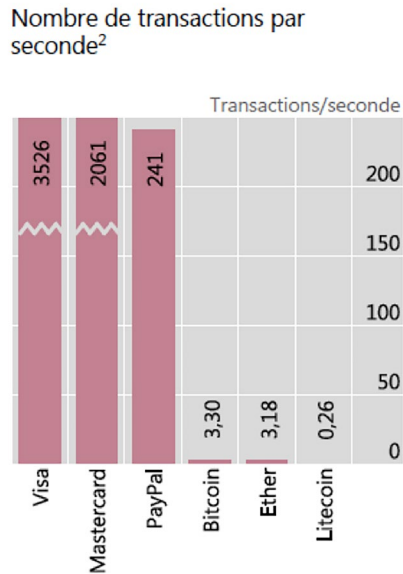
---

89 Cfr. *EBA Opinion on 'virtual currencies'*, de 4Jul2014, p. 7, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf> (acedido em 5Abr2018). Tal significa que muitos dos utilizadores destas criptomoedas ou *tokens* o fazem por motivos de pura especulação ou para negócios na *dark web*...

90 Dados constantes do Estudo do Parlamento Europeu, *Policy Department for Citizens' Rights and Constitutional Affairs*, *supra* citado, pp. 15, que remete para as estatísticas constantes do *website* “Howmuch.net, ‘Transactions Speeds: How Do Cryptocurrencies Stack Up To Visa or PayPal?’”, <https://howmuch.net/articles/crypto-transaction-speeds-compared> (acedido em 5Abr2018).

91 Cfr. o Comunicado do Banco de Portugal, “Sistema de pagamentos já permite transferências imediatas”, de 18Set2018, acessível in <https://www.bportugal.pt/comunicado/sistema-de-pagamentos-do-banco-de-portugal-ja-permite-transferencias-imediatas>.

92 O sistema criado no final de 2017 visou acompanhar a economia digitalizada e a crescente compra de bens e serviços *online*, e desenvolver a área única de pagamentos obstando a que cada Estado criasse sistemas próprios de crédito e débito directo que a fragmentassem – *vd*, SEPA Credit Transfer, in <https://www.europeanpaymentscouncil.eu/what-we-do/sepa-credit-transfer>.



**Fig.3.** Comparativo do número de transacções/segundo, dados de 2017, Relatório Económico anual BIS, 2018<sup>93</sup>.

As “moedas virtuais” assentam numa tecnologia necessariamente finita e que facilmente atinge um ponto de saturação global das comunicações e dos supercomputadores com a consequente perda de eficácia e aumento de riscos quanto à sua resiliência.

A tecnologia em que assentam as criptomoedas (ainda) não é eficiente em termos de custo -referimo-nos ao custo para o investidor, ao custo de *hardware* e da energia que despende (é justo afirmar que existem moedas com menor volume que a Bitcoin e com menor necessidade de recursos em termos de tempo, e energia na resolução dos necessários algoritmos). Acresce o custo inerente ao consumo de energia despendido por cada “mineiro” para a *proof-of-work*; segundo estatísticas do mês de Maio de 2018, a energia anual utilizada no caso das transacções com Bitcoin equivalia ao consumo de toda a República Checa ou ao consumo

93 Cfr Relatório Económico Anual do BIS, 2018, “V. Cryptomonnaies: au-delà du phénomène de mode”, *cit.*, [https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018\\_5\\_fr.pdf](https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018_5_fr.pdf).

de 6.371.101 lares norte-americanos. A energia diária inerente a cada transação equivalia à electricidade despendida por 32,88 lares norte-americanos<sup>94</sup>.

Também em termos comparativos não se vislumbra que, por ora, esta tecnologia seja mais eficiente que a utilizada pelos meios de pagamento tradicionais (*cf.* a comparação com operações de cartão visa, constante da figura 3).

Estas inovações tecnológicas chocam, no actual estágio de desenvolvimento mundial, com a necessidade de alteração de recursos para o cumprimento do Acordo de Paris alcançado em 2015 e das orientações da ONU para o desenvolvimento sustentável e para a descarbonização contidas no seu programa 2030<sup>95</sup>. Chocam igualmente com as políticas assumidas pela União Europeia e vertidas nos seus Planos e Agenda<sup>96</sup> para um desenvolvimento e finanças sustentáveis, e para uma economia hipocarbónica, mais verde e mais limpa<sup>97</sup>.

### 3.1. Classificações mais frequentes de criptomoedas ou tokens.

As criptomoedas são activos digitais atípicos que podem constituir os seus titulares em situações jurídicas activas e/ou passivas perante um projecto ou empresa. É comum que alguns projectos emitam activos que conferem ao investidor uma situação jurídica similar à que caracteriza as acções ou obrigações, sobretudo quando têm em vista financiar a criação ou a capitalização de uma entidade. Podem conferir ao adquirente o direito de usufruir de um determinado serviço (como o espaço numa plataforma ou serviços computacionais), de pagamento na Plataforma que promove um serviço (o investidor tem de comprar aquele *token* para consumir ou pagar um serviço aí disponibilizado). Podem servir ainda de meio de pagamento no âmbito de uma rede ou

94 Os custos de energia despendidos são enormes, como se pode ver nos gráficos específicos das bitcoins, para que foi criado um índice – o “Bitcoin Energy Consumption Index”, <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption>. No caso da Ethereum, equivalente à energia despendida por um país como a Islândia, segundo um índice próprio, <https://digiconomist.net/ethereum-energy-consumption> (acedido em 5Mar2018).

95 Resolução da ONU, A/RES/70/1, in [http://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/RES/70/1](http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/70/1).

96 Agenda da UE para um desenvolvimento sustentável, in [https://ec.europa.eu/europeaid/policies/european-development-policy/2030-agenda-sustainable-development\\_en](https://ec.europa.eu/europeaid/policies/european-development-policy/2030-agenda-sustainable-development_en) (acedido em 4Mar2018).

97 Acerca das finanças sustentáveis, *vd* o Plano de Ação da Comissão para uma economia mais verde e mais limpa, de 8Mar2018, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-1404\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1404_pt.htm) (acedido em 5Abr2018).



comunidade – que têm a sua própria moeda para pagamentos dos seus bens ou serviços e só nela são aceites –, e/ou ter um fim especulativo – no sentido de *trading*, porque permitem apostar num futuro aumento do seu valor.

Têm-se construído algumas classificações (a sua qualificação como “criptomoedas” ou “activos”, *coins* ou *tokens* é relativamente indiferenciada apesar de espelhar uma posição de princípio), classificações que não têm cobertura *legal* mas meramente *funcional*<sup>98</sup>. A designação do activo não afasta a necessidade de procura da sua natureza pelo conteúdo – p.e. pode configurar um instrumento financeiro sujeito a regulação e supervisão financeira (como sucede indubitavelmente com os *instrumentos financeiros derivados* que tenham como *activo subjacente tokens* ou *direitos sobre as mesmas*)<sup>99</sup><sup>100</sup>.

As ofertas públicas (ou ICOs) têm a mais das vezes como objecto activos que conferem um direito subjectivo de uso, fruição ou disposição de bens ou serviços, ou que dão acesso a uma plataforma tecnológica ou a um serviço prestado por esta, ou o uso ou disposição de créditos aí disponibilizados *vg* para consumo. Estamos então perante as denominadas *utility tokens*.

Caracterizam-se pelo seu objecto imediato, porque associam à sua detenção serviços directamente relacionados com o emitente/oferente ou plataforma, seja o acesso e utilização da plataforma (por exemplo de espaço aí disponibilizado), a compra de um bem ou a prestação de um serviço (direito de participar numa organização *online*, de fazer armazenamento e registos na Plataforma, adquirir *apps*, aceder a uma determinada tecnologia<sup>101</sup>). A título de exemplo atente-se na *Basic Attention Token* (BAT<sup>102</sup>) criada como um meio de pagamento com o *browser* Brave no âmbito do mercado de publicidade (a plataforma Brave encontra-se ligada ao *digital advertising*): potenciais utilizadores, criadores e publicitários, ou

98 Vieira dos Santos, 2018: 412.

99 Cfr sobre a comercialização os *websites* da <https://www.plus500.pt/>, ou da <https://www.xtb.com/pt>.

100 Muitas das ofertas públicas de acções ocorridas nos últimos anos, *vg* de *start-ups* tecnológicas, já afastam o exercício de direitos sociais apostando sobretudo na valorização rápida das acções – demonstra-o o IPO da Google onde os novos acionistas aceitaram direitos de participação e decisão societária (*vg* de voto) inferiores aos investidores iniciais, em favor da rendibilidade ou das mais-valias. Acerca das condições da oferta em 2004, vd *Form S-1 Registration Statement*, in <https://investor.google.com/corporate/2004/ipo-founders-letter.html>.

101 Rohr & Wright, 2018: 12.

102 Utiliza a tecnologia *blockchain* da Ethereum e encontra-se descrita em <https://basicattentiontoken.org/> (acedida em 4Mar2018).

quem pretenda fazer uma publicação podem utilizar a BAT *token* para ter acesso a artigos e produtos *premium*.

Em rigor, o exercício do direito a consumir um determinado produto inerente ou desenvolvido pela plataforma ou a aceder ou utilizar um determinado serviço – por isso se designam muitas vezes estes activos de *app coins*, *user coins*, *network access coins*, ou *app tokens* – aproxima estes ICOs do direito do consumo. Estamos no âmbito de aplicação das regras e princípios jurídicos que regulam a protecção do consumidor na relação jurídica de consumo – o que abrange a informação especificada do produto vendido e das suas características e funcionalidades, a regulação da publicidade e respectivo *marketing*, e aplicação das regras jurídicas imperativas que visam a equidade, a protecção e o reequilíbrio contratual essenciais aos consumidores.

Poderá ser terreno de intervenção das autoridades públicas que têm a cargo a defesa do consumidor sendo a regulação legislativa desta matéria, no caso de lacuna, uma exigência constitucional que o legislador ordinário não pode omitir (cfr. os arts. 60.º e 81.º, als. f) e i) CRP, relativos aos direitos dos consumidores e às obrigações fundamentais do Estado).

As ofertas públicas podem ter igualmente como objecto a emissão de um activo como mero meio de pagamento de bens ou serviços. Estamos perante as denominadas *currency tokens* ou *payment tokens*. Também chamadas de “criptomoedas puras”, estes activos desempenham as três funções típicas da moeda legal – unidade de conta, meio de pagamento, reserva de valor, podendo reconduzir-se a valores monetários de natureza escritural.

O Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) decidiu nesse sentido, no âmbito de um recurso prejudicial relativo à aplicação num caso concreto de normas constantes da Directiva do IVA, qualificando as *tokens* com base nas suas características (*infra*). A questão respeitava à actividade de troca de moedas legais e de criptomoedas, que o Tribunal subsumiu a uma actividade de câmbio atenta a liquidez e crescente aceitação no pagamento de bens e serviços e a sua rápida conversão em moeda com curso legal por alguns operadores ou interfaces (que compram e vendem as criptomoedas transformando-as em “quase-moeda”).

Esta função de meio de troca é reforçada nas denominadas *stable coins* ou “criptomoedas estáveis”, que lutam contra a volatilidade e pretendem que os activos não sejam utilizados em função da sua valorização ou como um investimento para especulação, antes circulem como meio de pagamento. Este incentivo à circulação é dado através de mecanismos que conferem estabilidade ou uma variação de valor

mínima, sejam algoritmos, seja a indexação a um valor intrínseco dado por um colateral<sup>103</sup> (p.e. a Tether incorpora um dólar por cada *token* emitido<sup>104</sup>) ou uma reserva ou *basket* de activos reais (a ligação a uma reserva de moedas com curso legal está presente no projecto Libra a que o Facebook se pretende associar<sup>105</sup>).

No caso das denominadas *currency tokens* poderemos estar paredes meias com matéria de regulação (e supervisão) de sistemas e meios de pagamento e de criação de moeda. A licitude do exercício de actividades por instituições de crédito depende do respectivo objecto legal e estatutário, sendo certo que, nos termos do art. 4.º, n.º1, als d), f) e s) do RGICSF<sup>106</sup>, aquelas instituições podem realizar operações análogas às tipificadas e que a lei não proíba, sendo relevante a definição do que são “outros meios de pagamento para além dos previstos no regime jurídico dos serviços de pagamento e da moeda electrónica e valores mobiliários”. Poderá vir a ser necessária a criação de regulação legislativa quer pelo risco, quer por eventual lacuna de regulação, decorrente da falta de competências de supervisão pública<sup>107</sup>.

É ainda usual distinguir as ofertas públicas que têm como objecto a emissão dos denominados *investment tokens*. A aquisição destes activos tem como finalidade a obtenção de proveitos decorrentes da sua posterior transacção, de lucros ou de uma remuneração (periódica ou única), ou de outras vantagens como a valorização dos instrumentos (podem resultar de uma actividade económica de terceiros ou do exercício de direitos económicos que lhe são inerentes). Podem representar situações jurídicas similares às posições de titulares de dívida de empresas, de accionistas ou de titulares de quotas-partes de patrimónios colectivos, como um direito de crédito, o direito a participar na gestão de determinada sociedade, empreendimento ou projecto a constituir (participar na *governance* ou investimento numa *start-up*), o direito de voto ou de subscrição de novos activos em futuras emissões, ou de remissão

103 Acerca dos diversos tipos, mecanismos de estabilização e taxonomia, Bullmann *et al.*, 2019: 9.

104 A Tether assenta na tecnologia Blockchain, <https://tether.to/>.

105 Para uma visão deste projecto, vg através do seu “White paper”, <https://libra.org/pt-BR/white-paper/?noredirect=pt-BR>.

106 Regime Jurídico das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de Dezembro de 1992.

107 Neste sentido, *cfr* os alertas das Autoridades de supervisão europeias (EBA, ESMA e EIOPA) para os consumidores sobre os riscos destes activos já desde 2014 – <https://www.bportugal.pt/comunicado/autoridades-de-supervisao-europeias-alertam-os-consumidores-para-os-riscos-das-moedas> (consultado em 28Abr2018).

(podem ter uma estrutura derivada se possibilitam o exercício em momento posterior de um direito patrimonial de cujo valor depende o valor do activo adquirido na oferta).

*Investment tokens* e *asset tokens* são muitas vezes referenciados indistintamente, dado que estes últimos têm como característica possibilitar ao seu titular, no futuro, a troca por determinado bem a um preço determinado ou o direito a receber o valor de um bem ou um bem determinado (seja uma aplicação electrónica ou barras de ouro). Em alguns destes activos não existe qualquer situação jurídica patrimonial que confira um direito ou expectativa de remuneração – será o caso em que através do *token* o investidor tem acesso a um bem estando mais perto do denominado financiamento corporativo ou *crowdfunding* por recompensa. Podem também coexistir características e funcionalidades típicas de contratos derivados, quando a aposta numa valorização de valor subjacente tem também como *causa* a cobertura de risco de um investimento (*hedging*)<sup>108</sup>.

Nas denominadas *equity tokens* e nas *securities tokens* os investidores têm a vantagem de poder negociar em mercado os *tokens* adquiridos (tem-se assistido a uma imediata valorização do seu valor aquando da admissão à negociação num mercado organizado), mas estas emissões têm sido menos frequentes dado que se encontram sujeitas à regulação sobre valores mobiliários<sup>109</sup>(i.a., o regime das *ofertas públicas* e legislação referente à *emissão e registo e transmissão* de valores mobiliários, *governance*, relato financeiro, abuso de mercado<sup>110</sup>).

*O caso The DAO.* É muito citada a decisão da *Securities and Exchange Commission* norte americana (SEC) no caso da ICO da *Decentralized Anonymous Organization*, “The DAO”, lançado por uma empresa alemã através da *blockchain* da Ethereum. Considerado e afirmado pelo respectivo “White Paper” como o primeiro fundo de investimento completamente virtual (incorporado num sistema computadorizado)

108 A título de exemplo, vd o “White Paper” da Goldmint que é claro no que se refere a “*GoldMint premises: GoldMint gives you a cryptoasset (called GOLD) whose value is based on Gold. This asset runs on a decentralized blockchain and provides the following benefits: It serves as a type of futures contract in that there is a legal agreement to buy or sell the gold at a predetermined price at a specified time in the future. You can hedge cryptotrading risks (...)*” – cfr. [https://www.goldmint.io/media/documents/WHITE\\_PAPER\\_NEW.pdf](https://www.goldmint.io/media/documents/WHITE_PAPER_NEW.pdf) (acedido em 4Mar2018).

109 Os EUA terão sido o primeiro país a fixar a sujeição de algumas destas emissões às regras relativas a todas as emissões públicas de *securities*, como veremos – <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>.

110 Hacker & Thomale, 2018: 25; Rohr & Wright, 2018: 12.

e descentralizado (executado por *software* e funcionando o seu *management* com base numa DLT), após muitos meses de estudo os seus *tokens* (DAO *tokens*) foram qualificados pela (SEC) como *securities*<sup>111</sup>. Na sequência da ICO que teve lugar entre 30Abr2016 e 28Mai2016 o regulador norte-americano lançou uma investigação à “The DAO”, à empresa alemã Slock.it UG, (Slock.it) e aos seus promotores e intermediários na oferta, face ao cumprimento das regras federais relativas ao lançamento, publicidade e intermediação de ofertas públicas de subscrição (e de registo da plataforma de negociação que poderia revestir a natureza jurídica de *national securities Exchange*).

Na oferta, a “The DAO” vendeu cerca de 1,15 mil milhões de moeda virtual (DAO *Tokens*) pelo preço total de 12Milhões de *Ether tokens* (ou ETH) que rendeu cerca de USD \$150 Milhões, tendo-se constituído uma espécie de *venture capital fund* descentralizado, i.e., assente numa tecnologia DLT/*blockchain* e de *smart contracts*<sup>112</sup> que funcionavam como a verdadeira *corporate governance* e *management board*. A par da possibilidade da transacção num mercado secundário, os titulares das DAO *tokens* adquiridas com *Ether* e registados numa conta conjunta gerida pela ETHEREUM, detinham direitos de voto para a aprovação ou rejeição de projectos ou

111 Este projecto em rede de *smart contracts*, bastante famoso, encontra-se melhor descrito no Relatório da SEC que aqui se transcreve com alguma exaustividade e que foi divulgado ao abrigo da Secção 21(a) do SEAct de 1934, para aviso de futuros projectos DAO. Assim, *In exchange for ETH, The DAO created DAO Tokens (proportional to the amount of ETH paid) that were then assigned to the Ethereum Blockchain address of the person or entity remitting the ETH. A DAO Token granted the DAO Token holder certain voting and ownership rights. According to promotional materials, The DAO would earn profits by funding projects that would provide DAO Token holders a return on investment. The various promotional materials disseminated by Slock.it's co-founders touted that DAO Token holders would receive “rewards,” which the White Paper defined as, “any [ETH] received by a DAO [Entity] generated from projects the DAO [Entity] funded.” DAO Token holders would then vote to either use the rewards to fund new projects or to distribute the ETH to DAO Token holders. (...) To purchase a DAO Token offered for sale by The DAO, an individual or entity sent ETH from their Ethereum Blockchain address to an Ethereum Blockchain address associated with The DAO. All of the ETH raised in the offering as well as any future profits earned by The DAO were to be pooled and held in The DAO's Ethereum Blockchain address. The token price fluctuated in a range of approximately 1 to 1.5 ETH per 100 DAO Tokens, depending on when the tokens were purchased during the Offering Period. Anyone was eligible to purchase DAO Tokens (as long as they paid ETH). There were no limitations placed on the number of DAO Tokens offered for sale, the number of purchasers of DAO Tokens, or the level of sophistication of such purchasers. (...) DAO Token holders were not restricted from re-selling DAO Tokens acquired in the offering, and DAO Token holders could sell their DAO Tokens in a variety of ways in the secondary market and thereby monetize their investment as discussed below. Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934, de 25Jul2017, in <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.*

112 Por *smart contract* entende-se “(...) a computerized transaction protocol that executes terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize the need for trusted intermediaries. Related economic goals include lowering fraud loss, arbitrations and enforcement costs, and other transaction costs”, vd o *cit.* Relatório de Investigação SEC de 25Jul2017.

de empresas apresentados à plataforma pelos respectivos candidatos/empreendedores. Estes formulavam propostas de financiamento de um empreendimento – também através de *smart contracts* – com uma descrição do projecto e das quantias pretendidas, e os votos dos titulares de DAO *tokens* eram transmitidos como votos/ordens para um fundo comum através de um *smart contract*. Em caso de aprovação o projecto ficaria vinculado perante o “The DAO” através de um outro *smart contract*, que procederia à remissão dos pagamentos ou disponibilização ao empreendedor face a determinadas metas previstas, remetendo ao “The DAO” qualquer *ether* auferida pelo projecto. As vantagens seriam distribuídos *pro rata* entre os detentores de DAO *tokens*. A participação na *governance* da instituição e a obtenção e distribuição de lucro seriam o verdadeiro objeto do projecto de investimento.

Cumprе referir outras particularidades deste projecto de investimento colectivo como o facto de as decisões de investimento serem tomadas coletivamente: a cada investidor titular de *tokens* corresponderia um direito de voto que se exerceria comunicando-o ao fundo através de *smart contracts* disponíveis na plataforma. A esta gestão menos profissionalizada corresponderia alegadamente uma gestão mais democrática porque dependente do *input* das massas (*crowd*)<sup>113</sup>. A par de outras considerações sobre o tema existem questões operacionais e jurídicas controversas geradas pelo projecto, ao nível da *governance*, responsabilidade, lei aplicável, jurisdição competente para resolução de conflitos...

Sem querer reescrever uma história disponível nos diversos *websites* citados, também foi discutida a legalidade do *hacking* que pode decorrer de alegadas falhas e erros de computação, dado que o lançamento do projecto foi objecto de *hacking*<sup>114</sup>. Com efeito, em Junho de 2016 (após a emissão mas antes do financiamento de qualquer projecto) este DAO foi objecto de *hacking* através de *smart contracts* que

---

113 Na realidade, os projectos seriam colocados a discussão pública antes da sua aprovação por maioria dos votos, e o Relatório da SEC demonstra como tal permitia distorções a favor de aprovação ou não aprovação de projectos, orquestrada por grupos de detentores de DAO *tokens*. O “White Paper” consagra ainda a existência de um grupo de “Curators” escolhidos pela Slock.it com forte poder de controlo sobre os mecanismos de funcionamento e sobre a decisão das propostas a apresentar a votação, i.e. a incluir na “white list” – cfr pp. 7-8 do *cit.* Relatório da SEC.

114 Hacker & Thomale, 2018: 10.

10. Os casos de *hacking* nestas plataformas têm-se sucedido desde que em 2014 a japonesa Mt.Gox, Exchange, que detinha 3/5 do volume total de transacções de bitcoins, requereu a insolvência depois de perder mais de USD\$ 500M. Recentemente, em 11Jun2018, também a Coinrail foi objecto de *hackers* tendo perdido cerca de 30% das criptomoedas transacionadas naquela Exchange (apesar de não ter revelado o montante, o New York Times avançava com perdas de cerca de USD\$ 37,28M). A Coreia do Sul ou Singapura têm sido alvos do cibercrime neste domínio – <https://www.coindesk.com/upbit-is-the-sixth-major-crypto-exchange-hack-of-2019>.

aproveitaram fragilidades informáticas estruturais do sistema, o que levou à discussão da legalidade do próprio acto de *hacking* e da titularidade das DAO *tokens* desviadas/sequestradas (3,6 Milhões de ether ficaram sequestradas durante 27 dias). A par da criação de criptomoedas não autorizadas ou criadas fora de um protocolo, existe a possibilidade da denominada “bifurcação” ou “forking”, e aqui temos também uma demonstração de como a alegada invulnerabilidade de um sistema pode ceder, em abstracto, perante uma actuação concertada de todos ou parte dos mineiros. Este fenómeno traduz-se no aumento de criptomoedas em circulação. No denominado “hard fork” existe uma concertação de mineiros para alterar o protocolo de uma moeda virtual criando novas regras (novo Protocolo) incompatível com o inicial. No caso “The DAO” a utilização de um “Hard Fork” alterou o Protocolo na Ethereum para fazer face ao *hacking* e, após a sua posterior adopção pela maioria da rede – que procedeu às necessárias actualizações de *software* – foi possível partir da rede de blocos existente e construir redes de blocos paralelos apenas por eles reconhecidos (os demais mineiros não reconhecem estes blocos). Assim, os detentores de DAO *tokens* que utilizaram este “Hard Fork” recuperaram as somas despendidas, mas tal implica a existência de diferentes blocos que continuam em paralelo perante cada nova transacção e o histórico de registo<sup>115</sup>.

As denominadas *hybrid tokens* combinam funcionalidades e finalidades de mais do que uma das anteriores classificações. Podem num primeiro momento (num período de tempo determinado) conferir o direito a um produto ou serviço e posteriormente (ou também) funcionar como meio de pagamento; ou ter uma função de investimento se se destinarem a obter uma vantagem económica/utilidade perante o projecto do emitente/promotor ou se se destinarem a obter mais-valias. As *reputation* ou *reward tokens* têm a particularidade de afirmar uma posição de fidúcia no destinatário/titular de *tokens* porque se encontra dentro de uma comunidade ou de um determinado ecossistema de onde recebe *digital tokens* devido – e em função – da qualidade reconhecida à sua participação e contribuição para o objecto da plataforma<sup>116</sup>.

115 Acerca do fenómeno e questões económicas e jurídicas, CARLSTEN *et al.*, 2016: s/n; BIAIS *et al.*, 2018: 3.

116 *Vd* a plataforma Steemit em termos de *social media*, *blogs* e redes sociais, da Steemit Inc, *vd* <https://steemit.com> (acedido em 4Mar2018).

#### 4. ICOS DE *INVESTMENT TOKENS*: UM “OJNI” (OBJECTO JURÍDICO NÃO IDENTIFICADO).

As criptomoedas são activos material e funcionalmente atípicos, assentam num mecanismo que as torna distribuíveis em massa, podem ser juridicamente estruturadas de forma semelhante a um valor mobiliário (como uma acção, obrigação, unidade de participação) ou a uma moeda ou a um bem (ou direito a um bem) de consumo (ou a várias funcionalidades simultaneamente), sendo fungíveis, dotadas de elevada liquidez e enorme potencial de valorização (pelo menos na actualidade)... O seu enquadramento regulatório é difuso quando estão em causa *investment tokens*.

A dificuldade de enquadramento jurídico-regulatório do objecto deste modelo de negócio é acrescida pelo facto de convocar uma multiplicidade de ordenamentos jurídicos, de reguladores e de sistemas judiciais. É clara a dificuldade em enquadrar juridicamente as diversas categorias de criptoactivos e os negócios jurídicos subjacentes à sua emissão, dificuldade agravada porque cada autoridade de regulação nacional funciona dentro da sua rede sectorial e procede a qualificações próprias – no âmbito criminal, fiscal, dos mercados bancário, de capitais ou segurador<sup>117</sup>.

Também a resposta regulatória dos Estados tem sido diversa apesar de em 2018 o G20, sob a presidência argentina, ter instado os seus parceiros a criar regras globais relativas às criptomoedas, atento o seu impacto nos sistemas financeiros e possível uso para actividades ilícitas<sup>118</sup>. O G20 reunido em 28/29 de junho de 2019 em Osaka reafirmou que embora estes criptoactivos ainda não coloquem riscos sistémicos a nível financeiro, é essencial manter a monitorização dos riscos inerentes, *vg* a nível de prevenção de BC/FT. O panorama mundial é diverso e volúvel: *i)* alguns Estados há muito pretendem a sua proibição internacional e a consequente sanção (relembremos a posição proibitiva do Banco Central russo de 2016 e a proposta do respectivo Ministro das Finanças de Abril de 2016, entretanto modificadas em

117 Para uma visão actual das actuações regulatórias, [https://www.cnn.com/2018/03/27/a-complete-guide-to-cyprocurrency-regulations-around-the-world.html?\\_\\_source=sharebar|linkedin&par=sharebar](https://www.cnn.com/2018/03/27/a-complete-guide-to-cyprocurrency-regulations-around-the-world.html?__source=sharebar|linkedin&par=sharebar) (acedido em 5Abr2018).

118 Excepto no que respeita à prevenção de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo, não houve para já grande êxito devido às diferentes aproximações dos Estados à questão da moeda virtual – cfr o Comunicado da Reunião de 19-20 de Março de 2018, em Buenos Aires, disponível in [https://g20.org/sites/default/files/media/communique\\_-\\_fmcgbg\\_march\\_2018.pdf](https://g20.org/sites/default/files/media/communique_-_fmcgbg_march_2018.pdf) (acedido em 5Abr2018).



Janeiro de 2018 para uma aceitação “regulada”<sup>119</sup>); *ii*) outros Estados avançaram proibindo internamente actividades relacionadas com criptomoedas, como foi o caso da China e da Coreia do Sul para ICOs, e recentemente o Japão para ICOs; *iii*) outros Estados aceitaram-nas e regularam-nas assumindo estar perante um activo diverso dos já regulados, como sucedeu com Gibraltar, Israel, Malta, Rússia, Singapura, e Suíça, ou o Japão no que respeita às *Exchanges* em que exige um registo prévio – sendo um dos maiores mercados secundários de bitcoin com 16 *Exchanges* registadas na *Financial Services Agency*, é igualmente o local onde se têm verificado maiores fraudes. No caso da Itália o Governador do Banco Central também defendeu a sua manutenção e regulação<sup>120</sup> e na União Europeia a França antecipou-se à concorrência em 2019 com actos legislativos que regularão o ecossistema de criptoactivos a partir de 2020<sup>121</sup>; *iv*) a maioria dos Estados da União tem ainda uma reacção muito cautelosa: o BCE e o seu ex-Presidente Mario Draghi afirmaram peremptoriamente não aceitar esta noção de moeda<sup>122</sup>, e a União, tal como sucede com os EUA, permite aos seus reguladores que no exercício da sua *policy* analisem (e afirmem caso a caso) a eventual natureza de *securities* ou de valores mobiliários dos activos objecto de ICOs<sup>123</sup>, com medidas de prevenção e alertas públicos para os riscos e possibilidade de favorecimento de actos ilícitos.

No presente estudo analisamos questões de *policy* – embora esta seja uma matéria que claramente reclama de *politics*<sup>124</sup> –, apresentando e descrevendo alguns dos problemas inerentes a estas inovações tecnológicas e a possibilidade de, pela sua natureza e características, podermos estar perante *securities*

119 Uma posição algo ambígua desenvolvida também pelo Japão – cfr a notícia da Reuters Moscow de Janeiro de 2018, *Russia's finance ministry ready to regulate, not ban crypto-FX*, <http://www.businessinsider.com/r-russias-finance-ministry-ready-to-regulate-not-ban-crypto-fx-2018-1> (acedido em 4Mar2018).

120 Cfr declarações após a reunião de Buenos Aires do G20, sob a presidência da Argentina <https://www.reuters.com/article/us-g20-argentina-bitcoin/g20-agrees-to-monitor-cryptocurrencies-but-no-action-yet-idUSKBN1GW2IO>.

121 A intenção de fazer de França a capital dos ICOs e regular eventuais actividades ilícitas e a matéria fiscal inerente à cripto indústria, levou o legislador francês e o regulador do mercado de capitais (*Autorité des Marchés Financiers*) a criar para 2020 legislação e regulação e supervisão específica para ICOs e para prestadores de serviços sobre criptoactivos – cfr. alteração de 5Dez2019 ao *Code Monétaire et Financier*, e ao *Règlement Générale* da AMF in *JORF* de 18Dez2019.

122 O Euro é a única moeda na União Monetária, conforme foi recordado face à pretensão do Governo da Estónia de criar a Estcoin – nota in <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170907.en.html>.

123 Neste sentido *vd* as declarações reiteradas do Vice-Presidente da CE, Valdis Dombrovskis, in [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-18-1242\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-18-1242_en.htm) (acedido em 2Abr2018).

124 Uma descrição dos diversos *statements* pode ser encontrada em ROHR e WRIGHT, 2018: 5-7.

(EUA) ou valores mobiliários (UE). Em caso afirmativo, há que cumprir e fazer cumprir o normativo regulatório desde logo relativo à sua emissão pública e colocação em mercado primário e à protecção dos investidores e do mercado. O regime que disciplina as ofertas públicas destinadas ao público em geral e a supervisão inerente a uma prévia aprovação da informação, publicidade, elaboração de prospeto, intermediação financeira obrigatória por um ou mais agentes profissionais, vigora nos EUA desde o *Securities Act* de 1933 (SAct) e o *Securities Exchange Act* de 1934, e foi adoptado em outros espaços como a União Europeia pela Directiva dos Prospetos<sup>125</sup> e pelo Regulamento dos Prospectos<sup>126</sup>, ou pela Directiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)<sup>127</sup> (mas também pela disciplina constante das Directivas UCITS<sup>128</sup> ou AIFMD<sup>129</sup> no caso de colocação, gestão e comercialização de unidades de participação em organismos de investimento colectivo). E, sendo consideradas como um valor mobiliário, também a protecção dos investidores pode implicar medidas como a proibição pelo regulador da sua produção, venda ou comercialização, como qualquer outro instrumento financeiro<sup>130</sup>.

125 Directiva 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003.

126 O Regulamento UE 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, veio revogar a Directiva e a sua aplicação iniciou-se em 21 de Julho de 2017, conforme art. 49.º, n.º2: “Sem prejuízo do artigo 44.º, n.º 2, o presente regulamento é aplicável a partir de 21 de julho de 2019, com exceção do artigo 1.º, n.º 3, e do artigo 3.º, n.º 2, que são aplicáveis a partir de 21 de julho de 2018 e do artigo 1.º, n.º 5, primeiro parágrafo, alíneas a), b) e c) e do artigo 1.º, n.º 5, segundo parágrafo, que são aplicáveis a partir de 20 de julho de 2017.”

127 A denominada DMIF II ou Directiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12Jun2014, que revogou a primeira relativa aos mercados de instrumentos financeiros (Directiva 2004/39/CE, PE e Conselho, 21Abr2004), e o Regulamento (UE) n.º 600/2014 de 15Mai2014, que entraram em vigor em 3Jan2018.

128 Directiva 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários.

129 Directiva 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Directivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) 1095/2010.

130 Com o Regulamento UE 600/2014 do PE e do Conselho, de 15Mai2014 (ReMIF), os Estados-membros passaram a deter competências expressas para proibir a produção ou comercialização de produtos que revelavam estatisticamente uma predominância de perdas para os investidores (competências que trouxeram maior segurança face à possibilidade de actuação administrativa para defesa do interesse e ordem pública (eventualmente em estado de necessidade) – arts. 40.º-42.º. No âmbito da União também a autoridade de supervisão dos mercados (ESMA) utilizou o poder de proibição temporário previsto no art. 9.º, n.º5 do seu estatuto legal (vertido no Regulamento UE 1095/2010, do PE e do Conselho, de 24Nov2010), tendo procedido à proibição de *marketing*, distribuição ou venda de CFDs e opções binárias a clientes não profissionais (“de retalho”) – Decisões UE n.ºs 2018/795 e 2018/796, de 22Maio2018 – <https://www.esma>.

#### 4.1. ICOs nos EUA e qualificação jurídica de tokens como valores mobiliários.

A emissão de criptomoedas e a proliferação de ICOs nos EUA levou o regulador federal norte-americano (SEC) a analisar as características e natureza destes activos dado que podem representar situações jurídicas patrimoniais subsumíveis ao conceito de *security*, paralelo do conceito de valor mobiliário.

Em julho de 2017 a SEC divulgou um Relatório tendo como finalidade esclarecer este facto, e começou a tomar medidas *hard* face à necessária aplicação das regras relativas à obrigatoriedade de registo e elaboração de *prospectus* constantes do *Securities Act* de 1933 e do *Exchange Securities Act* de 1934, mas com atenção às isenções da regulação das ofertas. Com efeito, existem *isenções legais típicas* como as constantes da *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* (relacionadas com as colocações particulares), ou a famosa *Regulation D* da *Section 5, Rules 304 e 506* do mesmo Act, abrangendo o primeiro caso as ofertas limitadas a um montante até USD\$5 M são sujeitas a um simples registo e indisponibilidade temporal dos securities. No segundo caso temos isenção da regulação *hard* para ofertas de valores mobiliários sem limites quantitativos quando dirigidas até um número máximo investidores não profissionais ou dirigidas apenas a *accredited investors* (independentemente do seu número mas com posterior indisponibilidade ou bloqueio temporário). Temos outra especialidade decorrente do *Jobs Act* criado ao abrigo da *Section 4(a)(6)* especificamente para ofertas públicas de *equity* no âmbito da actividade do *crowdfunding*<sup>131</sup>.

A importância essencial no âmbito dos instrumentos financeiros do conceito de valor mobiliário – *security* – reporta-se à sua regulação jurídica *vg* dos supra referidos Acts e supervisão pública pela SEC, no caso em que as ICOs tenham por objecto tais valores. Tal depende de uma análise substantiva e jurídica dos *tokens* objecto de ofertas. O elenco de instrumentos financeiros (*investment securities*) contido no *Securities Act* de 1933, *Section 3(a)(2)*, e a noção de *security* do *Securities Exchange Act* de 1940, *Section 2(a)(36)*, não

---

europa.eu/press-news/esma-news/esma-adopts-final-product-intervention-measures-cfds-and-binary-options. Renovou a proibição relativa à comercialização, distribuição e venda de opções binárias por mais três meses após 20Out2018, e o mesmo sucedeu para os CFDs para o retalho após 1Nov2018, JOUE de 31.10.2018, L272/65, mas a sua aplicação a criptomoedas depende da sua qualificação.

131. Acerca da legislação norte-americana relativa às ofertas públicas e da *crowdfunding exemption* de 2012, até ao limite de USD\$ 1M, em cada 12 meses, e do *funding portal* agora constante do *Securities Exchange Act* de 1934, Catarino, 2017: 171; Pereira Duarte, 2017: 263.

abrange facilmente estes novos activos<sup>132</sup>. A figura que lhe é mais próxima e por isso mais utilizada pelo regulador federal é o conceito de *investment contract*: *An investment contract is an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others*<sup>133</sup>. Nesta matéria o precedente judicial do “Howey test” desempenha um papel essencial de qualificação.

Assumindo a *principle based regulation* que sempre norteou o Supremo tribunal federal norte-americano na regulação económica interestadual, este conceito flexível e adaptável à mutabilidade dos instrumentos e da realidade financeira foi densificada em 1946 no caso *SEC v. W.J. Howey Co.* Aí se afirmou the “touchstone” of an investment contract “is the presence of an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others, e aplica-se a schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profits.

Daqui resultou o famoso e actual *Howey test* segundo o qual a qualificação de um activo como *investment contract* (logo, como *security*) depende dos seguintes requisitos: *i*) revestir características de um investimento patrimonial (não necessariamente monetário), *ii*) numa empresa em comum (empresa num sentido lato), *iii*) com uma expectativa razoável de lucro, *iv*) lucro ou vantagem que decorre da actividade ou esforço de terceiro (independentemente da forma que revista)<sup>134</sup>. A SEC e o mundo empresarial e jurídico têm-se baseado, perante um caso concreto, na verificação da existência destes

132 Acerca da noção de *security* provinda dos anos 40 e do *Securities Act* e do *Securities Exchange Act*, <https://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0014/materials/investmentch2.pdf>.

133 “Under Section 2(a)(1) of the Securities Act and Section 3(a)(10) of the Exchange Act, a security includes “an investment contract.” See 15 U.S.C. §§ 77b-77c. Vd *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 393 (2004); *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301 (1946); see also *United Housing Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 852-53 (1975) (The “touchstone” of an investment contract “is the presence of an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.”). This definition embodies a “flexible rather than a static principle, one that is capable of adaptation to meet the countless and variable schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profits.” *Howey*, 328 U.S. at 299 (emphasis added). The test “permits the fulfillment of the statutory purpose of compelling full and fair disclosure relative to the issuance of ‘the many types of instruments that in our commercial world fall within the ordinary concept of a security.’” *Id.* In analyzing whether something is a security, “form should be disregarded for substance,” *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967), “and the emphasis should be on economic realities underlying a transaction, and not on the name appended thereto.” *United Housing Found.*, 421 U.S. at 849” – Vd comunicado da SEC, *SEC Issues Investigative Report Concluding DAO Tokens, a Digital Asset, Were Securities* in <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131> (acedido 5Abr2018).

134 Segundo a supra citada decisão do Supremos no caso *SEC vs W.J.Howey Co.*, 328 U.S. 293, de 1946.

quatro indicadores ou elementos económico-jurídicos para sujeição de *securities* à regulação federal da sua emissão, colocação e negociação.

Estes indicadores fundaram o entendimento da SEC quanto à qualificação como *security* de alguns *tokens* – como no supra citado caso “The DAO” – “Based on the investigation, and under the facts presented, the Commission has determined that DAO Tokens are securities under the Securities Act of 1933 (“Securities Act”) and the Securities Exchange Act of 1934 (“Exchange Act”)”<sup>135</sup>, independentemente de serem emitidos via *distributed ledger* através de *blockchain technology* ou *smart contracts* (*DAO Report* da SEC)<sup>136</sup>. No caso “The DAO”, a resposta terá sido provavelmente a mais fácil dado haver investimento em activos similares a unidades de participação de um organismo de investimento coletivo mas também a atribuição de direitos económicos similares às participações societárias, a par do objectivo de rendimento decorrente da partilha dos lucros gerados pelos projectos em que o fundo “The DAO” participava como financiador<sup>137</sup>. A existência de direitos de votos para decisão sobre os investimentos a aprovar pelo fundo não foi decisiva para qualificação, dado que este direito era muito limitado face aos tradicionais direitos de voto societários porque superado pelo papel da germânica Slock.it e seus promotores bem como pela apreciação e seriação prévia pelos “DAO Curators”. Também foram ponderados os meios de informação disponível sobre a empresa, a forma de divulgação ou partilha de informação – em redes próprias e através de *posts* não assinados nem identificáveis –, e outras limitações dos

135 O aviso contido no Relatório era claro: “(...) This Report reiterates these fundamental principles of the U.S. federal securities laws and describes their applicability to a new paradigm—virtual organizations or capital raising entities that use distributed ledger or blockchain technology to facilitate capital raising and/or investment and the related offer and sale of securities. The automation of certain functions through this technology, “smart contracts,” or computer code, does not remove conduct from the purview of the U.S. federal securities laws. This Report also serves to stress the obligation to comply with the registration provisions of the federal securities laws with respect to products and platforms involving emerging technologies and new investor interfaces (...)”, cit. *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934*, de 25Jul2017.

136 Segundo o mesmo Relatório de Investigação da SEC de 25Jul2017, por *smart contract* entende-se “(...) a computerized transaction protocol that executes terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize the need for trusted intermediaries. Related economic goals include lowering fraud loss, arbitrations and enforcement costs, and other transaction costs”.

137 Uma boa resenha da aplicação do *Howey test* e das várias possibilidades de subsunção ao regime e isenções do *Securities Act* e do *Securities Exchange Act*, em Rohr & Wright, 2018: 26; Hacker & Thomale, 2018: 17.

investidores na sua comunicação recíproca. Para além dos limites materiais criados pela plataforma, o anonimato é uma pecha real ao exercício de direitos sociais. A apreciação deste caso constituiu um paradigma para posteriores casos e a SEC assumiu que na forma equivalia a um investimento *i)* feito mediante moeda com curso legal, e se “the investment of money need not take the form of cash”, pode revestir outras formas de contribuição; *ii)* o veículo a criar (“The DAO”) era uma empresa comum; *iii)* os investidores tinham em vista expectativas de lucro ou valorização ou obtenção de mais-valias decorrentes dos projectos (segundo a jurisprudência federal, “profits include dividends, other periodic payments, or the increased value of the investment”); *iv)* este lucro ou valorização decorria do esforço de terceiros que não dos investidores (no caso, dos empreendedores – Slock.it – e dos seus co-promotores – “Curators” – que analisam previamente os projectos e os colocam nas *white lists* para possível votação pelos detentores de DAO *tokens*). A emissão encontrava-se por isso sujeita à lei federal aplicável aos emitentes – a noção de *issuer* é também muito lata, “every person who issues or proposes to issue any security”<sup>138</sup> – e ao regime das IPOs – necessidade de *registration statement* na SEC e elaboração de um *prospectus* se não houver isenções legais<sup>139</sup>. Acresce, *in casu*, a consideração de que a sua negociação numa plataforma electrónica sujeitaria esta ao registo legal como *trading platform* <sup>140</sup>.

A aplicação do *Howey test* pela SEC tem também vindo a ser objecto de uma interpretação extensiva de forma que abrange ICOs que levantam

138 A lei não limita a obrigatoriedade de registo de ofertas a pessoas jurídicas, podendo incluir organizações ou associações de e de bens – nos EUA a definição de “issuer” inclui “every person who issues or proposes to issue any security”, sendo certo que a definição é flexível incluindo “any incorporated organization” (cfr o Relatório SEC com citação jurisprudencial da construção jurídica, a pp. 15-16). Como tal, a oferta dirigida a cidadãos norte-americanos no território dos EUA deveria estar devidamente registada e cumprir as demais obrigações legais em termos de prospecto, de marketing e publicidade e de intermediação.

139 Vd as alegações da SEC com base na Section 21 (a) do *Securities Exchange Act* de 1934, <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (consultado em 4Mai2018).

140 A par do registo obrigatório a SEC considerou ainda que, ao abrigo da Section 5 e 6 do *Securities Exchange Act* de 1934, uma “Exchange” de criptomoedas como aquelas onde se negociavam as DAO *tokens* se incluía na definição legal de mercado secundário multilateral regulado, não estando abrangidas pelas isenções previstas na lei: “any organization, association or group of persons, whether incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for other wise performing with the respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood(...)”, Rule 3b-16(a) e 3b-16(a) SEAct 1934 (15 USCode, parág. 78c(a)(1)) – vd <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.3b-16>.

dúvidas quanto à sua legalidade (em termos do objecto e também por possíveis fraudes), num predomínio do conteúdo sobre a forma<sup>141</sup>.

É paradigmático o caso *Munchee vs SEC* relativo a uma ICO de *utility tokens* objecto do *Administrative Proceeding n.º 3-18304*, e que terminou numa ordem *cease-and-desist* da SEC<sup>142</sup>. A Munchee Inc., empresa sediada na Califórnia, criara uma aplicação para iPhone (a “Munchee app”, relativa à procura de restaurantes, de ementas, de colocação de *posts* sobre as mesmas), e pretendeu emitir *utility tokens* (500 Milhões de MUN Tokens) numa DLT (Ethereum), tendo conseguido o valor de USD\$ 15 M (equivalente à colocação de 225 Milhões de tokens). O propósito da oferta ao público seria alargar o objecto da empresa, entrando na venda de comida e outras transacções para cujo pagamento os utilizadores dispõem deste *token*, simultaneamente transaccionado em mercados secundários. A SEC entendeu, perante as vastas referências à possibilidade de valorização e de consequentes ganhos decorrentes da detenção de MUN tokens no respectivo *White Paper* e na publicidade do ICO, que estaríamos perante *investment contracts*: “(...) among other characteristics of an “investment contract,” a purchaser of MUN tokens would have had a reasonable expectation of obtaining a future profit based upon Munchee’s efforts, including Munchee revising its app and creating the MUN “ecosystem” using the proceeds from the sale of MUN tokens”<sup>143</sup>. Neste caso, a SEC desconsiderou a denominação de *utility tokens* utilizada pelos promotores, bem como a alegada utilização futura pelo ecossistema para aquisição de produtos ou de serviços (na restauração), ou utilização de espaço ou de *apps* da plataforma (para promover produtos ou fazer publicidade). A empresa fez um forte anúncio da possibilidade de retorno para os investidores de tal forma que, segundo a SEC, criou uma verdadeira expectativa de valorização do investimento, no sentido de os investidores poderem obter ganhos com o mesmo, e que no prazo de 30 dias após emissão os *tokens* poderiam ser negociados numa plataforma

141 O Supremo tribunal federal norte-americano tem reiteradamente afirmado que, quando “searching for the meaning and scope of the word ‘security’ . . . form should be disregarded over substance and the emphasis should be on the economic reality”, *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967); *Howey*, 328 U.S., 298; *Forman*, 421 U.S., 848.

142 Acerca da natureza destes meios regulatórios *soft*, utilizados também pela SEC, e que considerámos como casos de interface entre Direito Conformador e Sancionador porque está paredes-meias entre uma sanção (“entende” a actuação dos agentes porque compreenderam mal o alcance da lei), e as Orientações (que têm uma clara pretensão pedagógica) – Catarino, 2010: 548-9.

143 Cfr a respectiva *Order Instituting Cease-and-Desist proceeding*, de 11Dez2017, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>.

electrónica (*Exchange*)<sup>144</sup>. Apesar de a empresa alegar não pretender emitir *tokens* com objectivo de investimento mas *tokens* a ser utilizados em momento futuro – após completar a plataforma projectada e objecto de investimento –, e *utility tokens*, as suas afirmações terão criado uma forte expectativa de valorização e de ganho o que foi considerado suficiente pela SEC para as subsumir a *investment tokens* no momento da colocação<sup>145</sup>. Apesar de ser uma decisão juridicamente muito controvertida face ao entendimento lato do *Howey test*, este entendimento alargou o âmbito dos *investment contracts* de forma a criar a necessidade de muitos promotores sujeitarem as suas ICOs a prévia apreciação pelo regulador.

O risco regulatório criado com esta extensão da interpretação e consequente qualificação face à necessidade premente de financiamento levaria à formulação pelos emitentes deste tipo de *tokens* de contratos denominados de *Simple Agreement for Future Tokens* (SAFT) colocados apenas em *accredited investors*<sup>146</sup>. Estaríamos por isso perante um *investment contract* que materialmente configura um *security*, mas cuja emissão se encontrava ao abrigo da isenção legal prevista na *Rule 506* da *Regulation D*<sup>147</sup>. Estes investidores qualificados teriam direito a receber futuramente *utility tokens* aquando da emissão e os *accredited investors* procederiam à sua venda. Tal permitiria à plataforma obter no imediato os recursos necessários para desenvolver o seu

---

144 Refere a SEC no seu procedimento administrativo de 11Dez2017 que “14. Purchasers reasonably would have viewed the MUN token offering as an opportunity to profit. Purchasers had a reasonable expectation that they would obtain a future profit from buying MUN tokens if Munchee were successful in its entrepreneurial and managerial efforts to develop its business. Purchasers would reasonably believe they could profit by holding or trading MUN tokens, whether or not they ever used the Munchee App or otherwise participated in the MUN ‘ecosystem’, based on Munchee’s statements in its MUN White Paper and other materials. Munchee primed purchasers’ reasonable expectations of profit through statements on blogs, podcasts, and Facebook that talked about profits.”

145 Tentando subsumir o caso ao *Howey test* a SEC afirma no mesmo procedimento que “21. Purchasers would reasonably have had the expectation that Munchee and its agents would expend significant efforts to develop an application and ‘ecosystem’ that would increase the value of their MUN tokens.”

146 Acerca desta prática, cfr o artigo de 16Mar2018 no *Crowdfund insider*, in <https://www.crowdfundinsider.com/2018/03/130229-bad-news-safts-may-not-compliant/>.

147 Esta *Regulation* contém duas isenções às ofertas públicas decorrentes da verificação de requisitos como a inexistência de solicitação ao público em geral ou a venda a um número limitado de investidores de retalho (35) e um número ilimitado de *accredited investors* (investidores sofisticados definidos na *Rule 502* da *Regulation D*). Existem outras isenções decorrentes de as ofertas serem apenas dirigidas a *accredited investors*, embora sujeitas a um bloqueio legal à revenda durante um período de 6 meses (*Rule 506* (c), para além das isenções decorrentes das regras de *crowdfunding* constantes do *Jobs Act* – cfr. <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule506htm.html>).



*software* e atingir os seus objectivos iniciais sem necessidade de registo ou prospecto e aos investidores iniciais ganhar com a valorização <sup>148</sup>.

#### 4.1.1. O *deterrent effect* da SEC e qualificações jurídicas sectoriais.

A interpretação extensiva de *securities* (e consequente intervenção expansiva ou *catch all* sobre as emissões de criptoactivos) e a função *preventiva* (alertas sobre as ofertas que se vão realizar sem a sua supervisão) são uma prática com um forte *deterrence effect* que reforça a protecção dos investidores e acentua o diálogo regulatório com o mercado<sup>149</sup>.

A qualificação jurídica de *tokens* não é necessariamente igual para todos os efeitos nem para todos os sectores de actividade pública dado inexistirem normas legais federais sobre o tema. Por isso existem múltiplas aproximações ao tema e um panorama multi-regulatório que é essencial conhecer. O *United States Internal Revenue Services* (IRS) lançou já em 24Mar2014 uma série de *FAQs* (ou *Q&A*, de Perguntas e Respostas frequentes) relativas a criptomoedas. Pretendeu com as mesmas divulgar ao público em geral Orientações sobre a tributação a nível federal das transacções sobre estes activos ou sobre operações com os mesmos. Apesar de aceitar que circulam como meio de troca e forma de pagamento sem possuir (ainda) curso legal em qualquer país, publicou a importante *Notice* 2014-21<sup>150</sup> que “provides that virtual currency is treated as property for U.S. federal tax purposes. General tax principles that apply to property transactions apply to transactions using virtual currency (...)”<sup>151</sup>. Tal significa, segundo a *notice*, que “A taxpayer who receives virtual currency as payment for goods or services must, in computing gross income, include the fair market value of the virtual currency measured in U.S.

148 Acerca dos riscos destas emissões *vd* “The SAFT Project Whitepaper”, in <https://saftproject.com/#saft-whitepaper>, bem como o “Research Project” do *Cardozo Blockchain Project*, de 21Nov2017, da Cardozo Law School, in [https://cardozo.yu.edu/sites/default/files/Cardozo%20Blockchain%20Project%20-%20Not%20So%20Fast%20-%20SAFT%20Response\\_final.pdf](https://cardozo.yu.edu/sites/default/files/Cardozo%20Blockchain%20Project%20-%20Not%20So%20Fast%20-%20SAFT%20Response_final.pdf) (acedidos em 23Mar2018).

149 Cfr procedimento iniciados para verificação da natureza de ICOs <http://www.cvm.gov.br/buscas/busca.html>

150 As autoridades não deixam de referir as diversas funções que as criptomoedas podem exercer, reduzindo a sua interpretação ao caso em análise. “In general, the sale or exchange of convertible virtual currency, or the use of convertible virtual currency to pay for goods or services in a real-world economy transaction, has tax consequences that may result in a tax liability. This notice addresses only the U.S. federal tax consequences of transactions in, or transactions that use, convertible virtual currency, and the term ‘virtual currency’ as used in Section 4 refers only to convertible virtual currency. No inference should be drawn with respect to virtual currencies not described in this notice”, <https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-14-21.pdf> (acedido em 5Abr2018).

151 Para desenvolvimentos nesta matéria, <https://www.irs.gov/newsroom/irs-virtual-currency-guidance>.

dollars, as of the date that the virtual currency was received” (*idem*). Já em 23 de Março de 2018 o IRS publicou no seu *website* uma recordatória relativa à obrigação de declarar nos rendimentos as transacções com moedas virtuais: *The Internal Revenue Service today reminded taxpayers that income from virtual currency transactions is reportable on their income tax returns*<sup>152</sup>.

Já o *Treasury Department* classificou as criptomoedas como um bem para efeitos da aplicação e supervisão do cumprimento das regras sobre AML/CFT<sup>153</sup>. Relativamente às plataformas de negociação electrónica (*Exchanges*) e negociação por *brokers* de *virtual currencies*, considerou que a sua actividade traduz “the acceptance of currency, funds, or other value that substitutes for currency to another location or person by any means”, estando sujeitas a supervisão como qualquer instituição que opere em valores mobiliários ou derivados<sup>154</sup>.

Também em 10 de Dezembro de 2014 a U.S. *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) considerou as criptomoedas (*virtual currencies*) como *commodities* e como tal sujeitas à sua supervisão (abrangidas pelo *Commodity Exchange Act*), tendo exercido diversos procedimentos de *enforcement* (alguns deles conjuntos com a Divisão de *Enforcement* da SEC). Também publicou Avisos quanto a possíveis *Ponzi Schemes*, e Orientações e formação financeira para os consumidores, e dada a inexistência de normas legais federais sobre o tema e variedade das entidades também publicita as orientações do *Internal Revenue Service* (IRS) e do *Treasury’s Financial Crimes Enforcement Network* (ou FinCEN, relativo a actividade criminosa *vg* de branqueamento

---

152 “Virtual currency, as generally defined, is a digital representation of value that functions in the same manner as a country’s traditional currency. There are currently more than 1,500 known virtual currencies. Because transactions in virtual currencies can be difficult to trace and have an inherently pseudo-anonymous aspect, some taxpayers may be tempted to hide taxable income from the IRS. Notice 2014-21 provides that virtual currency is treated as property for U.S. federal tax purposes. General tax principles that apply to property transactions apply to transactions using virtual currency”, motivo pelo qual o IRS relembra as penalidades pecuniárias e o crime em que os cidadãos podem incorrer se não fizerem a declaração, <https://www.irs.gov/newsroom/irs-reminds-taxpayers-to-report-virtual-currency-transactions> (acedido em 15Abr2018).

153 Acerca do tema vd o primeiro caso da CFTC contra uma empresa e cidadãos estrangeiros por actividades relacionadas com lavagem de dinheiro com Bitcoins – *FinCEN Fines BTC-e Virtual Currency Exchange \$110 Million for Facilitating Ransomware, Dark Net Drug Sales*, <https://www.fincen.gov/resources/statutes-regulations/guidance/application-fincens-regulations-persons-administering> (acedido em 4Mar2018).

154 Neste sentido *eg* as orientações (*Interpretative Guidances*) de 18Mar2013 da FinCEN, *Application of FinCEN’s Regulations to Persons Administering, Exchanging or Using Virtual Currencies*, <https://www.fincen.gov/resources/statutes-regulations/guidance/application-fincens-regulations-persons-administering> (acedido em 15Abr2018).

de capitais), e da *Securities and Exchange Commission* (SEC)<sup>155</sup>. São vários os casos em que a CFTC perseguiu, nos termos do *Commodities Exchange Act*, entidades que geriam plataformas não registadas de derivados sobre Bitcoins, por considerar que estas criptomoedas deveriam ser consideradas *commodities*, com foi o caso Coinflip Inc. d/b/a Derivabit e Francisco Riordan<sup>156</sup>.

A dificuldade em identificar e qualificar juridicamente estes *tokens* têm obrigado as instituições de regulação a uma política de verificação concreta, caso a caso, numa aproximação regulatória multifacetada em que está presente a preocupação com prevenção de esquemas fraudulentos<sup>157</sup>.

#### 4.2. A qualificação de *tokens* como valores mobiliários na UE.

No âmbito da União Europeia não existe regulamentação que regule expressamente estas ofertas públicas (ICO), sendo possível que muitos dos activos possam enquadrar-se na figura dos instrumentos financeiros. Inexistem iniciativas a nível do concerto europeu ou um *level playing field*, podendo considerar-se que a primeira regulamentação foi vertida na 5.<sup>a</sup> Directiva (n.º 2018/843/UE) AML/CFT, com a sujeição a deveres de registo e reporte das pessoas ou entidades que prestem serviços de câmbio entre moedas virtuais e moedas fiduciárias ou serviços de custódia de carteiras digitais. Tal não obvia a que alguns Estados-membros tomem iniciativas nesta área, como

155 Cfr CFTC Backgrounder on Oversight of and Approach to Virtual Currency Futures Markets de 4Jan2018, [https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder\\_virtualcurrency01.pdf](https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder_virtualcurrency01.pdf) (acedido em 4Mar2018).

156 Vd Order de cease-and-desist da CFTC, de 17Set2015 in <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfcoinfliprorder09172015.pdf> (acedido em 5Abr2018).

157 A par dos casos descritos existem muito outros de que damos nota, sem possibilidade de exaustão, de casos de investigação perseguidos pela SEC de qualificação de *tokens* como *securities*, num caso de fraude (Ponzi Scheme) como o caso *Securities and Exchange Commission vs. Trendon T. Shavers and Bitcoin Savings and Trust*, na *Civil Action No. 4:13-CV-416*, iniciada em 2013, in <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2013/comp-pr2013-132.pdf>; contra a falta de registo prévio em ofertas de acções por troca com bitcoins, como no caso da SEC vs. Erik T. Voorhees, 3Jun2014, <https://www.sec.gov/news/press-release/2014-111>; pela actividade não registada de negociação on-line de moedas virtuais por *securities exchanges* e *brokers-dealers*, no caso *BTC Trading Corp. e Ethan Burnside*, 8Dez2914, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2014/33-9685.pdf> de congelamento judicial de bens a pedido do regulador norte-americano em casos de emissões fraudulentas de moedas virtuais, como no caso SEC vs. AriseBank et al, de 1Dez2017, <https://www.law360.com/cases/5a6fa01854caf656f4000001>. Existem outros casos relevantes para a definição da natureza de criptomoedas em que se considerou estarmos perante meios de pagamento, concretamente *currency tokens* (caso decidido pelo juiz do *district court* no caso *US vs Faiella e Shrem* de 2014, <https://internetlawcommentary.com/2014/09/02/us-v-faiella-and-shrem-ruling-on-bitcoin-as-money-or-funds/> (acedidos em 5Abr2018). Outros *leading cases* podem ser encontrados em Coindesk <https://www.coindesk.com/4-court-cases-helping-determine-us-stance-bitcoin/>.

sucedeu no modelo de negócio *crowdfunding* em que as regulações nacionais sucederam em cascata para fazer face à omissão de Bruxelas. No modelo de negócio dos ICOs temos já o caso francês onde a intenção confessa de fazer de França um centro europeu de ICOs, prevenindo eventuais actividades ilícitas e não esquecendo a matéria fiscal inerente à cripto indústria, levou o legislador (e o regulador do mercado de capitais, a *Autorité des Marchés Financiers*) a criar em Dezembro de 2019 legislação e regulação (e regulamentação do registo e da supervisão) específicos para as ICOs e para os prestadores de serviços sobre criptoactivos. Esta regulação entrará em vigor em 2020.

A noção compósita e assistemática de instrumentos financeiros que inclui os valores mobiliários, encontra regulação em múltipla legislação europeia de que é uma peça central a Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros de 2004 (vulgarmente conhecida pelo acrónimo DMIF<sup>158</sup>). Esta noção compósita e heterogénea não retira a primazia e o papel tradicional ao conceito de valor mobiliário e à sua regulação *vg* nas emissões e ofertas públicas, e na sua negociação. À semelhança do que sucede nos EUA, existe legislação da União relativa à prestação de informação nos casos de emissões públicas de valores mobiliários que se encontra transposta para o ordenamento português, aplicando-se a operações que têm lugar no território nacional, que aí produzem efeitos ou que sejam dirigidos a cidadãos nacionais<sup>159</sup>. A novidade do modelo de negócio (*crowdsales*), a atipicidade dos activos em causa (criptomoedas ou *tokens*), a sua enorme variedade e as particularidades de natureza e das situações jurídicas que comportam, têm determinado uma cautelosa posição dos diversos reguladores europeus e das Autoridades da UE na sua qualificação como valores mobiliários.

Por regra, tem-se assistido a uma prévia análise de cada oferta e das características dos activos oferecidos como eventuais valores mobiliários, aferindo da necessidade da sua sujeição à regulação e à supervisão e *enforcement* dos reguladores públicos. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) tem publicitado reiteradamente que “Os *tokens* emitidos num ICO

158 Directiva 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004.

159 Cfr. art. 1.º, n.º1 da Directiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II), e a “conexão relevante” com o território português prevista nos arts. 3.º e 118.º do CodVM; *vd* os arts. 1.º, 2.º, m), ii) e iii) e 28.º do Regulamento UE 2017/1129, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2017, relativo ao prospecto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão num mercado regulamentado (Regulamento dos Prospectos), o art. 2.º, n.ºs 3 e 4 Regulamento UE 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (MAR, de *Market Abuse Regulation*).

poderão constituir valores mobiliários atípicos caso preencham os respectivos requisitos à luz da legislação aplicável. A qualificação de um *token* como valor mobiliário dependerá sempre de uma análise casuística, dada a natureza, complexidade e variabilidade desta realidade”<sup>160</sup>. A CMVM publicou também Comunicados e Alertas públicos sobre os respectivos riscos para os investidores/consumidores, e no caso de lacunas de regulação, sempre que as operações sobre tais activos se não encontrem sujeitas à sua supervisão<sup>161</sup>.

Com a especial atenção sobre estes activos pretende-se regular a sua oferta e negociação para que “a realização de transacções em instrumentos financeiros, *independentemente dos métodos de negociação utilizados para a sua conclusão*” (itálico nosso), possa “garantir uma elevada qualidade de execução das transacções dos investidores e apoiar a integridade e eficiência global do sistema financeiro”, sendo imperioso que novos sistemas de negociação organizados “não beneficiem de vazios da lei” (*cf.* Considerando 13 da Directiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros ou DMIF II<sup>162</sup>).

A regulação europeia (e nacional) dos mercados de instrumentos financeiros tem como epicentro a DMIF II e os seus conceitos, *vg* de instrumentos financeiros e de valores mobiliários (art. 4.º, n.º1, 15) e Anexo I, Secção C) da DMIF II). São igualmente centrais os conceitos de serviço de investimento e de mercado também para o Regulamento dos Prospectos, essencial no serviço de colocação de valores mobiliários em mercado primário através de *oferta dirigida ao público em geral*. E quando é que uma oferta é oferecida ao público em geral? Quando qualquer comunicação de oferta de valores mobiliários seja dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados<sup>163</sup>, “independentemente da forma e dos meios por ela assumidos, que apresente informações suficientes sobre as condições da oferta e os valores mobiliários em questão, a fim de permitir a um investidor decidir sobre a aquisição ou

160 No plano nacional a CMVM tem procedido à divulgação de Comunicados públicos relativos à qualificação jurídica de *tokens* objecto de ICOs – <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20180723a.aspx>.

161 Os Comunicados e Alertas da CMVM e do CNSF, mas também das autoridades de supervisão europeia encontram-se em [http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/fintech/Pages/Comunic\\_fintech.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/fintech/Pages/Comunic_fintech.aspx).

162 Directiva 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 Directiva 2002/92/CE e a Directiva 2011/61/UE.

163 Cfr. art. 109.º, n.ºs 1 e 2 CodVM.

subscrição desses valores mobiliários” (art. 2.º, n.º1, a) e art. 2.º, n.º1, d) da Directiva dos Prospectos, e art. 2.º, d) do Regulamento que a revoga<sup>164</sup>).

A noção de emitente é igualmente lata – qualquer “entidade jurídica que emite ou propõe emitir valores mobiliários” –, não se vislumbrando na alínea h) do art. 2.º do Regulamento exigências de forma, tipo ou natureza especial. As ofertas devem reportar-se a “valores mobiliários negociáveis”, noção igualmente lata e conforme Directiva dos mercados de instrumentos financeiros (artigo 4.º, n.º 1, pontos 17) e 44) da DMIF II<sup>165</sup>):- “as categorias de valores que são negociáveis no mercado de capitais, com excepção dos meios de pagamentos”, num elenco que contém acções, certificados de depósitos de acções, obrigações, valores que confirmam o direito à compra ou venda destes valores mobiliários, art. 4.º, n.º1, 44) DMIF II<sup>166</sup>.

A norma contém um elenco de figuras jurídicas relevantes para a construção da noção de valores mobiliários, devendo a sua interpretação jurídica atender às características de cada figura ou situação jurídica típica. A norma contém uma *tipicidade não esgotante*, e na qualificação de um valor mobiliário não temos omissões nem lacunas de regulamentação nem lacunas de excepção: *o conceito de valor mobiliário deve atender à enumeração dos tipos subsumíveis ao conceito obrigando o intérprete a deles retirar os requisitos típicos das situações jurídicas neles contidas e que irão permitir qualificar novos valores*.

A recondução de novas situações jurídicas patrimoniais às representadas pelos valores mobiliários típicos e sua qualificação depende também do preenchimento de requisitos ou características de *transmissibilidade* e de *negociabilidade*. A livre transmissibilidade, em abstracto, é inerente à possibilidade de negociação num mercado de capitais, seja em estruturas organizadas ou não organizadas<sup>167</sup>. A transmissibilidade implica também um requisito de

164 Embora materialmente similar, o Regulamento considera na alínea d) do art. 2.º, uma «Oferta de valores mobiliários ao público»: uma comunicação ao público, independentemente da sua forma e dos meios utilizados, que apresente informações suficientes sobre os termos da oferta e os valores mobiliários em questão, de modo a que um investidor possa decidir da aquisição ou subscrição desses valores mobiliários. Esta definição é igualmente aplicável à colocação de valores mobiliários através de intermediários financeiros.”.

165 Nos termos do art. 2.º, a) do Regulamento, “para efeitos do presente regulamento, entende-se por: «Valores mobiliários»: os valores mobiliários negociáveis, na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 44, da Directiva 2014/65/UE, com excepção dos instrumentos do mercado monetário, na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 17, da Directiva 2014/65/UE, com um prazo de vencimento inferior a 12 meses (...)”.

166 Cfr. art. 4.º, n.º1, 18), Directiva 2004/39/CE (DMIF) e art. 4.º, n.º 1, 44), da Directiva 2014/65/UE (DMIF II).

167 Por estruturas organizadas referimo-nos às *trading venues* da DMIF II, mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral e de negociação organizados (art. 4.º, n.º1, 19), 21) a 24), que não são

*padronização* que veremos ser essencial à *fungibilidade* e que na ordem nacional permite falar de *categorias* de valores. Incluem-se numa mesma *categoria* “Os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo”, que pertençam a uma emissão ou “a emissões ou séries diferentes” (de onde decorre o princípio de *unidade da forma* da emissão e de *igualdade* dos seus detentores)<sup>168</sup>.

Exige-se também a *fungibilidade* dos valores dentro de uma determinada categoria, i.e. que os valores se determinem pelo seu género, qualidade ou quantidade, tenham a mesma forma de representação e regime fiscal<sup>169</sup>. Este é um requisito essencial à negociabilidade em massa pois só podem ser objecto de negociação organizada “valores mobiliários fungíveis, livremente transmissíveis, integralmente liberados e que não estejam sujeitos a penhor ou qualquer outra situação jurídica que os onere (...)”<sup>170</sup> – alínea a) do n.º1 do art. 204.º CodVM.

Parece assim afastada a sujeição às regras das ofertas públicas uma colocação de *currency tokens*, i.e. de *tokens* que tenham exclusivamente a natureza de meios de pagamento – relembremos que também estão excluídos do regime jurídico do mercado os instrumentos do mercado monetário, na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 17, da Diretiva 2014/65/UE, com um prazo de vencimento inferior a 12 meses.

O Tribunal de Justiça de União Europeia (TJUE) afastou em 2015 a consideração de valor mobiliário à *bitcoin* alegando a sua função de mero “meio contratual de pagamento”. Fê-lo no âmbito do processo de reenvio prejudicial C-264/14 solicitado pelo supremo tribunal administrativo sueco (art. 267.º

---

requisitos de negociabilidade num mercado de capitais – cfr as Q&A da CE, *Your questions on MiFID*, pp. 45-6, acerca da característica de negociabilidade (“transferable securities”) vertida no art.. 4.º, n.º1, 18) da DMIF, similar ao art. 4.º, n.º1, 44) da DMIF II.

168 Neste sentido, arts. 45.º e 46.º CodVM. Também, o citado art. 4.º, n.º1, 44) «Valores mobiliários»: as categorias de valores que são negociáveis no mercado de capitais, com exceção dos meios de pagamento» (DMIF II).

169 Nos termos do n.º2 do artigo 204.º do CodVM, “São fungíveis, para efeitos de negociação organizada, os valores mobiliários que pertençam à mesma categoria, obedeçam à mesma forma de representação, estejam objectivamente sujeitos ao mesmo regime fiscal e dos quais não tenham sido destacados direitos diferenciados.”

170 Um valor mobiliário constituído com sujeição a qualquer ónus, garantia, encargo, sujeição a preferência na transmissibilidade, pode ser transferível pelo seu titular mas não é considerado negociável em mercado dado que inexistente livre transmissibilidade (*infra*).

TFUE<sup>171</sup>). Pretendia-se uma interpretação que permitisse aferir da eventual sujeição a IVA de um serviço profissional de troca (“câmbio”) de *bitcoin* por moeda legal. O Sr Hedqvist perguntara à sua Administração Tributária se se encontrava sujeita a IVA a sua actividade de troca (câmbio) de moeda sueca por criptomoeda, e vice-versa, a pedido de pessoas ou de empresas, realizada através de meios electrónicos mediante revenda da criptomoeda por ele detida ou adquirida numa plataforma de negociação electrónica (*Exchange*). O preço fixado pela sociedade de “câmbio” baseava-se no valor da *bitcoin*, sendo a transacção onerosa acrescida de uma percentagem de valorização ou diferença entre a compra e a venda, mas sem comissões.

Face ao disposto nos arts. 2.º, 14.º e 135.º, n.º1, alíneas d) a f) da Diretiva de 2006, relativa ao imposto sobre o valor acrescentado<sup>172</sup>, o TJUE entendeu que o valor ou activo em causa não cairia no âmbito da alínea f), do n.º 1, do art. 135.º, relativa a acções, participações em sociedades ou em associações, obrigações e demais títulos<sup>173</sup>. O TJUE subsumiria tal actividade (transferência) ao estatuído na alínea e) do mesmo número 1 do art. 135.º. Assim, afirmou que (...) *it is common ground that the bitcoin virtual currency is neither a security conferring a property right nor a security of a comparable nature* (...).

Mais afirmou que *Article 135(1)(e) of Directive 2006/112 must be interpreted as meaning that the supply of services such as those at issue in the main proceedings, which consist of the exchange of traditional currencies for units of the ‘bitcoin’ virtual currency and vice versa, performed in return for payment of a sum equal to the difference between, on the one hand, the price paid by the operator to purchase the currency and, on the other hand, the price at which he sells that currency to his clients, are transactions exempt from VAT, within the meaning of that provision*”.

O caso caberia por isso na norma que isenta, *inter alia*, *currency and bank notes and coins used as legal tender*, i.e. na alínea e) do mesmo artigo: “operações, incluindo a negociação, relativas a divisas, papel-moeda e moeda com valor liberatório, com excepção das moedas e notas de colecção, nomeadamente as moedas de ouro, prata

171 Proc C-264/14, *Skatteverket vs David Hedqvist*, ECLI:EU:C:2015:718, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62014CJ0264&from=PT>).

172 Directiva 2006/112/CE do Conselho de 28Nov2006, relativa ao sistema comum do imposto sobre o valor acrescentado.

173 Estão aqui previstas “As operações, incluindo a negociação mas excluindo a guarda e gestão, relativas às acções, participações em sociedades ou em associações, obrigações e demais títulos, com exclusão dos títulos representativos de mercadorias e dos direitos ou títulos referidos no n.º 2 do artigo 15.”.



ou outro metal, e bem assim as notas que não sejam normalmente utilizadas pelo seu valor liberatório ou que apresentem um interesse numismático”<sup>174</sup>.

É importante referir que existe uma dessintonia entre os dois instrumentos jurídicos comunitários, DMIF e Diretiva do IVA, dado que a enunciação de instrumentos financeiros contida na alínea f), do artigo 135.º, n.º 1 desta última Directiva não tem correspondência com a enunciação disposta no art. 4.º, n.º 1, 18) da DMIF (ou no art. 4.º, n.º 1, 44) da nova DMIF II).

## 5. A QUALIFICAÇÃO JURÍDICA DE ICOS DE TOKENS EM PORTUGAL.

A jurisprudência do TJUE sobre a sujeição a IVA de alguns serviços sobre a *bitcoin* foi já perfilhada em Portugal. A Administração Tributária foi chamada a decidir um caso relativo à actividade (onerosa) de troca (câmbio) entre criptomoedas e moedas com curso legal, afirmando que a *bitcoin* é um meio de pagamento utilizado de forma análoga aos meios de pagamento com valor liberatório e, estando consequentemente sujeita a IVA, subsume-se às regras da sua isenção. A Autoridade Tributária manteve a posição do TJUE na sua informação vinculativa referente ao processo n.º 12904 pugnando pela aplicação da isenção prevista na subalínea d), da alínea 27), do artigo 9.º do Código do IVA (CIVA), aplicável aos meios de pagamento, conforme regras de aplicação territorial previstas no artigo 6.º do mesmo Código (operações localizadas em território nacional)<sup>175</sup>.

Recordamos que a questão controvertida fora colocada por um nacional à Administração ao abrigo do art. 68.º da Lei Geral Tributária. Pretendendo constituir uma plataforma de comércio electrónico global, para o seu financiamento iria emitir uma criptomoeda ou *token* própria (denominada de MMM), com uma utilidade específica: serviria como meio de pagamento dos utilizadores da plataforma, pelos serviços que esta lhes prestaria. Este activo pretendia ser constituído sobre a *DLT* da Ethereum, e por isso o pedido de informação solicitava uma

174 Article 135(1)(e) of Directive 2006/112 must be interpreted as meaning that the supply of services such as those at issue in the main proceedings, which consist of the exchange of traditional currencies for units of the ‘bitcoin’ virtual currency and vice versa, performed in return for payment of a sum equal to the difference between, on the one hand, the price paid by the operator to purchase the currency and, on the other hand, the price at which he sells that currency to his clients, are transactions exempt from VAT, within the meaning of that provision.

175 Cfr. [http://www.taxfile.pt/file\\_bank/news1218\\_15\\_1.pdf](http://www.taxfile.pt/file_bank/news1218_15_1.pdf).

resposta acerca da eventual sujeição a IVA e aplicação da isenção estatuída no art. 9.º, n.º 27, alínea d) do CIVA<sup>176</sup>, aplicável às transacções nacionais que tenham como objecto divisas, notas bancárias e moedas, que sejam meios legais de pagamento (art. 6.º CIVA). A autoridade tributária louvou-se na decisão do TJUE (e cita expressa e conjuntamente com os comunicados do Banco de Portugal de 2013 e do BCE sobre a *bitcoin* e sua natureza de moeda virtual e enquadramento legal). Os casos podem ser ligeiramente diferentes; enquanto na decisão prejudicial do TJUE estávamos perante *currency tokens* aqui estaríamos perante *utility tokens*, mas dada a prevalência do conteúdo sobre a forma (reiteradamente afirmada também pela jurisprudência e pelos reguladores norte-americanos – *supra*<sup>177</sup>), verificados os bens jurídicos em causa e a sua função (também) de meio de pagamento a classificação parece corresponder ao seu conteúdo. Tal como nos casos de *currency tokens*, podemos estar perante matéria a ser regulada como moeda convencional. Este exemplo demonstra como poderá tornar-se insuportável, a muito breve prazo, continuar a não regular legalmente estas relações jurídicas de consumo ou a não as subsumir legislativamente à intervenção de um regulador que tenha a cargo a protecção do consumidor.

A dificuldade de qualificação material e jurídica inerente às denominadas *tokens* exige uma cuidada análise jurídica caso a caso, independente da sua denominação comercial, e muitas vezes podem ser consideradas materialmente como *investment tokens* atentas as situações jurídicas que traduzem<sup>178</sup>. À classificação somamos as dificuldades decorrentes do conceito lato de valor mobiliário a que tais *tokens* podem ser subsumidas.

Assim, e no âmbito de qualquer ICO, com a prévia análise de cada criptomoeda ou *token* que se pretenda oferecer em Portugal através de uma ICO, devem os seus promotores aferir da sua sujeição à regulação legal dos valores mobiliários junto do regulador, mas também:

176 Nos termos do artigo, encontram-se isentas, no território nacional, “As operações, incluindo a negociação, que tenham por objecto divisas, notas bancárias e moedas, que sejam meios legais de pagamento, com excepção das moedas e notas que não sejam normalmente utilizadas como tal, ou que tenham interesse numismático” (tem por base a alínea e) do n.º1 do artigo 135.º da Directiva IVA de 2006).

177 “When searching for the meaning and scope of the word ‘security’ . . . form should be disregarded over substance and the emphasis should be on the economic reality”, Decisões do Supremo norte-americano nos casos *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967); *Howey*, 328 U.S. 298 (1946); *Forman*, 421 U.S. 848 (1975).

178 No sentido de que as *Investment Tokens* são verdadeiros valores mobiliários, sujeitando por isso as respectivas ICOs ao regime das ofertas públicas, Vieira dos Santos, 2018: 11.

- i) verificar a possibilidade da sua subsunção ao conceito de valor mobiliário;
- ii) verificar se existe um *funcionalização similar*, i.e., se o fim e conteúdo do activo a emitir se assemelha em natureza e características aos valores mobiliários enunciados na lei;
- iii) verificar se existem razões justificativas da sua inclusão na regulação dos valores mobiliários porque “constituídos e negociados de tal forma que suscitem problemas regulamentares comparáveis aos ocasionados pelos instrumentos financeiros tradicionais” (*vd* Considerando (8) da DMIF II que retoma o Considerando (4) da DMIF).

Relativamente ao primeiro *item*, não podemos esquecer que já o Código do Mercado dos Valores Mobiliários aprovado em 1991 mimetizara o *Securities Act* norte-americano de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 (respectivamente *Section 2(a)1* e *Section 3(a) 10*)<sup>179</sup>, enunciando *tipos* de valores mobiliários e findando com um *conceito base* de valor mobiliário no seu art. 3.º, n.º 1, a): são valores mobiliários outros valores “emitidos por *quaisquer pessoas ou entidades*, públicas ou privadas, em *conjuntos homogêneos*, que confirmam aos seus titulares *direitos idênticos*, e legalmente *susceptíveis de negociação* num *mercado organizado*” (itálicos nossos)<sup>180</sup>.

O Código dos Valores Mobiliários de 1999 (CodVM) manteria originariamente<sup>181</sup> o princípio de tipicidade legal (art. 1.º, n.º1) em nome da segurança e da certeza jurídica. Não querendo afastar a possibilidade de inovação financeira, sujeitou-a também a uma *tipicidade administrativa*: novos valores mobiliários podiam ser criados/reconhecidos por norma legislada ou por norma regulamentar da CMVM ou do Banco de Portugal (art. 1.º, n.º 2<sup>182</sup>).

179 As definições actuais constam do *U.S. Code*, Título 15, Cap. 2. Subcap I, parag. 77 a) ss, disponível in <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77b>.

180 O Código do Mercado de Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, estatuiu no seu artigo 3.º, n.º1, alínea a), que, para efeitos do diploma, consideram-se por “valores mobiliários as acções, obrigações, títulos de participação e quaisquer outros valores, seja qual for a sua natureza ou forma de representação, ainda que meramente escritural, emitidos por quaisquer pessoas ou entidades, públicas ou privadas, em conjuntos homogêneos, que confirmam aos seus titulares direitos idênticos, e legalmente susceptíveis de negociação num mercado organizado”.

181 Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

182 A redacção do Código rezava que são valores mobiliários “além de outros que a lei como tal qualifique”, os estatuidos no seu n.º 1, acrescentando o seu n.º2 que “Por regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, neste Código abreviadamente designada CMVM, ou, tratando-se de valores mobiliários de natureza monetária, por aviso do Banco de Portugal, podem ser reconhecidos como valores mobiliários outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas que visem, directa ou

A quarta alteração do CodVM operada pelo DL n.º 66/2004, de 24 de Março, foi um produto da corrente de liberalização, de desregulação e de desconcentração dos mercados que, *inter alia*, visou o “objectivo da flexibilização e de defesa da inovação financeira”. Foi abandonado o princípio da tipicidade dos valores mobiliários, legal e administrativa<sup>183</sup>, e “substituído por um princípio de liberdade de criação desses valores” (*cf.* Preâmbulo). A inovação financeira neste âmbito foi aliás um caminho trilhado internacionalmente no início do séc. XXI, e que desligou o conceito de instrumento financeiro de qualquer função económico-social de investimento (público ou privado) e de captação de poupança ligada ao financiamento das empresas e da economia – o que agora se pretende com a União do Mercado de Capitais. O seu artigo 1.º incluiu uma nova alínea g) consagradora de um conceito geral:

“são valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique: a) As ações; b) As obrigações; c) Os títulos de participação; d) As unidades de participação em instituições de investimento coletivo; e) Os warrants autónomos; f) Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão; g) Outros *documentos* representativos de *situações jurídicas homogêneas*, desde que sejam *suscetíveis de transmissão em mercado* (itálicos nossos)<sup>184</sup>.

Em nome do rigor há que salientar que a questão da tipicidade nunca fora pacífica<sup>185</sup>, e que há muito a noção de valor mobiliário deixara de ser central na legislação europeia pois com a Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros de 2014 ela cedeu expressamente o lugar à noção assistemática de instrumento financeiro<sup>186</sup>. Esta noção é tão heterogênea que não se encontra conceptualmente trabalhada – a nível legislativo ou dogmático. Encontrávamos uma

---

indirectamente, o financiamento de entidades públicas ou privadas e que sejam emitidos para distribuição junto do público, em circunstâncias que assegurem os interesses dos potenciais adquirentes.”.

183 Sobre os problemas de direito transitório, decorrentes da opção legislativa, Oliveira Ascensão, 2006: 159.

184 O Decreto-lei n.º 66/2004, de 24 de Março, alargaria a sua flexibilização à negociação nos mercados de balcão e ao alinhamento com os tipos de mercados europeus decorrentes do princípio da desconcentração (*cf.* alteração ao art. 198.º, n.º 1 CodVM), incluindo os mercados regulamentados e os sistemas de negociação multilateral – hoje também os sistemas de negociação organizados –, a par da internalização sistemática.

185 Acerca desta questão e do conceito amplo de valor mobiliários e suas origens, Câmara, 2017: 93 ss.

186 Acerca da classificação, Amadeu Ferreira, 1997; *idem*, 1997: 24-30; Engrácia Antunes, 2009; Menezes Cordeiro, 2016: 309-342; Câmara, 2017: 230.

noção legal na regulação bancária que englobava qualquer contrato que dê origem, simultaneamente, a um activo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento de capital da outra parte (ex-art. 199.º, n.º3 RGICSF). A noção incluía, no mínimo, os instrumentos financeiros que já encontrávamos referidos na Secção C do Anexo I da DMIF<sup>187</sup>, com os valores mobiliários cuja definição depende da doutrina e jurisprudência de cada Estado<sup>188</sup>.

A existência de normas, conceitos e fontes normativas díspares sobre valores mobiliários (*securities*) levou Amadeu Ferreira a enunciar como comuns às várias *realidades documentais* (tituladas ou escriturais, arts. 362.º CC, 46.º-51.º CodVM), que visariam economicamente a captação de aforro e o financiamento empresarial, as seguintes características legais *funcionais*:

- i) traduzirem-se em posições jurídicas que consubstanciem um bem com natureza patrimonial (seja o conteúdo constituído por posições jurídicas activas, passivas, ónus, expectativas, direitos de vária natureza – sociais, de crédito, reais);
- ii) terem um carácter massivo e padronizado (que significa que sejam emitidos em massa e não individualmente e em conjuntos ou categorias);
- iii) revestirem uma natureza homogénea e fungível (terem características comuns, como as decorrentes da mesma entidade emitente ou da mesma emissão, conferirem posições jurídicas idênticas, com sujeição às mesmas regras formais e materiais e como tal sendo reconhecidos pela sua quantidade ou número e não pelo seu conteúdo próprio e individual, tornando-se fungíveis entre si);
- iv) serem negociáveis em mercado, no sentido de transaccionáveis para terceiros, em massa, mediante mero acerto entre oferta e procura, dependente de um preço (tipicamente devem poder ser transaccionados em mercados secundários organizados incluindo OTC).<sup>189</sup>

Estas características reconduzem-se aos requisitos legais e doutrinários já expostos a propósito das suas fontes europeias, e aplicam-se no caso em apreço ou perante outros valores atípicos estrangeiros que pretendam ser emitidos em Portugal. Relembremos que a cit. alínea g) considera valores

187 Vimos já como o seu enquadramento definitivo vertido no art. 4.º, n.º 1, 18) e Anexo I Secção C) da DMIF foi continuado com a DMIF II no seu art. 4.º, n.º 1, 44) e Anexo I Secção C).

188 Uma visão da evolução do conceito de valor mobiliário em, Menezes Cordeiro, 2016: 311.

189 Dentro de um conceito mais amplo, de instrumento financeiro, que engloba como categorias nele incluídas os valores mobiliários, os instrumentos financeiros e os valores monetários (cfr. art. 2.º, n.ºs 1 e 2 do CodVM), *vd* Amadeu Ferreira, 1997: 139; Engrácia Antunes, 2009: 17 e 51-61.

mobiliários *documentos* representativos de *situações jurídicas homogéneas*, desde que sejam *suscetíveis de transmissão em mercado*.

O conceito assenta na noção legal de *documento* conforme o art. 362.º do Código Civil que abrange “qualquer objecto elaborado pelo homem com o fim de reproduzir ou representar uma pessoa, coisa ou facto”. A paulatina tendência de desmaterialização dos instrumentos através da figura dos valores registados em contas (art. 46.º e 61.º CodVM) demonstra que a noção não constitui uma reserva à eventual qualificação *material* de um determinado criptoactivo como valor mobiliário, que pode ser representado por documento escrito em papel ou por qualquer notação ou registo por meio electrónico ou telemático<sup>190</sup>.

Relativamente às posições jurídicas aí representadas, naturalmente o conceito de valor mobiliário não convoca qualquer situação jurídica patrimonial em abstracto, como tickets-refeição ou vouchers de consumo, devendo aferir-se *in casu* se existe uma *funcionalização do bem similar* aos valores mobiliários típicos, como sucede nas tipicidades enunciativas. Em resumo, o objecto, o fim e o conteúdo do bem patrimonial a emitir traduz uma situação jurídica que se assemelha em *natureza e características* aos tipos de valores enunciados exemplificativamente na norma jurídica?

O documento deve representar *situações jurídicas* simples ou complexas que encabeçam os seus titulares em direitos ou deveres, sujeições, expectativas ou ónus, análogos aos contidos em posições accionistas, obrigacionistas, de comunhão patrimonial, como os direitos sociais (direitos de voto, de participar em lucros ou rendimentos, de decisão sobre *governance*) mas também direitos de crédito, direitos reais, ou híbridos (englobando situações jurídicas complexas com feixes de direitos e deveres de diversa natureza, reais e/ou obrigacionais, mesmo com estrutura derivada como nos warrants autónomos, ou, como no caso das unidades de participação, combinando direitos a uma comunhão ou participação num projecto ou actividade). O “documento, escritural ou titulado, representativo da posição jurídica de acionista ou de obrigacionista é apenas parte do respectivo valor mobiliário; este, enquanto bem que é, engloba todas as prestações inerentes à posição ocupada pelo titular”<sup>191</sup>, sendo essencial uma avaliação funcional da situação jurídica em que fica investido o detentor dos criptoactivos adquiridos.

190 Oliveira Ascensão, 2006: 149.

191 Menezes Cordeiro, 2016: 338.

Para afirmarmos, perante *tokens*, estar ante valores mobiliários, outras características deve revestir: as situações ou posições jurídicas representadas devem ser homogéneas, no sentido de serem indiferenciadas (não representando o “documento” uma situação jurídica individual), permitindo a fungibilidade da situação jurídica a sua livre transmissibilidade (qualquer ónus, garantia ou *aliud* inicial criado em prol de um ou mais detentores individuais pode permitir a transferibilidade mas afasta necessariamente a característica de livre transmissibilidade em mercado que deve ser intrínseca ao documento e situação jurídica), e a susceptibilidade de circular num mercado, organizado ou não (requisito de negociabilidade).

As características e dinâmica Blockchain de emissão de activos em massa podem facilmente fazer com que alguns *tokens* (sobretudo os denominados *investment tokens* ou *tokens* que tenham também uma componente similar a estes) caiam no domínio da regulação dos valores mobiliários.

Os criptoactivos ou *tokens* emitidos para servir primacial e funcionalmente como meros meios de pagamento (*currency tokens*), encontram-se arredados pela DMIF II e pela jurisprudência europeia e nacional da equivalência a situações jurídicas típicas dos valores mobiliários. Poderão eventualmente ser qualificados como um meio de pagamento contratual convencional electrónico, o que pode aproximar e impor ao legislador um tratamento regulatório próprio enquanto meio de pagamento electrónico, mas não têm um risco inerente a um investimento em acções, obrigações, unidades de participação, nem têm a assimetria informativa que determina a aplicação da legislação dos prospectos aquando da sua emissão.

O mesmo podemos dizer das puras *utility tokens* que não revestindo uma natureza híbrida, são emitidas para conferir ao seu detentor um direito a usar ou consumir um produto ou uma prestação numa determinada plataforma. Conforme referimos, também aqui estamos mais perto do direito do consumo, porque este é não só o fim como o aspecto valorizado pelo investidor/consumidor. A situação jurídica em que é investido não é similar à de um acionista ou obrigacionista que tem em vista, intervindo ou não num projecto, auferir um retorno ou ganho. A situação jurídica é mais própria da de um associado cuja causa do negócio (e da possibilidade de uma eventual intervenção num projecto) é usar de uma determinada funcionalidade da plataforma devendo aproximar-se do direito do consumo.

Finalmente, e tal como sucede com a posição jurídica de investidores em valores mobiliários, muitas das situações jurídicas representadas por *tokens* conferem posições jurídicas não individualizadas, de cariz económico ou

patrimonial, contendo o direito a uma ou mais prestações patrimoniais, ou o direito a exigir o pagamento de um empréstimo, ou de juros ou de rendimentos de uma actividade ou projecto a financiar, ou o exercício de direitos análogos ou equivalentes a alguns dos direitos de detenção ou de participação social ou gestão de uma empresa ou projecto – de forma similar ou *equivalente* às características de valores mobiliários típicos. Tal como vimos suceder nos *investment contracts* norte-americanos, a assunção destas posições jurídicas pelos investidores é essencialmente baseada numa expectativa de obtenção de rendimentos, ou de valorização do valor investido e/ou de possibilidade de realização de mais-valias com a sua venda ou com o seu exercício.

Após a verificação de que, *in casu*, um criptoactivo a emitir se poderá subsumir, pelas características legais e funcionais, ao conceito de valor mobiliário (e consequente regulação legal), a terceira verificação do valor mobiliário praticamente opera “de jure”. Recordamos que há que verificar se se justifica incluir na regulação jurídica dos valores mobiliários os novos activos, porque “constituídos e negociados de tal forma que suscitem problemas regulamentares comparáveis aos ocasionados pelos instrumentos financeiros tradicionais” (Considerando (8) da DMIF II). No caso das ofertas públicas de criptomoedas ou *tokens* que em concreto revistam as características e natureza de valor mobiliário, e que sejam colocadas em território nacional e/ou dirigidas a residentes, existem os mesmos problemas e a consequente necessidade de afastar (*rectius*, diminuir) a assimetria informativa, *ex ante* (a oportunidade de *adverse selection*) e *ex post* (diminuindo a *moral hazard*).

Esta assimetria informativa sobre o investimento é afastada ou diminuída precisamente quando existe informação completa, objectiva, verdadeira e clara, em qualidade e em quantidade, sobre a empresa ou projecto, sobre os emitentes ou promotores, sobre os valores mobiliários a emitir, uma descrição dos riscos envolvidos (importante face às expectativas de rendimento) e informação prospectiva, mas também quando existe pelo menos um intermediário profissional na avaliação de risco e monitorização das operações e das actividades de prestação de informação. É a necessidade de afastamento da assimetria informativa, a protecção dos investidores e do mercado perante riscos em concreto e não em geral (tal como sucede nas leis gerais do consumo), que determinam a elaboração de um prospecto, i.e., a aplicação do regime jurídico das ofertas públicas de distribuição vertido no Título III do Código dos Valores Mobiliários (na vertente preventiva e na punitiva).



### 5.1. ICOs e isenções no regime jurídico dos valores mobiliários.

A qualificação de alguns cryptoactivos como valores mobiliários implica que a sua emissão para o público ou para destinatários indeterminados (art. 109.º CodVM) esteja sujeita aos requisitos legais das ofertas públicas, *vg* a elaboração de um prospecto, a intermediação financeira necessária e a aprovação prévia de informação e publicidade pela CMVM (arts. 113.º, 114.º, 134.º CodVM), desde que a oferta se não se encontre legalmente isenta ou excepcionada (*cfr.* art. 1.º, n.º4 e art. 3.º do Regulamento dos Prospectos e arts. 110.º e 111.º CodVM).

Actualmente, as isenções e excepções previstas na lei não são de molde a afastar do regime das ofertas públicas as ICOs de *tokens* que se venham a classificar como valores mobiliários. No entanto, há que salientar que a revogação da Directiva dos Prospectos<sup>192</sup> e sua substituição pelo novo Regulamento<sup>193</sup>, alterou o valor monetário mínimo que numa oferta obriga à elaboração do prospeto. Estatui o novo artigo 3.º que, “(...) 2. Sem prejuízo do artigo 4.º, um Estado-Membro pode decidir isentar as ofertas de valores mobiliários ao público da obrigação de publicar um prospeto estabelecida no n.º 1 desde que: a) (...) b) O valor total de cada uma dessas ofertas na União seja inferior a um montante monetário calculado ao longo de um período de 12 meses, que não pode ser superior a 8.000.000 EUR.” O legislador pode optar politicamente pelo incremento de *crowdsales* isentando legislativamente as ofertas até este valor máximo de 8.000.000,00 EUR.

O Regulamento também se não aplica “a uma oferta de valores mobiliários ao público com um valor total na União inferior a 1.000.000 EUR, calculado ao longo de um período de 12 meses” (art. 1.º, n.º3). A natureza desta excepção é pouco útil ao modelo de negócio<sup>194</sup>.

192 Directiva 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003. Para uma visão completa sobre a Directiva dos Prospectos, suas alterações, iniciativas em curso *vg* no âmbito de PME, *cfr* a informação disponível em [http://ec.europa.eu/finance/securities/prospectus/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/prospectus/index_en.htm). Igualmente importante é o Livro Verde sobre a União do Mercado de Capitais, “Construção de uma União dos mercados de capitais» COM(2015) 63 final de 18 de fevereiro de 2015.

193 O Regulamento UE 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho (Regulamento dos Prospectos), veio revogar a Directiva dos Prospectos, sendo eficaz na totalidade a partir de 21 de Julho de 2019. A sua aplicação iniciou-se já em 21 de Julho de 2017, conforme art. 49.º, n.º 2: “Sem prejuízo do artigo 44.º, n.º 2, o presente regulamento é aplicável a partir de 21 de julho de 2019, com exceção do artigo 1.º, n.º 3, e do artigo 3.º, n.º 2, que são aplicáveis a partir de 21 de julho de 2018 e do artigo 1.º, n.º 5, primeiro parágrafo, alíneas a), b) e c) e do artigo 1.º, n.º 5, segundo parágrafo, que são aplicáveis a partir de 20 de julho de 2017”.

194 O Regulamento estatui no seu art. 1.º, n.º3, que os Estados-Membros não poderão alargar a obrigação de elaboração de um prospeto nos termos do regulamento a ofertas de valores mobiliários dirigidas ao

Estão igualmente afastadas ofertas por se dirigirem exclusivamente a investidores profissionais ou destinatários determinados (por exemplo os que estejam previamente registados numa rede fechada), ou que sejam indeterminados, desde que limitados em número ou qualidade (dirigida a um máximo de 149 investidores não qualificados ou profissionais ou sem limite se todos forem qualificados ou profissionais, art. 1.º, n.º4, a) e b) do Regulamento e arts. 109.º, n.º1 e n.º3, alínea c) e 110.º, n.º1, a) CodVM), ou por quantia quando estivermos perante ofertas de valores mobiliários de valor nominal unitário ou por investidor de 100.000 EUR (art. 1.º, n.º4, c) e d) do Regulamento, e art. 111.º, n.º1, alínea e) do CodVM<sup>195</sup>).

Os limiares quantitativos das isenções legais actuais afastam-nas decisivamente das ICOs, dados os montantes que estas pretendem angariar. E se é real a possibilidade de proceder a um *private placement* de *investment tokens*, colocação no mercado primário em investidores profissionais ou qualificados (que procederiam posteriormente à revenda), tal desvirtuaria os fundamentos da inovação financeira.

Em tese, características DLT/*blockchain* como o anonimato e impossibilidade de qualificação concreta dos investidores também inviabilizariam esta última oportunidade embora os supra referidos projectos SAFT nos EUA tenham visado precisamente uma colocação particular de valores mobiliários em mercado primário através dos *accredited investors*. A solução: (i) afasta os pequenos investidores de investimento de projectos potencialmente lucrativos (e a democratização das oportunidades de investimento); (ii) afasta oportunidades de financiamento (os investidores institucionais avessos ao risco só aceitam financiar projectos detendo uma posição de domínio); (iii) afasta economias ou regiões depauperadas, menos favorecidas ou emergentes. Em suma, contraria a *causa* do modelo.

E poderíamos aplicar às ICOs o modelo de negócio de *crowdfunding* (sem reintermediação), dada a recente criação de regimes jurídicos especiais para o financiamento colaborativo de capital? Foram vários os regimes de *crowdsales* especiais criados nos EUA – através do Jobs Act de 2012<sup>196</sup> – e em diversos

---

público com um valor total inferior a um limiar que fixa em 1,000,000 de Euros, mas dada a natureza e características das ICOs, quer a isenção do art. 3.º, n.º2, quer esta proibição será útil para modelos similares como o *crowdfunding* mas de duvidosa utilidade ICOs.

195 Cfr arts. 3.º, n.º 2, als. a) e b) da Directiva dos Prospectos.

196 O *Jumpstart our Business Startups Act*, de 5Abr2012, contém novas excepções à necessidade de *registration statement* e de prestação de informação em ofertas até USD \$1 000 000,00 exclusivamente feitas através da *internet*, contendo um Título III, denominado de *Capital Raising Online while Deterring Fraud and*

Estados-membros da União dada a falta de uma regulação europeia – existe uma Proposta de Regulamento da Comissão *On European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*<sup>197</sup>, e de Diretiva de alteração da DMIF II<sup>198</sup>. Em Portugal foi publicada a Lei n.º 102/2015, de 24 de Agosto<sup>199</sup>, e o Regulamento CMVM n.º 1/2016, de 5 de Maio, com normas específicas para o financiamento colaborativo. Os diversos regimes nacionais mantêm uma filosofia de regulação pela prestação de informação e pela transparência, com protecção dos investidores através da fixação de limites baixos de investimento por pessoa, por projecto e por oferta para limitar o risco inerente a modelos mais desregulados. A regulação existente é insusceptível de extensão à emissão e colocação em mercado primário de criptoactivos ou a ICOs (*cfr.* art. 20.º da Lei n.º 102/2015 e os arts. 12.º, 17.º e 19.º do Regulamento).

E estaremos perante a comercialização pública de *contratos de investimento relativos ao investimento em bens corpóreos*, que o legislador regulou em 2007 atribuindo a sua regulamentação e supervisão à CMVM? <sup>(200)</sup>. Estamos perante esta actividade regulada sempre que a mesma “implique a recepção de fundos do público em contrapartida ou com vista ao investimento em *bens corpóreos* ou em *direitos sobre eles*, visando a sua rentabilização ou valorização e posterior entrega ao cliente de parte ou da totalidade da mesma” (*cfr.* parág. 2.º do Preâmbulo – *italicos nossos*). Embora este contrato se possa assemelhar a *investment contract*, uma das noções norte-americanas de *security* – um *investment contract* significa *a contract, transaction, or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party* (Securities Act de 1933, Section 2(a) (1) –, o legislador nacional não pretendeu em 2007 criar legalmente contratos enunciados como valores mobiliários.

À imagem do que sucede actualmente com os ICOs, o legislador pretendeu colmatar uma lacuna regulatória relativa à celebração de contratos de investimento – o investimento tem em vista “a restituição total ou parcial, de uma só vez ou em prestações, do preço pago ou a sua rentabilização ou valorização” (alínea b) do n.º1

---

*Unethical Non-Disclosure Act* destinado à prevenção de fraudes na angariação de capital – <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#jobs2012>.

197 COM(2018) 113 final, de 8Mar2018.

198 COM(2018) 99 final, de 8Mar2018.

199 Com as alterações decorrentes da Lei n.º 3/2018, de 9 de Fevereiro.

200 Decreto-Lei n.º 357-D/2007, de 31 de Outubro e Regulamento CMVM n.º 9/2007.

do art. 2.º do Decreto-Lei n.º 357-D/2007). Embora seja discutível se esta matéria se não enquadraria melhor, *jure condendo*, no âmbito do direito do consumo, esta foi uma reacção regulatória às características de contratos “de investimento” e aos danos que decorreram de um alegado esquema Ponzi no âmbito da filatelia e da numismática<sup>201</sup>.

## 6. CONCLUSÕES: *REGULATING A REVOLUTION BY DOING NOTHING?*

Muitas das actuais inovações tecnológicas como ICOs de alguns tipos de criptoactivos são dificilmente enquadráveis nas instituições jurídicas tradicionais e convocam diversos sistemas jurídicos nacionais e internacionais. Tivemos como objectivo descrever esta realidade atendendo à sua natureza, vantagens e riscos, e à dificuldade da sua regulação que tem obrigado os reguladores a uma *policy* de decisão caso a caso. A natureza dos activos oferecidos ao público poderá submetê-los, muitas das vezes, ao regime jurídico dos valores mobiliários, ou ao regime jurídico do consumo ou dos meios de pagamento quando se deixam capturar pelos institutos jurídicos existentes.

No entanto, mesmo nos casos em que o regulador do mercado de capitais entenda poder estar perante uma oferta pública de *tokens* que revestem a natureza de valores mobiliários, existem questões de difícil ou impossível aplicação/adaptação como as normas sobre colocação da oferta, do prospecto e informação padronizada, da assunção e imputação da responsabilidade pela operação, da aplicação do regime jurídico de emissão, registo e transmissão de valores, do cumprimento dos deveres “ad-hoc” e periódicos legalmente exigíveis e o *disclosure* e auditoria, das consequências da natureza “aberta” de entidades que recorreram a ofertas públicas...

Tal não afasta, por ora, a essencialidade de publicitar os riscos que o modelo apresenta para os consumidores/investidores e que têm sido objecto de sucessivos Alertas e de Recomendações dos reguladores, pois: *i*) o investimento em activos digitais que representam posições jurídicas em empresas ou projectos futuros são dificilmente mensuráveis ou perceptíveis, dado que os *white papers*

201 Apesar de o legislador enunciar como bens corpóreos susceptíveis de preencher o conceito “selos, pedras preciosas, obras de arte e antiguidades” (art. 1.º, n.º 2), recordamos que tivemos como causa próxima desta regulação os casos Afinsa e Fórum Filatélico. Durante anos foi permitida a existência de contratos de investimento em bens móveis (selos de colecção), tendo em vista a especulação (valorização e *trading*), sem que esta actividade pública fosse regulada e supervisionada redundando, alegadamente, numa espécie de Ponzi Scheme que trouxe enorme prejuízos para os investidores em Espanha – [https://elpais.com/tag/caso\\_afinsa\\_forum\\_filateloico/a-](https://elpais.com/tag/caso_afinsa_forum_filateloico/a-), e em Portugal – <https://www.deco.proteste.pt/investe/investimentos/mercados-moedas/dossie/alertas/afinsa-e-forum-filateloico-a-fraude-dos-selos>.

difficilmente explicam a “token economy” do projecto em causa, sendo necessária a adaptação do regime dos prospectos; *ii*) o modelo de negócio é demasiado desregulado e acarreta um grave risco individual transnacional, sendo necessárias normas de protecção do investidor KYC na abertura de contas e na verificação do carácter *apropriado* ou *adequado* das operações consoante o serviço prestado; *iii*) o negócio é atreito à fraude e ao cibercrime, o que implica a estatuição de fortes deveres de prevenção de BC/FT e de denúncia; *iv*) os conflitos de interesses no lançamento destes activos implica a necessidade de segregação de contas e sua gestão pelos promotores e intermediários, e uma forte prevenção, mitigação e transparência de eventuais conflitos só é possível com uma organização e fortes controlos internos dos intermediários. Só por si, estes riscos seriam motivo para uma muito prudente ponderação de investimento.

A falta, insuficiência ou lacuna de regulação nacional e de coordenação transnacional de um negócio que é global são também uma pecha com tão funestos resultados quanto os pretéritos casos BCCI ou banco Ambrosiano, que há muito deviam fazer parte do breviário da regulação e da supervisão transnacional. A natureza digital e electrónica deste modelo de negócio torna claro que o fenómeno tem de convocar uma regulação em espaços transnacionais globais ou pelo menos regionais, como da União Europeia, e não uma mera cooperação.

As características típicas das criptomoedas ou activos e da sua oferta pública, com a sua descentralização e desregulação, traduzem uma verdadeira falha de mercado que impõe a intervenção urgente do poder político, *vg* criando as normas jurídicas que supram o vazio da lei e a real incompletude do sistema jurídico (art. 10.º do Código Civil). A omissão de regulação legal cria perigos que se encontram exhaustivamente analisados e descritos, quer para o público investidor quer para o sistema financeiro, e afasta a segurança e a certeza jurídica necessárias aos operadores do mercado potenciando futuras crises.

A inevitabilidade das crises não afasta a necessidade da criação pelo legislador das necessárias ferramentas regulatórias nem da vontade política de intervir, tanto mais que não basta aqui a mera *policy* cometida aos reguladores pois estamos perante matéria de *politics*.

Percebe-se a natural limitação da intervenção política em momentos de euforia económica e financeira, como a que se vive no sector, intervenção que nunca é vista com bons olhos mesmo que seja para *prevenir* crises. “Falhas do mercado” como as verificadas com as “dotcom” ou o “subprime”, que poderiam

ter morrido à nascença de tão pré-anunciadas, demonstram o resultado da falta de vontade política *antes* de possíveis crises. Aliás, tal omissão também pode suceder *durante* as crises, como se viu com a oposição republicana no Congresso dos EUA que impediu a aprovação do *Troubled Asset Relief Program* (TARP<sup>202</sup>) de Henry Paulson até finais de 2008<sup>203</sup>.

A iniciativa francesa de regular a autorização e o registo de ICOs e dos prestadores de serviços é um exemplo de um movimento necessário neste mercado, seja para constituir um “safe harbour” cuja certeza e segurança jurídica acolha os agentes económicos, seja porque aproveita a oportunidade concorrencial inerente à necessidade de regulação “race to the top”.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- ALBERTS, Jeffrey & FRY, Bertrand,  
2016 “Is Bitcoin a Security?” *Boston University School of Law Journal of Sciences & Technology Law*, Fevereiro, 21: 1, disponível em <https://www.pryorcashman.com/news-and-insights/alberts-and-fry-author-is-bitcoin-a-security-article.html>
- ARNER Douglas, BARBERI, János, & BUCKLEY, Ross,  
2017 “FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation”, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 37, n.º 3 pp. 371-413, disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>
- BARSAN, Iris M.  
2017 “Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO), in *Revue Trimestrielle de Droit Financier* (RTDF), n.º 3, pp. 54-65, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3064397>

---

202 Apesar do Apoio de George W. Bush, as negociações foram intensas face à recusa da *House of Representatives*, em 20 de Setembro de 2008, em aprovar o *bail out*, e requereram a intervenção conjunta do conservador John McCain e do Democrata Barak Obama (que seria nomeado como candidato presidencial pelo Partido Democrata), para a aprovação do *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, <https://www.congress.gov/bill/110th-congress/house-bill/1424> (consultado em 22Mar2018).

203 Na data em que se viu forçada a desistir do princípio de não subvenção do que o Senado denominou de “desmandos de Wall Street” e aprovou, contrariado, o *bail-out* de cerca de USD\$ 700 Mil Milhões, o contágio sistémico e a transmissão a outras regiões do globo eram uma realidade – embora a crise e suas consequências sociais ainda não tenham sido compreendidas na totalidade, <https://dealbook.nytimes.com/2013/08/26/five-years-after-tarp-misgivings-on-bonuses/>.

- BECH, Morten & GARRATT, Rodney,  
2017 “Central Bank Cryptocurrencies”, in *BIS Quarterly Review*, Setembro, pp. 55-70, in *International Financial Statistics* do FMI, e *World Population Prospects*, ONU, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3041906](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3041906)
- BIAIS, Bruno; BISIÈRE, Christophe; BOUVARD, Matthieu & CASAMATTA, Catherine,  
2018 *The Blockchain folk theorem*, TSE Working Paper, n.º 17-817, disponível [https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/TSE/documents/doc/wp/2017/wp\\_tse\\_817.pdf](https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/TSE/documents/doc/wp/2017/wp_tse_817.pdf)
- BULLMANN, Dirk; KLEMM, Jonas & PINNA, Andrea,  
2019 “In search for stability in crypto-assets: are stable coins the solution?”, in *Occasional Paper Series*, n.º 230, Agosto 2019, BCE, disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scopops/ecb.op230~d57946be3b.en.pdf>
- CÂMARA, Paulo,  
2017 *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª ed., Coimbra: Almedina
- CARLSTEN, Miles; KALODNER, Harry; WEINBERG, S. Matthew & NARAYANAN, Arvind,  
2016 *On the Instability of Bitcoin Without the Block Reward*, disponível em <http://www.cs.princeton.edu/~smattw/CKWN-CCS16.pdf>
- CATALINI, Christian & GANS, Joshua,  
2018 “Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens, in *MIT Sloan School Working Papers*, 5347-18 disponível em <https://ssrn.com/abstract=3137213> [https://pdfs.semanticscholar.org/20be/4bb716e9dc93d865818983ca-daef880bbf37.pdf?\\_ga=2.221379928.1351538804.1578486741-1785993308.1578486741](https://pdfs.semanticscholar.org/20be/4bb716e9dc93d865818983ca-daef880bbf37.pdf?_ga=2.221379928.1351538804.1578486741-1785993308.1578486741)
- CATARINO, Luís Guilherme,  
2010 Direito Administrativo dos Mercados de Valores Mobiliários, in Paulo Otero/Pedro Gonçalves, *Tratado de Direito Administrativo*, III, Coimbra: Almedina, pp. 373-525
- 2017 “Crowdfunding e Crowdinvestment e Propostas de Regulação Europeia: o regresso ao futuro?”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, IVM/AAFDL, pp. 104-202, disponível em: [http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/publicacoes/pdfs/1544113227dvm\\_ii.pdf](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/publicacoes/pdfs/1544113227dvm_ii.pdf)
- 2018 “Inovação financeira e ICOs: mercados privados alternativos?”, IVM/AAFDL, disponível em: [https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1548431077icos\\_lgc\\_vf.pdf](https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1548431077icos_lgc_vf.pdf)

- CORREIA, Francisco Mendes,  
2018 “A tecnologia descentralizada de registo de dados (Blockchain) no sector financeiro”, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, pp. 447-453
- COSTA, Vasco,  
2018 Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou «Crowdfunding» – Em Especial, o Caso Português”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Abr/2018, n.º 59, pp. 8-37
- ENGRÁCIA ANTUNES, José,  
2009 *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra: Almedina
- FERREIRA, Amadeu,  
1997 *Direito dos Valores Mobiliários – Sumários*, Lisboa: AAFDL  
1997a *Valores Mobiliários Escriturais – Um novo modo de representação e de circulação de direitos*, Coimbra: Almedina
- GREENACRE, Jonathan,  
2015 “The Roadmap Approach to Regulating Digital Financial Services”, in *Journal of Financial Regulation*, I, pp. 298-305
- HACKER, Philipp & THOMALE, Chris,  
2018 “Crypto-Securities Regulation: ICOs Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law”, in *European Company and Financial Law Review Forthcoming*, 25, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820)
- MENEZES CORDEIRO, António,  
2016 “Valor Mobiliário: evolução e conceito”, in *RDS*, Ano VIII, n.º 2, pp. 309-343
- NARAYANAN, Arvind; BONNEAU, Joseph; FELTEN, Edward; MILLER, Andrew & GOLDFEDER, Steven,  
2016 *Bitcoin and Cryptocurrency technologies*, disponível em: [https://lopp.net/pdf/princeton\\_bitcoin\\_book.pdf](https://lopp.net/pdf/princeton_bitcoin_book.pdf)
- OLIVEIRA ASCENÇÃO, José,  
2006 *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra: Almedina, 139-162
- PEREIRA DUARTE, Diogo,  
2017 “Financiamento colaborativo de capital (*equity-crowdfunding*)”, in António Menezes Cordeiro (coord.), *FINTECH – Desafios da Tecnologia Financeira*, Coimbra: Almedina, pp. 247-299
- REINHART, Carmen & ROGOFF, Kenneth,  
2009 *This Time is different; Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press



- ROHR, Jonathan & WRIGHT, Aaron,  
 2018 “*Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*”, 16, pp. 5-7, disponível em: <https://hq.ssrn.com/login/pubSignInJoin.cfm>
- SALGUEIRO, Ana Cláudia,  
 2018 “*Branqueamento de Capitais e Moedas Virtuais*”, Instituto de Valores Mobiliários/FDUL, estudo disponível em: [https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1546006920branqueamento\\_de\\_capitais\\_e\\_moedas\\_virtuais.pdf](https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1546006920branqueamento_de_capitais_e_moedas_virtuais.pdf)
- VIEIRA DOS SANTOS, João,  
 2018 “Desafios jurídicos das *Initial Coin Offerings*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II. Instituto dos Valores Mobiliários, pp. 403-427, disponível em: [http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/publicacoes/pdfs/1544113227dvm\\_ii.pdf](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/publicacoes/pdfs/1544113227dvm_ii.pdf)
- ZETSCHKE, Dirk Andreas; BUCKELY, Ross; ARNER, Douglas & BARBERIS, Janos Nathan,  
 2017 “Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation”, in *Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 23, n.º 1, pp. 31-100 – também acessível como *European Banking Institute Working Paper*, Series 2017 – N. 11, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3018534](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018534)



# A REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DE INSTITUIÇÕES DE MICROFINANÇAS NA ÁFRICA OCIDENTAL

*Armando Sumba*

**ABSTRACT** *Although it has been a useful tool regarding to the West African socio-economic reality, WAEMU Member States show a poorly receptive attitude toward microfinance system that ultimately reflects the performance of microfinance operators and regulators themselves. In this text we seek to reflect specifically on the adequacy and effectiveness of the supervisory action taken by the West African monetary authorities. Indeed, the supervisory system in reference makes significant progress regarding the professionalization and increasing integration of the microfinance industry into the formal financial sector. However, it is still accompanied by numerous signs of inefficiency and over-regulation in some cases. Additionally, we find the inability of regulators to apply the regulatory legal framework adopted for the sector.*

**SUMÁRIO** 1. Introdução e enquadramento temático: 1.1. Objeto e delimitação. 1.2. O conceito e alcance de microfinanças. 1.3. O problema do mercado de crédito tradicional e microfinança como forma alternativa de financiamento. 1.4. A origem histórica e evolução na zona UEMOA. 2. O quadro jurídico e institucional de regulação e supervisão microfinanceira: 2.1. Experiências globais de abordagens regulatórias de microfinanças – lições para a África Ocidental. 2.2. O regime jurídico Oeste Africano de microfinanças. 3. Reflexões Conclusivas.

**KEY-WORDS** Microfinance, Regulation, Supervision, WAEMU.

## 1. INTRODUÇÃO E ENQUADRAMENTO TEMÁTICO

### 1.1. Objeto de estudo e delimitação

Com o tema *A Regulação e Supervisão de Instituições de Microfinanças na África Ocidental*, propomo-nos analisar os problemas específicos relacionados com os dispositivos jurídicos e institucionais da regulação e supervisão da indústria microfinanceira na região oeste africana e refletir sobre a eficácia da ação supervisora desenvolvida pelas autoridades monetárias da sub-região,

tomando em consideração a arquitetura institucional adotada e o regime jurídico em vigor<sup>1</sup>.

Como veremos em diante, considerando as características dos países da região oeste africana designadamente, a pobreza extrema, a elevada exclusão financeira, a ruralidade das suas populações, o excessivo peso da economia informal sobre a economia formal e a dependência da economia ao sector primário, os instrumentos microfinanceiros mostram-se manifestamente privilegiados na busca de soluções para o combate ou alívio desses problemas<sup>2</sup>.

As instituições de microfinanças (IMF) têm como vocação principal fornecer diversos serviços financeiros (microcrédito, micropoupança, microsseguro, transferência de dinheiro, etc.) para as pessoas, grupos de pessoas ou instituições (como as micro, pequenas e médias empresas e *start-up*) que se encontram à margem do sistema financeiro tradicional por várias razões.

Frequentemente, entusiasmos excessivos conduzem à afirmação de que os beneficiários da microfinança são populações pobres, sem alguma manifestação de riqueza e que vivem exclusivamente em meios rurais. Como veremos, não é esse, porém, o nosso entendimento.

Acresce ainda o facto de o tecido económico da região oeste africana ser dominado pelas micro e pequenas empresas - principais atores da economia africana - que, entretanto, continuam a evoluir à margem do mercado de crédito tradicional, enfrentando enormes desafios de financiamento para o desenvolvimento dos seus projetos de investimento, ainda que com potencialidades de gerar empregos, riqueza e coesão económica e social.

É neste sentido que os instrumentos de microfinanças se acham importantes na resolução dos problemas gerados pelo mercado financeiro tradicional, na prossecução dos objetivos de desenvolvimento de milénio e de

1 Sobre os termos Regulação vs. Supervisão, *vide* Cordeiro, 2016: 1083, Barreto Cordeiro, 2014: 578 e Sumba, 2011: 46-47.

2 De acordo com o *Relatório Sobre os Objetivos de Desenvolvimento do Milénio (2015)*, disponível em [https://www.un.org/millenniumgoals/2015\\_MDG\\_Report/pdf/MDG%202015%20rev%20\(July%201\).pdf](https://www.un.org/millenniumgoals/2015_MDG_Report/pdf/MDG%202015%20rev%20(July%201).pdf) na data de 30/12/2019, a maioria esmagadora das pessoas que vive com menos de 1,25 USD por dia reside em duas regiões - Sul da Ásia e África Subsaariana - e constituem cerca de 80% do total mundial das pessoas extremamente pobres. Já em 2010, a Global Financial Inclusion estimava que 80% da população adulta da África Subsaariana se encontrava excluída do sistema financeiro formal. Mais recentemente, no que concerne especificamente a África Ocidental, os dados do Banco Central dos Estados da África Ocidental apontam que apenas 16% da população adulta com a idade a partir dos 15 anos utilizam o sistema bancário. Isto é, 84% da população da subregião oeste africana continua a recorrer aos circuitos informais para obter financiamento. Cf. <https://www.bceao.int/fr/content/la-base-des-donnees-economiques-et-financieres>, consultada na data de 18/07/2018. Sobre este assunto, e no que concerne ao continente africano, *vide* International Monetary Fund, 2016: 25-27.

desenvolvimento sustentável, designadamente no que tange ao combate à pobreza, à fome e à miséria, sem contar com outros tantos impactos económicos, sociais e políticos que geram.

Acreditamos que a microfinança não é o exclusivo e melhor remédio para o combate à pobreza e promoção da inclusão financeira. Outros instrumentos podem-se revelar eficazes para a realização deste desígnio. Assim, por exemplo, uma população pobre pode necessitar de outras formas de assistência antes de poder fazer o bom uso dos microcréditos.

Não obstante isso, uma visão realista do continente africano e da sub-região oeste africana leva-nos a crer que, em maior parte dos casos, a cultura empreendedora, *maxime* a microfinança, é a ferramenta que se revela mais eficaz ou adequada para o alívio da pobreza ao invés de inúmeros programas de assistência e de doações que tornam a população cada vez mais dependente, mantendo a sua situação de carência.

Os pobres deixariam de ser simplesmente geradores de encargos para a sociedade para passarem a desempenhar um papel ativo no processo de desenvolvimento, gerando riqueza e o emprego.

Esgrimimos 3 fatores essenciais que promoveram a importância e o crescimento contínuo do sector de microfinanças nos últimos tempos: (I) o recurso a microfinanças como ferramenta de prossecução dos objetivos do desenvolvimento de milénio; (II) a declaração, pela Assembleia Geral da Organização das Nações Unidas, do ano de 2005 como o ano internacional do microcrédito e (III) atribuição em 2006 do prémio Nobel da paz ao Professor Muhammad Yunus, fundador do *Grameen Bank* no Bangladesh, a mais conhecida instituição de microfinança do mundo.

Desde então, sucederam-se várias publicações, conferências, declarações, seminários e iniciativas públicas e privadas que reposicionaram as microfinanças no leque das questões do quotidiano.

Em termos de enquadramento institucional, importa sublinhar que as instituições de microfinança exercem atividades de intermediação financeira (receção de depósitos, concessão de empréstimos) pelo que se reconduzem à qualificação de intermediários financeiros.

Tradicionalmente, o mercado financeiro apresenta uma divisão tripartida: banca, bolsa e seguros. No caso da África Ocidental, afigura-se-nos importante assinalar a existência, entre nós, de um outro subsector de grande importância e crescimento a par desta estrutura tradicional – o subsector de microfinanças, denominado legalmente na zona UEMOA como “Sistemas Financeiros Descentralizados”.

À luz do que precede, ao invés da clássica divisão tripartida do sector financeiro, a UEMOA apresenta 4 subsectores financeiros que compreende os 3 tradicionais mais o subsector microfinanceiro.

Por razões atrás mencionadas, o crescimento exponencial das atividades de microfinanças deverá ser indubitavelmente acompanhado com mecanismos que garantam a sua solidez e a confiança do público no sistema. Tais mecanismos passam por regulação e supervisão de suas instituições, tanto do ponto de vista institucional, como do ponto de vista material. Neste sentido, a regulação e supervisão adequadas traduzem-se em ferramentas indispensáveis para não só garantir a saúde e a solidez do sistema ou a proteção dos consumidores, como também para a promoção do sector.

Com efeito, analisaremos o conteúdo das regulamentações que adstringem as instituições de microfinanças e avaliaremos a sua eficácia para, no final, formular o nosso ponto de vista em ordem a disponibilizar subsídios para uma supervisão eficaz do sector.

## 1.2. O conceito e alcance de microfinanças

Como atrás se disse, nos territórios dos Estados-membros da UEMOA, a terminologia legal adotada para exprimir a realidade das microfinanças é *Sistemas Financeiros Descentralizados* (SFD). Nos termos da Lei Uniforme Relativa à Regulamentação dos SFD que ficou publicada, sob formas diversas, nos territórios dos Estados-membros da união, um Sistema Financeiro Descentralizado é a “*instituição cujo objeto social principal é oferecer serviços financeiros a pessoas que geralmente não têm acesso às operações efetuadas pelos bancos e pelos estabelecimentos financeiros e que se encontram habilitadas por lei a prestar estes tipos de serviços*”<sup>3</sup>.

Traduzido noutros termos, o Sistema Financeiro Descentralizado ou microfinança designa um conjunto de serviços financeiros e não financeiros, em moldes que iremos apresentar aquando da abordagem da questão relativa às operações das instituições de microfinanças, destinado às populações e pequenos empreendedores excluídos do circuito financeiro tradicional<sup>4</sup>.

À luz deste conceito legal, é possível esgrimir algumas notas que nos parecem merecer realce. Desde logo, o conceito legal *supra*, na linha do raciocínio que esteve na origem da atividade microfinanceira, deu enfoque especial

3 Cf. Artigo 1.º da Lei Uniforme relativa à Regulamentação dos Sistemas Financeiros Descentralizados, aprovada a 6 de abril de 2007 e que ficou transposta para os ordenamentos jurídicos dos Estados-membros.

4 Cf. DIVUTEC – Associação Guineense de Estudos e Divulgação de Tecnologias Apropriadas, 2010: 6.

aos destinatários dos serviços microfinanceiros – pessoas sem acesso ou com pouco acesso ao sistema financeiro tradicional<sup>5</sup> e que pretendem desenvolver uma atividade por conta própria e economicamente viável e sustentável. Retomaremos este assunto com mais detalhes nos itens que se seguem.

Realçamos o facto de a expressão microfinança ser frequentemente confundida com o termo de microcrédito. A microfinança traduz-se numa atividade de intermediação financeira consistindo na prática de operações financeiras diversas incluindo a concessão do microcrédito. Este último é, por isso, um produto de microfinanças<sup>6</sup>.

A microfinança difere também de ações de caridade ou sistemas de donativo. Embora os objetivos finais sejam próximos<sup>7</sup>, as microfinanças distinguem-se das ações de caridade pelo facto de, nestas últimas, as ajudas não exigirem retorno direto e, portanto, os seus beneficiários correm o risco de se manterem em situação de dependência económica. Diferentemente, e tal como refere F. Santos<sup>8</sup>, a microfinança funciona na lógica de risco-retorno e é mais exigente em termos de avaliação do risco e da viabilidade das iniciativas financiadas.

Pelo exposto, a atividade microfinanceira não se reduz simplesmente no papel das instituições caritativas e/ou integrantes no chamado Terceiro Sector<sup>9</sup>, embora estas possam integrar componentes de microfinanças numa das suas atividades. Referimos as organizações sem fins lucrativos, diversas entre si, distintas dos agentes económicos públicos e privados de fins lucrativos, criadas com o objetivo de prestar serviços públicos em diversos ramos: saúde, educação, cultura, direitos humanos, habitação, proteção do ambiente, desenvolvimento local, solidariedade social, etc. São, por exemplo, as associações, as cooperativas, as mutualidades, as fundações, as organizações religiosas/Cáritas, etc.

No entanto, foi sobretudo com as alterações que se registaram na década de 90 e com a crescente preocupação das autoridades comunitárias em promover

5 O que não significa, necessariamente, pessoas pobres e que vivem exclusivamente em meios rurais.

6 Cf. Matos; Silva & Correia, 2010: 727 e Alves, 2008: 277.

7 Particularmente no que concerne ao escopo da inclusão social.

8 Cf. Santos, 2006: 12.

9 Outras vezes designado de economia social ou solidária, sector das organizações não lucrativas ou voluntárias, terceiro sistema, Organizações Não Governamentais, entre outras designações frequentemente utilizadas. Sobre este assunto *vide* Fernandes e outros, 2016: 33 e Quintão, 2004: 28, Consultado em maio de 2018 em <http://www.bocc.ubi.pt/pag/m-comunicacao-estrat-2013-marco-campos.pdf>.

a crescente profissionalização do sector e bem assim as reformas introduzidas pela Lei Uniforme relativa à Regulamentação dos Sistemas Financeiros Descentralizados aprovada em abril de 2007 que se alargou o âmbito dos agentes do sector. Atualmente os serviços financeiros desta natureza são oferecidos por múltiplas entidades distintas das do terceiro sector designadamente sociedades anónimas, projetos públicos e instituições especificamente constituídas sob forma mutualista de poupança e crédito e que têm registado um crescimento exponencial nos últimos anos.

A atividade microfinanceira é igualmente distinta da atividade bancária tradicional e de atividades desenvolvidas nos circuitos informais da economia. É decerto que o conceito de microfinanças é claramente uma extensão de atividade bancária. Com efeito, a microfinança é uma atividade exercida por entidades jurídicas que, embora não tendo estatuto do estabelecimento de crédito, praticam a título habitual as operações de empréstimos, poupanças e outros serviços específicos, considerados por lei operações de microfinanças para as populações e entidades que se encontram à margem do sistema financeiro clássico. A microfinança distingue-se da banca principalmente quanto as suas operações e quanto às suas finalidades.

Tratando-se de uma atividade profissional, regulamentada e sujeita à ação supervisora pública, ela é igualmente uma realidade distinta das práticas do sector informal.

As práticas de finanças informais não estão sujeitas à regulamentação. São informais, não documentadas e marcadas pela forte dose de pessoalização que liga os seus membros uns aos outros. Os créditos resultantes destas práticas informais de concessão de crédito não são orientados para a produção, visam essencialmente o consumo e pouco prestativos para a análise económica. A microfinança, quando traduzida na distribuição de créditos, é feita a título profissional e não informal.

### **1.3. O problema do mercado de crédito tradicional e microfinança como uma forma alternativa de financiamento**

Pretende-se neste item analisar as razões que frequentemente concorrem para a exclusão dos pobres e pequenos empreendedores do mercado de crédito tradicional. Partimos, justamente a propósito de exclusão financeira, com uma questão que nos parece primordial: porque é que os pobres e pequenos empreendedores ou microempresários tendem a ser excluídos do mercado de crédito tradicional?



Decerto que a intermediação financeira essencialmente conduzida pelos bancos visa a canalização dos recursos de forma eficiente entre aforradores e investidores/superavitários e deficitários tendo em vista a facilitar a satisfação das necessidades presentes e futuras. O crédito aparece, desde logo, como o paradigmático instrumento dessa intermediação<sup>10</sup>.

No entanto, determinados fatores tendem a excluir certos segmentos do mercado (os pobres e os pequenos empreendedores) no acesso ao crédito, nomeadamente a assimetria informativa entre o banco e seus clientes. E dessa assimetria decorrem outras causas, entre as quais a seleção adversa e o risco moral.

Assim, por exemplo, na relação contratual resultante do contrato de crédito, frequentemente o devedor reúne múltiplas informações que vão desde a sua capacidade de pagar até ao risco subjacente; informações tais que a outra parte contratual (o credor) não dispõe cabalmente, estando aquele melhor posicionado para essa avaliação.

Essa assimetria informativa conduz a que os bancos sejam obrigados a exigir outras formas de mitigação dos riscos de não cumprimento, com destaque para a exigência de garantias reais ou patrimoniais como condição de aceder ao crédito. Como consequência dessa prática, os custos de transação das operações aumentam<sup>11</sup>.

Se o pobre o é porque não dispõe de rendimentos ou patrimónios, não estaria em condições de aceder a um crédito pela sua incapacidade patrimonial em oferecer garantias reais. Dessa forma, questões como assimetria de informações, seleção adversa e risco moral são aquelas que explicam grandemente as restrições no atendimento, pelos mercados de crédito tradicional, das necessidades de financiamento dos pobres e microempresários.

Com efeito, a seleção dos bons mutuários é uma tarefa difícil e que justifica o recurso, por parte dos bancos, a um conjunto de medidas tendentes à sua proteção, o que reforça os custos de transações.

Adicionalmente, o devedor, após ter recebido o empréstimo, adota, por vezes, comportamentos menos prudentes no uso dos fundos emprestados. Por exemplo, altera o seu destino ou prossegue aplicação em atividades que implica riscos acrescidos, comprometendo a sua capacidade de retorno (risco moral).

---

10 Para mais desenvolvimento, cf. Ferreira, 2001: 415 e Psico, 2010: 23.

11 Stiglitz, 1990: 351-352 e Psico, 2010: 25.

Neste sentido, os problemas de seleção adversa e do risco moral conduzem as instituições financeiras a reforçarem as suas exigências contratuais e garantias em ordem a mitigar o risco de incumprimento. Estes mecanismos tendentes a proteção dos bancos contra os riscos resultantes da assimetria informativa explicam em grande parte as razões subjacentes a exclusão de certas pessoas e microempreendedores sem capacidade de satisfazer as exigências de garantias bancárias.

A microfinança é, portanto, uma importante solução alternativa à banca tradicional sobretudo nos países em desenvolvimento, caracterizados pelos elevados índices de exclusão financeira<sup>12</sup>.

A troca das garantias reais pelos chamados colaterais sociais como por exemplo, o aval solidário, ou incentivos à adimplência, como o crédito progressivo, a formação, a assistência e o aconselhamento do cliente são soluções adicionais e inteligentes que as instituições de microfinanças procuram encontrar de se precaver contra a inadimplência num mercado tendencialmente caracterizado por informação imperfeita.

#### **1.4. A origem histórica e a evolução na zona UEMOA**

Historicamente, o aparecimento das modernas formas de microfinanças remonta à década de 70 do século passado com as realizações do Professor Muhammad Yunus (economista galardoado com o Prémio Nobel da Paz em 2006), quando fundou em 1976 no Bangladesh o *Grameen Bank* para responder a preocupação dos excluídos do sistema bancário clássico.

No caso do Bangladesh, onde o próprio Yunus fez a sua experiência, as mulheres eram vítimas dos seus próprios créditos, na medida em que solicitavam crédito junto dos credores locais que se aproveitavam das necessidades daquelas para fixar taxas de remuneração bastante elevadas, embora estes últimos adiquissem a produção dos beneficiários do crédito a valores bastante irrisórios. No fundo, o resultado da produção destinava-se, quase na sua totalidade, ao reembolso do crédito solicitado anteriormente, facto que explica a tamanha insustentabilidade desses negócios e o ciclo vicioso do crédito.

Foi assim que Yunus decidiu criar formas de financiamento alternativos porque acreditava que:

- i. A pobreza não era criada pelos pobres, mas tem as suas origens nas falhas de instituições políticas e económicas das sociedades em que

---

<sup>12</sup> Webster & Fidler, 1996: 21-22.

os mesmos se encontram inseridos. Os pobres são pobres não porque estão desprovidos de valores a agregar, mas porque as suas capacidades são subaproveitadas. No seu discurso da cerimónia de entrega do Prémio Nobel da Paz em 2006, Yunus afirmava que *“Acredito que podemos criar um mundo livre de pobreza porque a pobreza não é criada por pobres. Foi criada e é sustentada por um sistema social e económico que desenhamos para nós próprios; as instituições e conceitos que formam esse sistema; as políticas que seguimos”*<sup>13</sup>;

- ii. A caridade e os donativos não eliminam a pobreza, antes pelo contrário contribuem grandemente para a geração da dependência, uma vez que tiram aos indivíduos a livre iniciativa e perpetua a situação de carência;
- iii. Tal como qualquer indivíduo, os pobres têm as mesmas capacidades. A única diferença reside no facto de não terem tido oportunidades para explorar as suas potencialidades e capacidades. Para Yunus *“é a sociedade que não lhes proporcionou as bases para crescerem”*; tais oportunidades quando disponibilizadas adequadamente resolvem o problema da pobreza;
- iv. Quanto menos uma pessoa tivesse, maior seria a sua necessidade de acesso ao crédito e a vontade de reembolsar o crédito recebido.
- v. O acesso ao crédito deveria ser considerado um direito humano. Pois, numa perspetiva analítica mais lata, a pobreza acaba por condicionar o exercício efetivo de outros direitos mais básicos.

Com efeito, as microfinanças estenderam-se na década de 80 a outros países e continentes, tendo chegado nos países da UMOA no início da década de 90 com a adoção, em 1993, de um quadro jurídico comunitário para os Estados-membros. A crise ocorrida no sistema bancário da sub-região no decurso dos anos 80 e que provocou o desaparecimento de várias instituições de crédito agravou as limitações no acesso ao financiamento, tendo os agentes económicos que se sentiram à margem do mercado financeiro desenvolvido práticas e circuitos informais e alternativos de financiamento.

13 Discurso da cerimónia de entrega do Prémio Nobel da Paz, p.11, disponível em [http://www.microcredito.com.pt/folder/galeria/ficheiro/28\\_YunusNobel\\_Discurso\\_jjd0nelb6l.pdf](http://www.microcredito.com.pt/folder/galeria/ficheiro/28_YunusNobel_Discurso_jjd0nelb6l.pdf), (na data de 18.01.2018). Ademais, o economista chamou atenção pelo facto de que *“A pobreza existe porque construímos um enquadramento teórico baseado em premissas que desvalorizam a capacidades do ser humano, criamos conceitos que são demasiado limitados (como o conceitos de negócio, solvência, empreendedorismo, emprego) e instituições incompletas (como instituições financeiras que deixam os pobres de fora). A pobreza é causada mais por uma falha a nível conceptual do que por incapacidade das pessoas”*.

Esta situação levou a que as autoridades monetárias da união procedessem, entre 1989 e durante o início da década de 90, a uma reforma global do sistema bancário. Das reformas do sistema resultou a diversificação dos serviços financeiros, favorecendo a emergência de outros novos intermediários financeiros paralelos aos tradicionais estabelecimentos de crédito<sup>14</sup>. É deste modo que nos aparecem, em 1993, de forma organizada, estruturada e com estatuto legal, as instituições de microfinanças na UEMOA.

Importa também realçar que, não obstante os episódios do *Grameen Bank* sejam apontados como origem das microfinanças, a história das microfinanças precede a criação deste banco. Assim por exemplo, na Alemanha a experiência do Pastor Friedrich Wilhelm Raiffeinsen com a sua Associação do Pão criada em 1846, a existência de Caixas Populares no Canadá e Fundos de Ajuda ou Liga de Créditos nos EUA e diversas experiências na Índia<sup>15</sup>.

Em África, a existência de *Caution Solidaire* desde 1956 nos Camarões experimentada por um grupo de pessoas que concediam empréstimos uns aos outros, a experiência das primeiras cooperativas de poupança e crédito no Gana - *Crédit Unions* criadas desde 1956, a existência, no início da década de 70, no Togo e na Burquina Faso das cooperativas de poupança e crédito, as múltiplas formas de quotizações existentes em África, a existência de caixas de solidariedade e de “banqueiros ambulantes” no continente constituem manifestações próximas de microfinanças anteriores à *Grameen Bank*.

## 2. O QUADRO JURÍDICO E INSTITUCIONAL DE REGULAÇÃO E SUPERVISÃO MICROFINANCEIRA

### 2.1. Experiências globais de abordagens regulatórias de microfinanças – Lições para a África Ocidental

Do ponto de vista global, são variadas as experiências ou métodos de regulação do sector de microfinanças. Devido a um conjunto de preocupações associadas aos objetivos de regulação microfinanceira nos países em desenvolvimento<sup>16</sup>, nomeadamente a consideração de utilização de ferramentas de

14 Sobre o assunto, vide Ouédraogo & Gentil, 2008: 14 e Banco Central dos Estados da África Ocidental, 2006: 39.

15 Para mais detalhes sobre o assunto, cf. Correia, 2010: 15 e Ouédraogo & Gentil, 2008: 23-24.

16 Diferentemente do enfoque registado nos países desenvolvidos onde as ferramentas de microfinanças servem essencialmente para a promoção de emprego (trabalho por conta própria) e inclusão social em ordem a reduzir as pressões sobre as finanças públicas (*máxime*, segurança social) e persuadir os efeitos

microfinanças como instrumentos de luta contra a pobreza, de inclusão económica e financeira, de capacitação e reforço de *empowerment* dos beneficiários (em termos económicos, sociais e políticos) e bem assim a consideração de custos associados à tarefa supervisora, foram experimentados variados métodos regulatórios de instituições de microfinanças que sumariamos conforme se segue abaixo.

Com efeito, em primeiro lugar, em termos do titular de ação supervisora, temos:

### *I Países que apontam para a opção híbrida de regulação de instituições de microfinanças*

Nestes países as autoridades supervisoras públicas tendem a recorrer a terceiros, nomeadamente uma firma de consultores ou de especialistas em microfinanças, para se ocuparem das tarefas de supervisão de atividades desenvolvidas por agentes do sector de microfinanças. Este método tem a vantagem de ser menos custoso<sup>17</sup> e são os exemplos da Indonésia<sup>18</sup> e Peru<sup>19</sup>. No entanto, em nossa opinião, este método está acompanhado de risco de os poderes públicos perderem o controlo sobre o sector. Aliás, considerando o móbil subjacente à atividade microfinanceira, a regulação pública apresenta-se como uma ferramenta ideal e poderosa da sua promoção e proteção.

---

de anonimato nas relações interpessoais que caracterizam as sociedades vivendo em economias mais evoluídas. Sobre o assunto *vide* COM (2007) 708 final, de 13/11/2007 - Uma iniciativa europeia para o desenvolvimento do microcrédito em prol do crescimento e emprego; COM (2006) 349, de 29/06/2006 - Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME - Promover a mais valia europeia e Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho sobre a aplicação da Directiva 2006/48/CE ao microcrédito, Bruxelas.

17 Na verdade, as metodologias de supervisão de instituições de crédito diferem das de supervisão de IMF. As instituições de microfinanças são numerosas, dispersas e de dimensão pequenas e, muitas vezes, com escassas informações que possam ser obtidas *off-site*, pelo que traduziria num custo bastante significativo atribuir aos supervisores bancários esta tarefa. Adicionalmente, as autoridades supervisoras tradicionais do sistema financeiro não se mostram adaptadas às especificidades de funcionamento de instituições de microfinanças. Do que fica aqui exposto, não existem enormes riscos de transferência de tarefas supervisoras para entidades específicas dada a diminuta importância sistémica das instituições supervisionadas quando comparadas com as de outros sectores financeiros. Não obstante a vantagem que esse modelo apresenta, ele é acompanhado da desvantagem de os reguladores públicos não poderem acompanhar e analisar, com eficácia, as IMF numa perspectiva de longo prazo.

18 Na Indonésia é o *Bank Rakyat Indonesia*, que é responsável pela supervisão dos chamados bancos de aldeia que oferecem serviços microfinanceiros aos excluídos do sistema financeiro tradicional. Sobre o assunto, cf. Berenbach e Churchill, 1997: 67.

19 No Peru, por exemplo, a supervisão de instituições de microfinanças é feita com o apoio de uma firma alemã. Cf. Berenbach & Churchill, 1997: 67.

## *II. Países que apontam para a opção de autorregulação de IMF*

Na linha dos que apontam para abordagens de autorregulação das IMF temos o caso da África do Sul e Filipinas. Nestes países, a supervisão da indústria microfinanceira incumbe às próprias instituições de microfinanças, interessadas no funcionamento do sector e que se organizam sob forma de associações que partilham as boas práticas e as normas de conduta para o sector. No caso das Filipinas releva-se a existência de uma organização denominada *Philippine Coalition for Microfinance Standards* integrada por representantes de ONGs, do banco central e de especialistas em microfinanças. No caso de África do Sul regista-se a presença de *Micro Finance Regulatory Council*, uma associação de instituições de microfinança, a quem incumbe a tarefa de regulação do sector de microfinanciamento, devendo nele inscreverem-se todas as instituições que se dispõem a prestar este tipo de serviço.

A solução de autorregulação parece mais confortável e ideal por apresentar-se integracionista, que conta com a participação e envolvimento dos próprios regulados/supervisionados. A esta opção adicionam-se ainda as vantagens ligadas ao conhecimento da realidade quotidiana do sector e das reais necessidades das IMF. Entretanto, olhando para a realidade de países como os nossos, caracterizados pela diminuta capacidade organizativa, técnica e financeira de uma parte significativa de IMF para suportar os encargos financeiros da ação supervisora, de um lado, e, por outro, para compreender e acompanhar as dinâmicas do sistema financeiro, a sua transposição pode gerar os riscos de inoperância.

Por razões atrás mencionadas, entendemos que a regulação deve ser incumbida às autoridades públicas locais (ministério das Finanças, através de suas estruturas) com a participação e envolvimento *ex lege* das associações profissionais de IMF, tanto na ação supervisora *on-site*, como *off-site* a desencadear sobre os seus membros.

## *III. Outras opções possíveis à luz da realidade dos países em desenvolvimento*

Uma outra via possível de abordagem regulatória do sector de microfinanças, sobretudo nos países em desenvolvimento, é a de não sujeição de IMF a uma regulamentação pública. Frequentemente, o que sucede nestes países, os agentes de microfinanças operam num sector ainda em crescimento, pouco desenvolvido e com pouca capacidade de prestação de serviços financeiros ao público. Em particular, estas instituições têm traços comuns, os seus membros conhecem-se mutuamente e têm pouca importância em termos de transmissão de riscos sistémicos. Para este tipo de instituições, não haverá necessidade

de regulamentação. Ao contrário seria um custo, um fardo pesado para a administração que deverá, para o efeito, dispor de recursos técnicos, materiais, financeiros e humanos.

Não seguimos esta opção. Notadamente, considerando a evolução e o paradigma organizativo atual de microfinanças entre nós, existem instituições de microfinanças com importância sistémica e importância reputacional significativas e, portanto, com capacidade de gerar efeitos negativos sobre outras instituições e população com fulgurante rapidez. É o caso de instituições microfinanceiras organizadas em Federações e confederações, que desenvolvem as suas atividades em diversos territórios da União Económica e Monetária da África Ocidental através das suas redes.

Bem se vê que o crescimento deste tipo de estruturas de microfinanças implica importantes desafios regulatórios e de supervisão, tendo em conta a articulação entre os riscos individuais e os riscos gerados ao nível do grupo.

Em segundo lugar, considerando a natureza do direito a aplicar na supervisão de microfinanças, podemos ter duas opções fundamentais:

### *I. Opção de regulação de IMF por sujeição às disposições aplicáveis às instituições de crédito*

Relativamente ao direito que se aplica às instituições que operam em microfinanças, algumas jurisdições têm optado pela via de aplicação do direito aplicável para o sistema financeiro em geral, recorrendo apenas a mecanismos de adaptações específicas no que concerne às exigências regulatórias e de procedimentos de ação supervisora<sup>20</sup>.

Temos, desde logo, os exemplos da Bolívia com o *Banco Solidario* (*BancoSol*), um banco comercial especializado em operações de microfinanças, Colômbia com o *Finansol* e Quênia com o *K-RepBank*, Ltd.. Todas estas IMF regem-se pelas disposições aplicáveis às instituições de crédito tradicionais, devendo, porém, estabelecer derrogações específicas quanto às IMF<sup>21</sup>.

### *II. Opção de regulação de IMF por sujeição a uma lei especial*

Alguns são os países que enveredaram pela solução diferente da apresentada anteriormente. Na linha desta opção temos os casos paradigmáticos de 6 países que integram a zona CEMAC na África Central e dos 8 países que

20 Aliás, mesmo para os países que optaram pela criação de legislações específicas para o sector de microfinanças é notável a influência do direito financeiro tradicional sobre as mesmas.

21 Sobre este assunto, cf. Staschen, 1997: 28-33.

integram a zona UEMOA na África Ocidental e bem assim os casos de Moçambique e do Peru. Considerando as especificidades do sector microfinanceiro, estes países têm adotado um quadro regulatório específico para o sector de microfinanças, distinto do de outros subsectores do sistema financeiro tradicional. É esta opção regulatória que nos parece defensável tendo em conta as características e as necessidades específicas das IMF.

## 2.2. O regime jurídico oeste africano de microfinanças

### *2.2.1. As condições de acesso e de exercício: os agentes do sector e operações de Microfinanças*

Como regra, o exercício da atividade microfinanceira encontra-se subordinado às regras sobre a constituição, autorização e inscrição na lista de sistemas financeiros descentralizados. Tais regras revestem carácter imperativo e o seu incumprimento implica o impedimento de exercer a atividade microfinanceira, sob pena de sanções.

A autorização é sempre casuística e da competência do Ministro das Finanças do Estado-membro da instituição de microfinança, devendo ser concedida após um parecer favorável do banco central e, no caso dos órgãos financeiros, requer-se o parecer favorável da Comissão Bancária<sup>22</sup>.

No todo, a lei prevê um prazo máximo de 6 meses a contar da receção completa dos elementos constitutivos do pedido de autorização<sup>23</sup>. Em nossa opinião, trata-se de um prazo excessivamente longo, tendo em conta a dimensão e perfil de riscos de IMF. Adicionalmente, parece-nos que esse tempo revela-se incompatível com os objetivos de promoção de atividades desta natureza cujo escopo fundamental é o favorecimento da inclusão económica e financeira, redução da pobreza e a formalização dos circuitos de financiamento.

Em termos procedimentais, a instrução do processo é prosseguida integralmente pela estrutura ministerial de seguimento do Ministério das Finanças, responsável pela supervisão das IMF, por impulso dos interessados que deverão juntar ao pedido todos os documentos e informações concernentes à instituição em processo de autorização e os documentos e informações respeitantes às pessoas singulares, nomeadamente os administradores, dirigentes, e controladores deste estabelecimento para a apreciação pelo ministro e pelo banco central, respetivamente.

22 Cf. O artigo 9.º da Lei Uniforme relativa à Regulamentação dos DSistemas Financeiros Descentralizados.

23 Sobre as fases do ciclo de vida das IMF, vide Sow, 2011: 25 e Thiaw, 2014: 27.



Estando o pedido presente na estrutura ministerial de seguimento para efeitos de instrução, esta aprecia a sua regularidade segundo os critérios gerais estabelecidos nos artigos 7.<sup>o</sup><sup>24</sup> e seguintes da Lei Uniforme relativa à regulamentação dos SFD, conjugados com os dispostos na Instrução n.º 005-06-2010 que estabelece os elementos constitutivos do pedido de autorização dos SFD nos Estados-membros da união. A estrutura ministerial dispõe de um prazo máximo de 3 meses para remeter ao banco central, acompanhado das suas observações, o dossier para efeitos de parecer favorável. O banco central, por sua vez, dispõe do prazo de 2 meses para examinar e comunicar o seu parecer ao Ministro<sup>25</sup>.

Com o parecer favorável da Comissão Bancária, o Ministro das Finanças do Estado-membro do estabelecimento que solicita a autorização decide, por meio de um despacho, a autorização ao que se segue a inscrição na lista dos Sistemas Financeiros Descentralizados.

A prestação de serviços microfinanceiros é levada a cabo por instituições de natureza diversa, umas constituídas *ab initio* sob forma mutualista ou cooperativa de poupança e crédito, outras não constituídas nesta qualidade, mas que se encontram habilitadas a operar no sector. Vejamos, desde logo, que tipo de instituições se encontram atualmente a prestar este serviço na região oeste africana<sup>26</sup>.

24 Relativamente aos beneficiários, como já tivemos o ensejo de referir anteriormente, são as pessoas excluídas do sistema financeiro tradicional e bem assim as micro, pequenas e médias empresas com dificuldades de acesso ao financiamento tradicional. Advertimos, desde logo, que os beneficiários de serviços microfinanceiros não são, necessária e simplesmente, pessoas pobres. Pessoas pobres sim, entretanto, com boas ideias de negócios e detentores de projetos viáveis, rentáveis e lucrativas.

25 Note-se que uma das novidades desta lei relativamente à anterior, é o facto de considerar como indeferido o pedido de autorização sempre que a decisão de autorização não for proferida no prazo de seis meses a contar da receção do respetivo pedido pela estrutura ministerial de seguimento, salvo parecer contrário dado ao requerente.

26 Elas podem, no entanto, ser objeto de várias classificações, consoante os critérios diversos:

*De acordo com a natureza das operações:*

- As instituições que recebem depósitos dos seus membros e de terceiros e concedem-lhes empréstimos. Nesta classificação, incluem-se os *bancos, mutualistas e cooperativas e associações*.
- As instituições que concedem empréstimos sem captação de depósitos. *Nesta classificação incluem-se os projetos públicos, ONGs, fundações e associações*.

*De acordo com o estatuto legal*

- As IMF's constituídas sob a forma mutualista ou cooperativa de poupança e Crédito (IM-CPC);
- As IMF's não constituídas sob a forma mutualista e cooperativa de poupança e Crédito (não IM-CPC). E o caso das instituições de crédito com produtos de microfinanças, projetos, ONGs, etc.

*De acordo com a escala organizacional*

- *Instituições de base*
- *Unões*
- *Federações*
- *Confederações*

- a) *As instituições constituídas sob forma mutualista ou cooperativa de poupança e crédito*: constituem núcleo duro da indústria microfinanceira vocacionada para fornecimento de serviço desta natureza em favor de pessoas e instituições excluídas do sistema financeiro clássico. Podem ser autorizadas a receber poupança e conceder crédito exclusivamente aos seus membros ou conceder créditos a terceiros sem ser habilitadas a recolher os depósitos. Veja-se o caso de alguns grupos de mutualistas de poupança e crédito a operar na sub-região, designadamente ACEP (Alliance de Crédit et d'Épargne pour la Production), CMS (Crédit Mutuel du Sénégal), PAMECAS (Partenariat pour la Mobilisation de l'Épargne et le Crédit).
- b) *ONG, Associações, fundações e projetos com dimensão de microcrédito*: são importantes instituições integradas no chamado terceiro sector que prestam importantes serviços, sobretudo para as populações vivendo em zonas rurais. Um dos fatores apontados como constitutivo de constrangimentos do sector é o domínio de ONGs sobre o sector de microfinanças em determinadas zonas. São instituições que praticam taxas de juros anormalmente baixas, altamente subvencionadas e muitas vezes concedendo fundos não reembolsáveis, incentivando a ideia de caridade nas localidades em que operam.

Sublinha-se, neste particular, que as IMF não são constituídas sob forma mutualista ou cooperativa de poupança e crédito. Sucede que a lei permite que estas integrem, *a posteriori* ou na fase de sua constituição, a componente de microfinança nas suas atividades e para a qual devem requerer a autorização de exercício.

Desde que sejam autorizadas, adstringem-se às regulamentações de microfinança em tudo quanto concerne especificamente a atividade microfinanceira desenvolvida. Alinhamos com a técnica legislativa adotada e não nos parece ideal qualquer solução de extensão da legislação que ao terceiro sector diz respeito para as questões relativas a microfinança.

Entre nós, a legislação básica aplicável é uniforme e emana das autoridades comunitárias. Enquanto isso, não há harmonização legislativa no tocante ao terceiro sector nos territórios da união. Nesta linha de pensamento, um regime jurídico específico e autónomo confere maior segurança jurídica e judiciária para os agentes desse sector e seus clientes.

Impõe-se finalmente sublinhar que, em nossa opinião, em caso de contradição entre princípios e regras do terceiro sector e as de microfinança, deverão prevalecer estas últimas quando esteja em causa atividade estritamente microfinanceira<sup>27</sup>.

- c) *Os bancos comerciais*: apesar de pouco interesse dos bancos tradicionais em operações de microfinanças, existem atualmente instituições de crédito a operar no sector por duas vias. Primeiro, pela criação de uma unidade interna de microfinança destinada a comercializar os produtos específicos, dirigida a pessoas não abrangidas pelo sector bancário clássico. Segundo, por via de criação de filial de microfinança.
- d) *Estado*: frequentemente, o Estado disponibiliza fundos dedicados a microfinança, concedendo créditos, sem exigência de poupança prévia dos beneficiários, para determinadas atividades julgadas viáveis, rentáveis e lucrativas. Muitas vezes, em países como a Guiné-Bissau, dotados de indústria microfinanceira frágil e em construção, a concessão do microcrédito por parte do Estado acaba por dificultar a dinâmica das IMF em resultado do efeito da concorrência. Por isso, partindo deste pressuposto, entendemos, salvo melhor opinião, que ao Estado reservaria o papel de promoção, disponibilizando fundos para as próprias IMF, prestando assessoria técnica, formação e aconselhamento e não o de concorrer diretamente com as IMF na oferta de serviços microfinanceiros no retalho.
- e) *Agentes informais de microcrédito*: em muitas localidades, permanecem ainda formas ou canais absolutamente informais de concessão do microcrédito. Na verdade, devido a dificuldades de obtenção de informações e elementos requeridos para a constituição e formalização da instituição, de um lado e, por outro, considerando as exigências de carácter regulatório, algumas IMF não chegaram de ser formalizadas. Outras IMF, objeto de autorização de exercício, deixaram de funcionar sem a devida ciência do regulador.
- f) *Os parceiros técnicos e financeiros*, tais como os doadores e parceiros de desenvolvimentos que financiam projetos ou disponibilizam fundos de apoio ao desenvolvimento de sector microfinanceiro.

---

27 De resto, *vide* as considerações feitas nas páginas 5 e 6 relativas a distinção entre as IMF e as instituições do terceiro sector em geral.

Acrescenta-se que, do ponto de vista de operações autorizadas a realizar, distinguem-se duas categorias de instituições de microfinanças: (I) as que recebem depósitos e concedem empréstimos aos seus membros ou a terceiros e (II) as que concedem empréstimos sem serem habilitadas a receber depósitos<sup>28</sup>. Uma instituição autorizada numa categoria encontra-se vedada de realizar as operações reservadas a outra categoria<sup>29</sup>.

Um ponto de diferença, neste domínio, com o regime estabelecido para os países da África Central é o facto de uma IMF oeste africana poder optar por receber os depósitos e conceder empréstimos tanto aos seus membros como para os terceiros, como pode optar por conceder empréstimos sem receção de depósitos. Nos países da África Central, a lei estabelece 3 categorias de IMF: (I) as IMF que recebem depósitos dos seus membros e que são exclusivamente aplicados em operações de empréstimo em proveito destes, (II) as IMF que recebem depósitos e concedem empréstimos a terceiros, (III) as IMF que concedem empréstimos sem serem habilitadas a receber depósitos. No primeiro caso temos instituições de tipo associações, cooperativas e mutualistas. No segundo caso temos instituições de tipo sociedades anónimas e no terceiro caso temos instituições de tipo projetos no domínio de microfinanças, ONG, fundações, etc.

De resto, parece-nos que este modelo de categorização se apresenta mais claro e metódico, comparativamente com a categorização efetuada pelo legislador oeste africano.

Globalmente, os produtos microfinanceiros podem consistir em *Micro-poupanças*, *Micro-crédito*, *Microssseguros*, *transferência de dinheiro*, *engajamento por assinatura*, *operação de câmbio* etc.<sup>30</sup>. Salienta-se, paralelamente, que estas

---

28 Opções similares encontramos nos países de CEMAC (Comunidade Económica e Monetária da África Central), pese embora algumas diferenças que merecem realce. Nestes países, os operadores de microfinanças são classificados em 3 categorias, a saber: *Primeira categoria* – pertencem a esta categoria as instituições que recolhem depósitos ou poupanças dos seus membros, e que são aplicados em operações de empréstimos exclusivamente em proveito destes. A *segunda categoria* contempla instituições de microfinanças que recolhem depósitos e concedem empréstimos a terceiros. Por fim, são consideradas de *terceira categoria*, as instituições que concedem empréstimos a terceiros, mas não habilitados a receber depósitos. Sobre este assunto, Cf. AYUK & Kobou, 2016: 141; Fonda-Owoundi, 2016: 36-37; Boungou-Bazica & Mfere, 2016: 69; Guemdje, 2016: 118.

29 Cf. Também Sow, 2011: 24.

30 Cf. O artigo 4.º da Lei Uniforme relativa à regulamentação dos Sistemas Financeiros Descentralizados, conjugado com o anexo à Instrução n.º 018-12-2010 relativa a obrigação de elaboração de relatório anual pelos Sistemas Financeiros Descentralizados.

operações apenas são suscetíveis de ser efetuadas no território nacional do Estado de implantação da instituição<sup>31</sup>.

Ainda no respeitante as operações autorizadas para as IMF, observa-se a predominância das operações de poupança e crédito sobre as demais, em especial as operações de crédito e poupança à vista. Olhando para a prática das operações das principais IMF que operam na África Ocidental, e conforme referem Souleymane Soulama<sup>32</sup> e Alpha Ouédraogo/Dominique Gentil<sup>33</sup> eis resumidamente os produtos de poupança e crédito tradicionais comercializados em sede de transações de microfinanças na região oeste africana:

*Produtos de poupança*

- *A Poupança previdência*: trata-se de poupança não remunerada e disponível a todo tempo.
- *A Poupança bloqueada*: trata-se de poupança remunerada com a taxa de 4% por ano quando o depósito tem a duração de até 12 meses e 5% ao ano quando tiver a duração de mais de 12 meses.
- *A Poupança projeto*: trata-se de uma forma de poupança remunerada com a opção de crédito para a realização de projetos específicos.
- *Clube de poupança*: trata-se de forma de poupança diária, não remunerada, por via de cotização de elementos de um grupo de pessoas (pequenos comerciantes, vendedeiras ou trabalhadores).

Produtos de empréstimo

- *Crédito regular*: para aqueles que são membros de uma IMF e que tenham feito poupança prévia nas suas contas de pelo menos entre 15% e 25% do valor de crédito solicitado.
- *Crédito Afssef*: que permite um acesso direto ao crédito para os pequenos comerciantes, mulheres empreendedoras ou grupo de mulheres que desejam exercer uma atividade económica lucrativa.
- *Crédito Dioni-Dioni (credit flash)*: crédito disponível imediatamente sem muitas formalidades ou exigências.

31 Salvo se se tratar de uma confederação de instituições de microfinanças que junta instituições de diversos Estados-membros (artigo 5.º da Lei Uniforme). Anote-se que, do ponto de vista de escala organizacional, as IMF podem organizar-se em instituições de base, uniões, federações e confederações conforme ficou anotado anteriormente (artigos 102.º e seguintes da Lei Uniforme).

32 Soulama, 2010: 80-81.

33 Ouédraogo & Gentil, 2008: 178-179. No mesmo sentido, Thiaw, 2014: 25.

- *Crédito projeto*: empréstimo de um montante de 1,5 a 5 vezes poupança do mutuário, efetuada anteriormente.

### 2.2.2. Os tipos de controlo que adstringem as instituições de microfinanças

Dois tipos de controlo adstringem as IMF que operam em qualquer território dos Estados-membros da UEMOA: controlo interno e controlo externo. Este último desdobra-se, por sua vez, em dois tipos: o controlo efetuado por revisores de contas ou auditores externos e o controlo efetuado por autoridades reguladoras/supervisores.

O controlo interno é exercido no seio da própria estrutura da IMF, através de um dos seus órgãos, e que visa assegurar a conformidade das operações, organização e dos procedimentos internos com as regulamentações que regem o sector, de um lado, e verificar a qualidade de informações contabilísticas e financeiras, doutro lado<sup>34</sup>.

O controlo externo (realizado por revisores de contas ou auditores externos) tem como propósito a certificação de contas<sup>35</sup>, sendo obrigatória a designação de auditores externos/revisores para as IMF sujeitas à supervisão do BCEAO e Comissão Bancária e voluntária para aquelas sujeitas à supervisão do Ministério das Finanças.

No que respeita ao controlo dos supervisores, convém assinalar que é o Ministro das Finanças de cada Estado-membro competente para desencadear a ação supervisora sobre os operadores de microfinanças no respetivo território. No entanto, o quadro jurídico em vigor reconhece ao BCEAO e à Comissão Bancária o papel de supervisionar os órgãos financeiros das IMF, tendo poderes de desencadear por iniciativa própria a supervisão de qualquer SFD cujo volume de atividades atinja, pelo menos, dois mil milhões (2.000.000.000) de FCFA ao fim de dois (2) exercícios consecutivos<sup>36</sup>.

34 Aliás, os operadores de microfinanças têm dever legal de se dotar de um sistema de controlo interno eficaz, adequado à estrutura da instituição e à natureza das suas operações. Cf. Conjugadamente os artigos 37.º da Lei Uniforme e 2.º da Instrução n.º 017-12-2010 relativa a organização do controlo interno no seio dos Sistemas Financeiros Descentralizados.

35 No âmbito de certificação de contas, a análise dos revisores de contas abrange os seguintes domínios: o funcionamento dos órgãos da IMF, o funcionamento do controlo interno, emissão de opinião sobre as contas, sistema de informação e gestão, a gestão de riscos, o respeito de regulamentação prudencial e outros dispositivos jurídicos aplicáveis sobre o sector. Sobre o assunto, consulte a Instrução n.º 006-06-2010, e seu anexo, relativa à certificação de contas no seio dos Sistemas Financeiros Descentralizados.

36 Cf. o artigo 44.º da Lei Uniforme relativa aos SFD, conjugado com a Instrução n.º 007-06-2010 sobre as modalidades de controlo e de sanção dos SFD.

Seja como for, tanto o Ministério das Finanças assim como o banco central e a Comissão Bancária podem, dentro do quadro das respectivas competências de supervisão, recorrer a duas grandes modalidades de ação supervisora: supervisão direta (*contrôle sur place/on-site supervision*) e supervisão indireta (*contrôle sur pièces/off-site supervision*).<sup>37</sup>

Paralelamente, a supervisão direta pode efetuar-se pela forma de visitas do tipo *cliente-mistério*, onde a equipa de supervisores não se identifica nessa qualidade perante o supervisionado ou ainda pela forma de *ações credenciadas* onde a referida equipa de supervisores se apresenta nessa qualidade.

### 2.2.3. A regulamentação prudencial e análise da adequação do regime às especificidades de microfinanças

As IMF que exercem atividades nos territórios dos Estados-membros da UEMOA encontram-se adstritas a um conjunto de normas de natureza prudencial. Subjacente está o objetivo de garantir a estabilidade do sistema microfinanceiro, através de garantia de solvência e liquidez das suas instituições e bem assim a proteção dos clientes que confiam no sistema. Partindo do pressuposto de que a confiança consubstancia a pedra basilar de todo e qualquer sistema financeiro, quando uma instituição financeira que recebe fundos do público, ainda que de pequena dimensão, vem a tornar-se insolvente ou a confrontar-se com problemas de liquidez, não terá possibilidade de reembolsar os seus depositantes. Este tipo de situação, além de poder gerar uma corrida massiva aos levantamentos, na sequência de quebra de confiança (*bank-run*), deteriora com fulgurante rapidez a imagem do sistema financeiro em geral e a confiança do público<sup>38</sup>.

O mesmo ocorre com mais intensidade relativamente a instituições de microfinança consideradas *big to fail* ou *too big to fail*, devido a importância sistémica das mesmas. Com efeito, o mercado microfinanceiro não escapa este tipo de cenários. Na região ocidental da África regista-se a presença de grupos de microfinança sob forma de união, federação e confederações de IMF com consideráveis poderes económicos no mercado de crédito e com capacidade de manter uma relação estável de concorrência com os bancos

37 No caso de supervisão direta, o controlo do funcionamento de uma instituição de microfinança realiza-se nas instalações desta. Na supervisão indireta, a autoridade de supervisão efectua o controlo do funcionamento da IMF à distância; isto é, através da análise de relatórios, documentos e informações diversas. Sobre este assunto *vide* Sumba, 2011: 55-56.

38 Entre nós, *vide* Semenete, 2012: 26. E para mais desenvolvimentos, Saraiva, 2018: 13-15; Malaquias e outros, 2009: 41-42; Morais, 2016: 11 e seguintes; Sanches, 2000: 9-11.

tradicionais que decidem investir nos produtos de microfinanças em favor do segmento de micro, pequenas empresas e empreendedores individuais. A falência de uma instituição deste tipo pode igualmente gerar consequências negativas sobre o resto do sistema microfinanceiro e para além deste (efeito sistémico).

Portanto, no domínio prudencial, a regra basilar consiste em garantir que nenhuma instituição de microfinança possa receber fundos do público sem autorização e que as instituições autorizadas se mantenham solventes, devendo ser-lhes afastada da possibilidade de aceitarem os fundos ou poupanças do público sempre que se tornam insolventes.

Desde logo, os requisitos prudenciais fundamentais a respeitar dizem respeito a adequação de fundos próprios, limitação de exposição e concentração de riscos, limitação de empréstimos aos dirigentes e ao pessoal, limitação de aquisição de participações, exigências de liquidez, constituição de reservas, regras sobre o financiamento de imobilizados e concentração de riscos.

Conforme se pode deduzir do que fica aqui exposto, apesar de o sector microfinanceiro se dotar de uma regulamentação específica, é a regulação da indústria bancária que serve de modelo para a regulação microfinanceira na África Ocidental. Apenas se assiste a uma espécie de adaptação daquele que constitui o núcleo essencial do dispositivo jurídico prudencial da banca, ao que concordamos em parte e no sentido que iremos expor ainda neste item. Preferimos apresentar seguidamente um resumo deste tipo de regras para, seguidamente, expor a nossa apreciação crítica da opção legislativa.

| Regras prudenciais                                      | Descrição da norma  |
|---|---|
| Capital social mínimo                                   | A lei não fixa  |
| Limitação de exposição a riscos                         | A: montantes de provisões líquidas e depósitos de garantias/B: Recursos deverão ser 200% Máximo (duas vezes superior aos recursos).<br><i>Ratio = A/B x 100 (Norma: 200% Máximo)</i>  |
| Norma de capitalização                                  | A: total fundos próprios /B: total do ativo, deve ser superior ou igual a 15%.<br><i>A/B x 100 (Norma: 15% Mínimo)</i>  |
| Limitação de empréstimos aos dirigentes e pessoal       | A: Empréstimos e engajamentos por assinatura/B: Fundos próprios, deverá ser Inferior ou igual a 10% dos fundos próprios da instituição.<br><i>A/B x100 (Norma: 10% Máximo)</i>        |
| Limitação de concentração de riscos (divisão de riscos) | A: Empréstimo ou engajamento por assinatura/B: Fundos próprios, Riscos em uma única assinatura não devem ser superior a 10% dos fundos próprios. <i>A/B x 100 (Norma: 10% Máximo)</i> |



| Regras prudenciais   | Descrição da norma   |
|--|--|
| Norma de liquidez  | A: Valores realizáveis e disponíveis (montantes líquidos)/B: Passivo exigível.<br>$A/B \times 100$ . Como norma, o rácio deve não deve ser inferior a: 100% para IM-CPC não integradas numa rede, bem como os SFD que recebem depósitos; 80% para as IM-CPC integradas numa rede; 60% para os SFD que não recebem depósitos. |
| Limitação de operações em outras atividades que não sejam atividades de poupança e crédito | A: Montante consignado pela instituição para atividades que não sejam as de poupança e crédito/B: montantes de provisões líquidas e depósitos de garantias.<br>$A/B \times 100$ (Norma: 5% Máximo)   |
| Constituição de reservas gerais  | Dedução mínima de 15% do excedente líquido antes de distribuição de dividendos   |
| Limitação de aquisição de participações  | A: Título de participação exceto os de participação em estabelecimentos de crédito e SFD/B: Fundos próprios. $A/B \times 100$ (Norma: 25% Máximo)  |
| Financiamento de imobilizados (por capitais próprios)                                      | A: Total dos imobilizados corporais e incorpórais bem como dos títulos de participação/B: Fundos próprios. $A/B \times 100$ (Norma: 100% Máximo)   |

**Fonte:** criado pelo próprio, a partir da análise da Instrução do BCEAO n.º 10-08-2010 relativa às regras prudenciais aplicáveis aos SFD e da Instrução do BCEAO n.º 16-12-2010 relativa a financiamento de imobilizados e participações.

Adicionalmente, as IMF são obrigadas a transmitir periodicamente os relatórios relativos a cumprimentos do requisitos prudenciais apresentados supra, os quais requerem apropriação de ferramentas específicas e técnicos dotados de conhecimento no domínio de contas e finanças.

Não obstante importantes avanços constatados na regulamentação do sector de microfinanças na África Ocidental, designadamente ao nível da formalização, profissionalização e integração da indústria microfinanceira no sistema financeiro formal e adoção de uma legislação específica para o sector, o modelo regulatório e institucional vigente suscita alguns questionamentos relacionados com (i) aspetos regulatórios que podem afetar o desempenho das instituições de microfinanças, (ii) a capacidade das autoridades para implementar a lei e (iii) os problemas organizacionais.

*(i) Aspetos regulatórios que podem afetar o desempenho das instituições de microfinanças*

No que concerne a este ponto, convém assinalar, em consonância com o que ficou apontado supra no âmbito das condições de acesso e de exercício da atividade microfinanceira, que a lei estabelece prazos excessivamente longos para a obtenção de autorização de exercício.

No todo, a lei prevê um prazo máximo de 6 meses a contar da receção completa dos elementos constitutivos do pedido de autorização, tendo em conta a necessidade de obtenção do parecer prévio do banco central ou da Comissão Bancária, consoante as circunstâncias descritas anteriormente. Em nossa opinião, trata-se de um prazo excessivamente longo, tendo em conta o perfil de riscos de IMF e a dimensão destas. Adicionalmente, esse tempo revela-se incompatível com os objetivos de promoção de atividades desta natureza para países com características de exclusão económica e financeira acentuada.

Paralelamente, os documentos constitutivos do dossier do pedido de autorização de exercício nos termos da Instrução n.º 005-06-2010 parecem-nos, do ponto de vista da realidade concreta desses países, inexigíveis em meios rurais<sup>39</sup>. Destacamos por exemplo a obrigatoriedade de apresentação de um plano trienal de negócios e de avaliação de meios materiais, humanos, financeiros e técnicos em conformidade dos objetivos e necessidades da instituição, além de outras exigências que requerem uma preparação técnica, especialmente ao nível de finanças e contabilidade. Estes factos, explicam, por si só, o elevado número de IMF que continuam a operar nos circuitos informais, à margem das regulamentações do sector e sem autorização das autoridades públicas<sup>40</sup>.

Outro problema que a regulamentação microfinanceira suscita, e que merece relevo, tem a ver com a aplicação de normas prudenciais por parte das entidades sujeitas. A nosso ver, a aplicação de tais normas apresenta-se difícil e custosa para este tipo de instituições. Tomamos, por exemplo, as normas de capitalização, de divisão de riscos, de constituição de reservas, etc. particularmente quando se trata de uma IMF localizada em zonas rurais e não habilitada a receber depósitos<sup>41</sup>. O seu cumprimento é para as IMF um fardo excessivamente pesado e que acaba por condicionar a continuidade destas e esvaziar a extrema utilidade das IMF no âmbito de inclusão económica, financeira, redução da pobreza e reforço de *empowerment* das populações.

39 Isso não implica, desde logo, a defesa da informalidade da prestação dos serviços microfinanceiros. Temos a consciência de que a ausência de autorização e consequente monitorização da instituição consubstancia um fator de risco elevado, particularmente para as instituições que recebem depósitos do público.

40 Aliás, constata-se da parte das autoridades públicas de supervisão um determinado sentido de tolerância e de laxismo, não querendo determinar o encerramento imediato de muitas IMF em funcionamento em zonas rurais sem autorização de exercício.

41 Já que tais medidas são aplicáveis indistintamente sem consideração do tipo ou natureza de instituição ou das suas operações.

Entendemos, por outro lado, que existem IMF cuja regulamentação prudencial se revela desnecessária. Pensa-se, por exemplo, naquelas constituídas localmente, de pequena dimensão e de interajuda (onde os seus membros se conhecem mutuamente), para conceder empréstimos aos seus membros. Além de pouca probabilidade de riscos, tais riscos a ocorrerem têm importância sistémica diminuta comparativamente com as instituições de crédito, as quais se sujeitam de forma indistinta às normas prudenciais supra referenciadas quando exercem atividades microfinanceiras.

Olhando para os rácios prudenciais apresentados no quadro anterior, conclui-se que elas podem gerar um efeito perverso: limitar a capacidade da IMF em conceder empréstimos, sobretudo para as instituições de microfinanças não habilitadas a recolher os fundos do público ou com pequenos depósitos/poupanças dos seus clientes. Isto é assim na medida em que uma boa parte das instituições mutualistas ou cooperativas recorrem normalmente a empréstimos bancários para financiar as suas operações. Em outras palavras, o financiamento de IMF passa fundamentalmente por duas vias: poupança de clientes e crédito bancário, sendo o acesso a esta última fonte de financiamento bastante limitado e custoso.

Por isso, uma norma prudencial relativa à limitação de concentração de empréstimos (*individual loans*/divisão de riscos) em 10% gera limitações ao nível de prestação adequada de serviços microfinanceiros a clientes.

Conforme já deixámos consignado, o supervisor é movido por razões de proteção da integridade financeira e proteção de depósitos do público que utiliza o sistema. Assim sendo, uma vez que uma instituição de microfinanças não recebe os fundos do público, na aceção tradicional, não vemos a necessidade da sua regulamentação prudencial<sup>42</sup>.

A legislação oeste africana de microfinanças apresenta igualmente vazios jurídicos no domínio de transferências de dinheiro pelas IMF e em termos de garantias exigíveis aquando da concessão do microcrédito. Ao mesmo tempo, as ordens jurídicas nacionais mantêm-se omissas.

A lei prevê a possibilidade de as IMF praticarem as operações de transferência de dinheiro<sup>43</sup>, como sucede em várias regiões do mundo. No entanto, a legislação geral aplicável sobre esta matéria não se adapta aos tipos

42 Parece-nos que a solução mais acertada, neste domínio, seria aquela que tende a garantir os mecanismos de aplicação de procedimentos judiciais especiais, céleres e acessíveis, para os casos que envolvem as operações de microfinanciamento, designadamente de poupança e crédito.

43 Vide os dispostos no anexo à Instrução do BCEAO n.º 018-12-2010 relativa à obrigação de apresentação de relatório anual e que deverão ser conjugados com o artigo 4.º da Lei Uniforme.

específicos de instituições como as de microfinança, estando muitas delas a efetuar operações de transferência à margem das regulamentações e com consequências ao nível da proteção dos clientes.

Perante as omissões que se registam no domínio de garantias, seguimos o entendimento que vai na linha da defesa de aplicabilidade das disposições do Ato Uniforme da OHADA<sup>44</sup> relativo à organização das garantias. Porém, não é esta a solução ideal face à realidade concreta das microfinanças. A solução defensável no âmbito de promoção deste sector, indispensável para a satisfação da procura dos agentes económicos que continuam a evoluir à margem do sistema financeiro tradicional, é, para nós, a adoção de um regime próprio de garantias que atende às especificidades de microfinanças.

Por outro lado, é necessário que a regulação microfinanceira acompanhe a evolução da realidade financeira para dotar as suas instituições da capacidade de colmatar as necessidades de financiamento. Por exemplo, no domínio de garantias, não se deve bastar-se com o sistema tradicional de microcrédito solidário<sup>45</sup>. As IMF podem recorrer a outros mecanismos de garantia adaptados e paralelos àqueles da OHADA, entre os quais a fiança, a domiciliação de salários ou outros rendimentos, direito de retenção, o penhor (de veículos automóveis, materiais profissionais ou de stock) e a hipoteca, mecanismos a que as instituições do sector ignoram ou raramente utilizam no mercado do microcrédito.

#### *(ii) A capacidade das autoridades para implementarem a lei*

Temos identificado algumas fontes de problemas relacionadas com a capacidade das autoridades para implementarem as disposições que adstringem as IMF na região oeste africana. Desde logo, a implementação do quadro jurídico adotado para o sector requer ainda muitos esforços adicionais. Nestes termos, a implementação de normas prudenciais em vigor requer recursos

---

44 Organização para a Harmonização do Direito de Negócios em África, uma organização intergovernamental, criada por um tratado assinado a 17 de outubro de 1993, em Port Louis (Ilhas Maurícias), revisto em 17 de Outubro de 2008 na cidade de Québec (Canadá). A organização visa a integração jurídica do direito de negócios dos Estados-Partes. Atualmente, a OHADA conta com 17 países membros, da região da África Ocidental e Central.

45 Onde o crédito é concedido a um grupo de pessoas ficando cada elemento do grupo solidariamente responsável pelo seu cumprimento. Tradicionalmente, os empréstimos microfinanceiros baseiam-se acen-tuadamente na confiança depositada nos seus beneficiários, no espírito da solidariedade do grupo e não em garantias reais.

humanos com um certo nível de competências técnicas e recursos materiais e financeiros adequados.

Isto é assim na medida em que as IMF dispõem de recursos humanos limitados, quantitativa e qualitativamente. Por consequência, não dominam o sistema de cálculo de rácios prudenciais e não dispõem de ferramentas apropriadas que lhes permitam produzi-los no tempo exigível do ponto de vista legal. As instituições prestadoras de serviços microfinanceiros devem apresentar periodicamente as demonstrações financeiras, ao mesmo tempo que a grande parte delas não dispõem de planos contabilísticos e nem sistemas de informação e de gestão eficazes que lhes possibilitem apresentar demonstrações financeiras fiáveis e atempadas.

De igual modo, o mesmo problema suscita-se no plano do supervisor que dispõe de escassos recursos materiais e humanos qualificados, capazes de lidar com as normas e ferramentas de gestão relativamente complexas impostas aos supervisionados.

Ademais, a eficácia de regulação e supervisão de microfinanças fica comprometida em virtude de desconhecimento dos textos normativos aplicáveis sobre o sector por parte de muitos agentes económicos do sector. Refira-se, por isso, que, por mais que o figurino jurídico legislativo seja adequado, por muito que atenda a realidade ou especificidades da indústria microfinanceira, colocar-se-á a questão da sua efetividade e eficácia.

Bem se vê que a ignorância dos textos normativos é, desde logo, o principal entrave para a locomoção do sistema, gerando o risco de oferta contínua dos serviços num ambiente de informalidade e à margem das regras e padrões de boas práticas que se requer<sup>46</sup>, particularmente para muitas instituições de microfinanças com um certo grau de importância económica e sistémica.

### *(iii) Os problemas organizacionais e custos de supervisão*

Refira-se finalmente, no que respeita aos problemas que possam comprometer a eficácia da ação supervisora sobre o sector de microfinança, um outro tipo de problemas ligados a questões organizacionais de supervisão. Frequentemente registam-se determinados disfuncionamentos resultantes de uma

---

46 Notadamente, muitas são instituições de microfinanças que desconhecem as operações ou serviços que lhes são típicas. Ou seja, por lei, uma Instituição de microfinanças só pode praticar as operações compreendidas no âmbito da categoria que lhe fora atribuída aquando da autorização, não podendo praticar as operações de outra categoria sem autorização prévia (artigo 6.º da Lei Uniforme). Sucede, porém, que, por ignorância, a regra supra referenciada corre o risco de ter uma pobre execução prática.

má articulação entre os órgãos responsáveis, quer pela supervisão, quer pela promoção do sector.

Tal como já se referiu anteriormente, no caso da Guiné-Bissau, prevê-se a existência de duas instituições paralelas ao nível do Ministério de Finanças para servir de suporte do Ministro das Finanças para o sector: uma estrutura de supervisão, de um lado, e outra de promoção, por outro<sup>47, 48</sup>. Em alguns países da sub-região, estas duas estruturas funcionam como Direções-Gerais; em outros, como células ministeriais de apoio ao ministro.

Notadamente inexistente definição clara de atribuições e de repartição de competências suscetíveis de evitar conflitos positivos e negativos de competências. Na prática, a distância estabelecida entre as duas funções administrativas é suscetível de gerar disfunções no plano interventivo, por falta de articulação.

Adicionalmente, a inércia legislativa ao nível interno conduz as duas instituições na execução de tarefas logicamente não compreendidas nas suas atribuições. Como exemplo, no caso guineense, a Direção Geral de Promoção de Microfinanças concede empréstimos aos particulares, gerando efeitos de concorrência com os operadores de microfinanças, os quais carecem de necessária promoção, incentivos e financiamento daquela.

A nosso ver, esta opção de financiamento de particulares pela estrutura ministerial de promoção de microfinança gera efeito perverso de eliminação dos operadores de microfinança de cuja promoção existe a referida entidade, além do risco político subjacente a intenção de financiamento dos particulares.

Assinale-se, paralelamente, casos de inoperância e laxismo de estruturas públicas com competências supervisoras e bem assim a ausência de uma visão e de orientação políticas claras para o sector, por falta de um plano estratégico operacional nacional de microfinanças que seja realístico, mesurável e perceptível por todos os operadores do sistema e que seja precedido de um diagnóstico global, interessado, suscetível de servir de suporte para decisões de

47 No entanto, não somos de entendimento que esta é a opção ideal. Em nossa opinião, acumular as funções de supervisão e de promoção na mesma entidade gera o risco de subestimação desta última. E, sendo o Ministério da Economia responsável pela gestão de políticas económicas do país e da sua gestão, parece-nos preferível adstringir a função promotora ao Ministro da Economia. Em alternativa, parece-nos possível avançar com a criação de uma instituição independente com vocação específica para a promoção do sector.

48 Cf. Para enquadramento histórico, Goujon, 2009: 6-7 acessível em <https://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-fr-etudes-de-cas-comparaison-supervision-afrique-ouest-et-centrale-02-2009.pdf>, na data de 19/07/2018 e Sow, 2011: 27.

política económico-financeira conscientes, esclarecidas, informadas e racionais ou proporcionais às reais necessidades de financiamento das populações e *start-ups*.

Por um lado, é manifesto o limitado envolvimento das autoridades nacionais na promoção do sector. Prova disso, os esforços de normalização desencadeados pelas autoridades comunitárias no domínio microfinanceiro não têm correspondência ao nível nacional, tendo resultado em várias lacunas que poderiam ter sido colmatadas e diligenciadas ao nível nacional<sup>49</sup>.

Do ponto de vista operacional, a supervisão incumbe a uma estrutura ministerial de seguimento cujas ações se encontram bastante limitadas em razão de insuficiência de meios postos à sua disposição. Como consequência, poucas missões de inspeção *sûr place*/verificação *on-site* são realizadas e raras são as missões de seguimento de ações corretivas (correção de anomalias detetadas durante as inspeções anteriores) em ordem a analisar a conformidade dos supervisionados. Outrossim, não existem ferramentas que possibilitem a realização regular de análise documental ou seguimento das operações de entidades sujeitas a partir de instalações do supervisor (*contrôle sûr pièces* ou controlo *off-site*).

Com efeito, muitos são os operadores de microfinanças autorizados que deixam de funcionar ou que funcionam sem a competente autorização e sem que estes factos sejam da ciência do supervisor<sup>50</sup>.

Outro constrangimento identificado no âmbito deste estudo é a opção de sujeitar as IMF à supervisão do Ministro de Finanças e autoridades comunitárias (banco central ou Comissão Bancária), nos casos referidos pelo artigo 44.º da Lei Uniforme.

A nosso ver, esta não é uma boa opção. As instituições de microfinanças são tendencialmente numerosas, dispersamente localizadas, de pequena dimensão em termos dos recursos que gerem e, muitas vezes, com escassas informações que possam ser obtidas *off-site*, pelo que se traduziria num custo

49 Veja-se, por exemplo, a medida de incentivos fiscais às IMF adotada pelas autoridades, nos termos da qual as instituições de microfinanças de tipo mutualista ou cooperativa de poupança e crédito ficam isentas de impostos e taxas relativas às operações de poupança e crédito (artigos 118.º e 119.º). Esta medida, transposta para ordenamentos jurídicos internos dos Estados-membros sob formas diversas, não tem o devido tratamento ao nível das administrações fiscais desses Estados.

50 Alguns são casos de cessação de atividades sem liquidação e consequente reembolso dos depositantes. No caso guineense, lembramos de algumas IMF nesta condição, designadamente, Misericórdia, AMID GB, Lassana Injai e COMDEV.

desproporcional e bastante significativo atribuir aos supervisores bancários esta tarefa.

Além disso, as autoridades supervisoras tradicionais do sistema financeiro não se mostram adaptadas às especificidades de funcionamento de instituições de microfinanças. Tal como refere CGAP (Consultative Group to Assist the Poor) os custos de supervisão têm a tendência de ser baixos quando se tratam de supervisão de sector financeiro tradicional. E geralmente são repercutidos sobre os bancos e seus clientes. Diferentemente, a supervisão de IMF tem risco de ser custosa. São pequenas instituições, com ativos limitados, mas numerosas, descentralizadas e com múltiplas contas<sup>51, 52</sup>.

Do que fica aqui exposto e considerando a ideia da localidade que preside os agentes do sector microfinanceiro, parece-nos preferível:

- a) Sujeitar os operadores em microfinanças a um supervisor eminentemente nacional, mais do que comunitário;
- b) A harmonização jurídica do que a uniformização. Dito doutro modo, advogamos a intervenção subsidiária das autoridades comunitárias nesta matéria, através de programas de apoio e assistência e bem assim a intervenção jurídica por via de adoção de diretivas, deixando margem para as autoridades nacionais adotarem mecanismos adaptados às especificidades de microfinança local<sup>53</sup>;
- c) Categorização de IMF em 3 categorias<sup>54</sup>: *categoria 1* – IMF que só recebem depósitos dos seus membros, sendo os mesmos aplicados em proveito exclusivo destes, através de empréstimos. Estão em causa instituições de tipo associativo, mutualista ou cooperativa de poupança e

51 CGAP, “La Course à la Réglementation: Établissement de cadre juridique pour la microfinance”, Etude Spéciale, n.º 4, maio 2000, p. 7. Sobre este assunto, *vide* igualmente, Berenbach & Churchill, 1997: 105, Semenate, 2012: 21 e Bounbou-Bazika & Mfere, 2016: 84.

52 Também o problema pode ser analisado do ponto de vista do supervisionado que lida com um supervisor inadaptado à estrutura, metodologia e ambiente específico de funcionamento do sector, além de custos ligados ao cumprimento de regras de natureza prudencial (sobretudo as ligadas à informação financeira) claramente desproporcionais às especificidades de IMF.

53 Para reforçar esta nossa linha de entendimento, assinalamos que, por regra, as operações de IMF circunscrevem-se ao nível nacional do Estado-membro de implantação do operador, salvo os casos excepcionais previstos na lei (artigo 5.º da Lei Uniforme). Isto facilitaria sobremaneira o supervisor nacional em virtude da sua estreita proximidade com os agentes do sector.

54 Como o faz os países da África Central ao nível de CEMAC (Comunidade Económica e Monetária dos Estados da África Central). Apesar de seguirmos a metodologia de categorização de IMF desenvolvida por estes países, não partilhamos o modelo regulatório centralizado vigente nestes países conforme análise que tivemos feito no domínio de direito comparado.



crédito; *categoria 2* – IMF que recebem depósitos e concedem empréstimos a terceiros/público. Estão em causa operadores de microfinanças constituídos sob forma de sociedades comerciais/estabelecimentos de crédito; *categoria 3* – IMF que concedem empréstimo sem serem habilitados a receber depósitos. Estão em causa operadores de microfinanças constituídos sob forma de ONGs, projetos com dimensão de microfinanças, fundações e outras instituições do chamado terceiro sector.

- d) A participação (e responsabilização) da associação profissional de microfinanças na ação supervisora *on-site* e *off-site* a desencadear sobre os seus membros, bem como nos programas ou projetos orientados para a promoção do sector<sup>55</sup>.

#### 2.2.4. *A supervisão comportamental de instituições de microfinanças*

Por fim, um dos aspetos notadamente subestimados na prática de regulação e supervisão microfinanceira é a vertente comportamental. Com efeito, o objetivo de assegurar a estabilidade do sistema microfinanceiro e da proteção dos seus clientes não se esgota no cumprimento de normas de solvência e liquidez das IMF. Julgamos que, considerando o elevado nível de iliteracia e exclusão financeira das populações, as questões comportamentais reclamam um tratamento privilegiado.

Referimos as regras de conduta que as IMF devem respeitar na relação entre estas e seus clientes. Em suma, as instituições supervisionadas devem, perante seus clientes, observar os princípios de transparência, diligência, respeito, honestidade e integridade. Assim, por exemplo, quanto a deveres de informação, uma IMF que não informa com clareza e de forma completa um seu cliente sobre as condições das suas operações ou sobre os custos e encargos de um determinado serviço que presta, incumpe evidentemente as regras de conduta e que deve merecer a atenção do supervisor<sup>56</sup>.

55 Uma das vantagens que a organização do sector apresenta na região oeste africana é a existência de Associações Profissionais dos Sistemas Financeiros Descentralizados (APSF), uma em cada Estado-membro, sendo de adesão obrigatória por parte de IMF logo após a autorização de exercício. Neste sentido, uma associação profissional de microfinanças que se mostre adequada para o seguimento dos seus membros, divulgação de boas práticas em matéria de microfinanças, formação, orientação e sensibilização dos seus agentes e bem assim prestação da assistência devida, à semelhança do que sucede com o *Micro Finance Regulatory Council* na África do Sul.

56 Neste sentido, parece-nos igualmente de extrema importância a constituição de mecanismos ou canais que reúnam informações financeiras básicas para os consumidores, assim como as ferramentas tendentes à receção de denúncias ou queixas dos consumidores.

Isto é assim na medida em que a violação destas regras pode conduzir a IMF a uma situação de dificuldades financeiras geradas, não pelo incumprimento de rácios prudenciais, mas pelas decisões inconscientes e não esclarecidas de seus próprios clientes aquando da escolha dos produtos microfinanceiros a que aderem. Na linha deste raciocínio, as IMF devem igualmente sujeitar-se a uma supervisão tendente a assegurar o cumprimento de regras de conduta relativas a assistência, informação, transparência e proteção aquando do fornecimento de produtos e serviços microfinanceiros, tanto na fase contratual como na fase da prestação. Este tipo de regras está pouco trabalhado entre nós.

### 3. REFLEXÕES CONCLUSIVAS

Do que acima se expôs, consideramos poder, desde logo, concluir que, embora seja uma ferramenta de significativa utilidade em face da realidade socioeconómica oeste africana, os Estados-membros da UEMOA revelam uma atitude pouco recetiva às microfinanças e que acaba por se refletir no desempenho dos próprios operadores de microfinanças.

O modelo da supervisão microfinanceira oeste africana, na forma em que é concebida, consubstancia um avanço significativo para a profissionalização e integração de múltiplas formas de financiamento no sector financeiro formal, mas é revestido de uma execução pobre.

Com efeito, o sistema supervisor é acompanhado de inúmeros sinais de ineficiência, tanto do ponto de vista organizacional e de exigências regulatórias, como do ponto de vista da capacidade dos reguladores aplicarem o quadro jurídico regulatório adotado para o sector. Além disso, a implementação de normas prudenciais em vigor requer recursos humanos com um certo nível de competências técnicas, recursos materiais e financeiros adequados. As IMF não dispõem de recursos humanos adaptados às exigências regulatórias e capazes de lidar com as normas de gestão.

À luz de tudo o que fica exposto acima, e sobretudo no que concerne às exigências regulamentares (em muitos casos inexigíveis em meios rurais), nos termos em que deixamos consignado acima, associadas aos custos de seu cumprimento por parte das IMF, temos um sistema de regulação mais próximo do de finanças tradicionais e, portanto em alguns casos, excessivo.

Enquanto isso, o próprio regulador (estrutura de segmento do Ministério das Finanças) tem significativas insuficiências de recursos humanos, técnicos

e financeiros, o que acaba por se refletir na qualidade das suas inspeções periódicas.

Tratando-se a supervisão de um trabalho de especialistas para especialistas, ela fica, naturalmente limitada e inadequada para os objetivos subjacentes à sua criação quando não seja acompanhado de recursos técnico-financeiros e executada por pessoas de certa qualidade técnico-profissional, capazes de assumir plenamente as respetivas responsabilidades e de acompanhar a evolução dos mercados.

Desde logo, assinala-se a presença de muitos operadores de microfinanças autorizados que deixam de funcionar ou que funcionam sem a devida autorização e sem que o supervisor esteja cientificado.

Por outro lado, conclui-se que existem categorias de instituições de microfinanças cuja regulamentação prudencial se mostra desnecessária por serem localizadas, de pequenas dimensões, onde os membros se conhecem mutuamente e, por isso, não revestidas da importância sistémica que justifique tal tipo de intervenção pública. Paralelamente, IMF são pequenas entidades, com ativos limitados, mas numerosas, descentralizadas geograficamente e com múltiplas contas, pelo que a atribuição da responsabilidade supervisora às autoridades comunitárias revela-se bastante onerosa e pesada, tanto do ponto de vista do regulador, como do ponto de vista do supervisionado que terá de lidar com um supervisor inadaptado às especificidades próprias da realidade microfinanceira.

À luz do que precede, advogamos (I) uma abordagem supervisora eminentemente mais nacional do que comunitária; (II) a segmentação do mercado microfinanceiro para efeitos de supervisão, devendo esta contar com a participação da associação profissional de microfinança.

## BIBLIOGRAFIA

ALVES, Manuel Brandão

2008 “Com o microcrédito, devolver mais dignidade as pessoas” in *Revista Migrações – número temático empreendedorismo imigrante*, Catarina Reis Oliveira e Jan Rath (org.), n.º 3, Lisboa, ACIDI.

ASSANI, Omar

2013 “*Articulations banques/institutions de microfinance: Quel apport pour l’intermédiation financière?*”, disponível em

<https://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-fr-etudes-de-cas-articulations-banque-microfinance-afrique-07-2013.pdf> na data de 10/07/2018.

AYUK, Elias T. & KOBOU, Georges

2016 “Les perspectives de la réglementation et supervision des institutions de microfinance en Afrique Centrale”, in Elias T. Ayuk e Georges Kobou (Coord.), *Réglementation et supervision des institutions de microfinance en Afrique Centrale*, Centre de Recherche pour le Développement International, Canada.

BCEAO – Banque Centrale des États de l’Afrique de l’Ouest

2006 “Revue de la Stabilité Financière dans l’Union Economique et Monétaire Ouest Africaine” n.º 1.

BERENBACH, Shari & CHURCHILL, Craig

1997 “Reglementation et Supervision des Institutions de Microfinance: Expérience en Amérique Latine, en Asie et en Afrique”, *Le Réseau Microfinance Document*, n.º 1.

BOUNGOU-BAZICA, Jean-Christophe & MFERE, Wolf Ulrich Akiana

2016 “La réglementation et la supervision des institutions de microfinance au Congo”, in Elias T. Ayuk e Georges Kobou (Coord.), *Réglementation et supervision des institutions de microfinance en Afrique Centrale*, Centre de Recherche pour le Développement International, Canada.

COMISSÃO EUROPEIA

2006 *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover a mais valia europeia*, COM (2006) 349, de 29.06.2006.

2007 *Uma iniciativa europeia para o desenvolvimento do microcrédito em prol do crescimento e do emprego*, COM (2007) 708 final, de 13.11.2007.

CONSULTATIVE GROUP TO ASSIST THE POOR

2000 “La Course à la Réglementation: Établissement de cadre juridique pour la microfinance”, in *Etude Spéciale*, n.º 4.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes

2014 “Organização e supervisão dos mercados financeiros”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI (2014), número 3/4, Coimbra: Almedina.

CORDEIRO, António Menezes

2016 *Manual de Direito Bancário*, 6.ª Edição, Coimbra: Almedina.

CORREIA, Rute Inês Martins

2010 *O Cumprimento dos Contratos de Microcrédito em Portugal (1999-2009)*, ISEG (policopiado).

DIVUTEC – Associação Guineense de Estudos e Divulgação de Tecnologias Apropriadas

2010 *Manual Introdutório para Técnicos e Animadores de Microcrédito: Projeto o Microcrédito como forma de luta contra a pobreza – Reforço e capitalização de boas práticas*, Litogaia – Artes Gráficas, Lda.

EVERS, J.; LAHN, S. & JUNG, M.

2007 “Status of Microfinance in Western Europe – an Academic Review”, EMN Issue Paper, Paris: EMN.

FERNANDES, Luís Pedro

2015 “Dos Sistemas de Microcrédito na Lusofonia: Problemas e Soluções”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, n.º 20-21, ano V-VI, outubro 2014/ março 2015.

FERREIRA, Eduardo Paz

2001 *Direito da Economia*, Lisboa: AAFDL.

FONDA-OWOUNDI, Jean-Pierre

2016 “La réglementation et supervision de la microfinance au Cameroun” in Elias T. Ayuk e Georges Kobou (Coord.), *Réglementation et supervision des institutions de microfinance en Afrique Centrale*, Centre de Recherche pour le Développement International, Canada.

FORSTER, Sarah e outros

2003 *The State of Microfinance in Central and Eastern Europe and the New Independent States*, Washington DC.

GUEMDJÉ, Liliane

2016 “La réglementation et supervision des institutions de microfinance au Tchad”, in Elias T. Ayuk e Georges Kobou (Coord.), *Réglementation et supervision des institutions de microfinance en Afrique Centrale*, Centre de Recherche pour le Développement International, Canada.

HAUDEVILLE, B.

1990 “Epargne informelle et financement de l’entreprise productive”, in John Libbey Eurotext *l’Entrepreneuriat en Afrique Francophone: Culture, Financement et Développement*, Paris.

LELART M.

1990 “Les circuits parallèles de financement – état de la question”, in John Libbey Eurotext *l’Entrepreneuriat en Afrique Francophone: Culture, Financement et Développement*, Paris.

MALAQUIAS, Pedro Ferreira e outros

2009 “Modelos de Regulação (ou Supervisão) do Setor Financeiro”, in *Atualidade Jurídica Uría Menéndez*, n.º 22.

MATIAS, Armindo Saraiva

- 2011 “Regulação Bancária: Conceito e Tipologia”, in José Lebre de Freitas *et al* (org.), *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Volume I, Coimbra: Almedina.

MATOS, Pedro Veigas; SILVA, Berta & CORREIA, Rute

- 2010 “O Microcrédito como instrumento de inclusão social”, in António Romão, Joaquim Ramos Silva e Manuel Ennes Ferreira (org.), *Homenagem ao Professor Doutor Adelino Torres*, Coimbra: Almedina.

MEAGHER, Patrick

- 2005 “*Microfinance Regulation and Supervision in South Africa*”, The Iris Center, Essays on Regulation and Supervision, n.º 6, disponível em <https://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-en-paper-microfinance-regulation-and-supervision-in-south-africa-2005.pdf>, consultado em 29/06/2018.

MORAIS, Luis Silva

- 2016 “*Modelos de Supervisão Financeira em Portugal e no Contexto da União Europeia*”, Banco de Portugal, disponível em <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudomodelosupervisao2016.pdf>, consultado em 27/02/2018.

OUÉDRAOGO, Alpha & Gentil, Dominique

- 2008 *La Microfinance en Afrique de l'Ouest: Histoires et Innovations*, CIF et Éditions Karthala, Ougadougou.

PSICO, José A. Tomo

- 2010 *Microfinanças – Solução para o combate à Pobreza*, Escolar Editora.

QUINTÃO, Carlota

- 2004 “*Terceiro Setor: Elementos para referência teórica e conceptual*”. Sociedades Contemporâneas: Reflexividade e Ação; Atelier: Mercados, Emprego e Trabalho. V Congresso Português de Sociologia, disponível em <http://www.bocc.ubi.pt/pag/m-comunicacao-estrat-2013-marco-campos.pdf>, consultado em maio de 2018.

SANCHES, Saldanha

- 2000 “Regulação: História Breve de um Conceito”, in *Separata da Revista da Ordem dos Advogados*, ano 60, I, Lisboa.

SANTOS, F.

- 2006 “*Microcrédito: Passado e Futuro – Certezas e Desafios. Conferência Internacional do Microcrédito*”, Forum Tecnológico, Lisboa.

SARAIVA, Rute

2018 *Direito dos Mercados Financeiro*, 2.<sup>a</sup> Edição, 1.<sup>a</sup> reimpressão, AAFDL, Lisboa.

SEMENATE, Wilqueia

2012 *Supervision des SFD, Fondements Juridiques et Limites: Cas de la Guinée-Bissau*, Maester Africain en microfinance, Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG), texto policopiado, Dakar.

SOEDJEDE, D.

1990 "Politique de financement de l'entrepreneuriat au Togo", in John Libbey Eurotext, *l'Entrepreneuriat en Afrique Francophone: Culture, Financement et Développement*, Pans.

SOULAMA, Souleymane

2010 "La microfinance et l'Offre des Services Financiers aux Micro, Petites et Moyennes Entreprises en Afrique de l'Ouest", in *Les évolutions de la Microfinance*, TFD.

Sow, Oda Marième

2011 *Analyse du Dispositif de Contrôle et Supervision des SFD par les Autorités de Tutelles: BCEAO et le Ministère des Finances – Direction de la Réglementation et de Supervision (DRS/SFD)*, Dissertação de mestrado em Auditoria e Controlo de Gestão, Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG), Dakar.

STASCHEN, Stefan

1997 "Regulation and Supervision of Microfinance Institutions: State of Knowledge", Deutsche Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit (GTZ) GmbH, Eschborn.

1999 "Regulation and Supervision of Microfinance Institutions: State of Knowledge", Eschborn.

SUMBA, Armando

2011 *A Supervisão Prudencial Bancária na União Monetária Oeste Africana – UMOA*, dissertação de mestrado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (texto policopiado), Lisboa.

THIAW, Papa Abdoulaye Latyr

2014 *Analyse du Processus de Supervision des Systèmes Financiers Déscentralisés (SFD): Cas de la BCEAO*, Dissertação de mestrado em Contabilidade e Gestão Financeira, Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG), texto policopiado, Dakar.

WEBSTER, Leila & Fidler, Peter

1996        “The Informal Sector and Microfinance Institutions in West Africa”, The  
World Bank, Washington, DC.



C&R

BREVES



## OPPORTUNITIES AND CHALLENGES

*João Torres\**

Dear President of the Board of the Competition Authority, Madam Margarida Matos Rosa;

Distinguished guests;

Ladies and gentlemen;

It is with great honour that I deliver the closing speech of this year's "W@CompetitionIberia" conference. I would like to thank the team that coordinates this project for the opportunity to address a topic that is of the greatest relevance to our collective future.

Let me likewise greet all those who participated in the different debates during the day, that, through their contribution in the field of competition, strengthen the dynamics that give vitality to our economy and make the relations between the different economic agents fairer.

I would also like to address a special greeting to all those present who, because of their interest and work in this topic, contribute to make our economy more modern, more dynamic and stronger.

Throughout this conference, the digital economy was addressed several times. The digital economy represents an immensity of opportunities for the construction of our common destiny. An immensity of opportunities in economic terms, but also in other aspects of our communitarian existence.

The digital economy fosters innovation and stimulates the creation and development of different goods and services. It thus instigates investment

---

\* Secretário de Estado do Comércio, Serviços e Defesa do Consumidor do XXII Governo Constitucional. Discurso proferido na Conferência "W@CompetitionIberia" (Lisboa, 8 de maio de 2019). **Key-Words:** *Economic Development, Growth, Innovation, Globalization, Digital Economy.*

and widens the productivity frontier, creating the necessary conditions for economic growth. Consumers also benefit from the digital economy as they enjoy a broader range of choices as well as convenience-based solutions.

However, to point just economic benefits is simplistic. The digital economy and the use of technology contribute to the improvement of people's lives and their well-being in extremely short time intervals. It is either because they facilitate access to public services or because they promote greater civic involvement.

The great challenge that we, agents of public service, must address, is the ability to shape digital transformation so that it benefits society. Digital transformation is disruptive and we must assure that in this disruptiveness we leave no one behind.

The ongoing technological revolution needs to be followed by the transformation of public and private institutions. It is a responsibility of the XXI Constitutional Government to develop an integrated and coherent political response, transversal to the different domains of action.

For such an answer, it is necessary to understand the different dimensions of the digital economy, from the "5G networks", to which we pay close attention, to the Internet of Things. Also, not forgetting the solutions that are based on artificial intelligence, the "Blockchain" technology or the challenges that emerge from Big Data.

Access by companies to information about their current or potential customers translates into productivity gains. Studies point to a 5 to 10% increase in productivity, which will mean that, in 2020, the European Union's economy will grow 1.9% due to just this single factor.

The benefits of Big Data extend equally to consumers, who can benefit from reduced pricing, product and service customization, targeted recommendations or real-time delivery.

However, if the benefits of data gathering are immense, for both businesses and consumers, it is important not to overlook the challenges that come ahead, where privacy is a major one. But besides that, there are also other issues that can come from concentrating information on a limited set of economic agents.

Information is power. And companies with a significant amount of information, once they have a high market power, can set higher prices, lower their production levels, as well as reduce the quality from the products and services they offer.

Privacy challenges are a top concern. In the theoretical field of economics, the emergence of a new domain, “The Economics of Privacy”, is debated. On the other hand, the impact of Big Data on privacy can be analysed according to four distinct branches of Law. Data Protection Law, Media Law, Competition Law and Consumer Law, which is of concern to me.

The close relationship between Competition Law and Consumer Law is mirrored in cases that have recently occurred in other European countries, where the Competition Authority has sanctioned companies for the improper sharing of data. Article 102 of the Treaty on the Functioning of the European Union also provides for the possibility of using consumer protection instruments in cases which concern competition matters.

The digital economy represents a tremendous opportunity for Portugal, being at the same time a cause of the future and a reality of the present. It is therefore vital that we take full advantage of its potential, ensuring the right balance between the needs of the different economic agents. We are all called to fulfil this purpose. We have to be all aboard to answer the history call.

Thank you very much. It was a huge pleasure.



## SOME THOUGHTS ABOUT FUNDAMENTAL RIGHTS AND THE ECN+ DIRECTIVE\*

*Irene Moreno-Tapia, Victoria Rivas\*\**

### INTRODUCTION

At the end of 2018, Directive (EU) 2019/1 was adopted to empower the competition authorities of the Member States to be more effective enforcers and hence to ensure the proper functioning of the internal market. The so-called ECN+ Directive seeks to reinforce the European Competition Network (ECN), harmonizing powers of investigation and competition enforcement tools in favour of the National Competition Authorities when applying EU antitrust rules. The Directive must be implemented in the national legal orders by 4 February 2021.

According to Recital 14 of the Directive, “the exercise of these powers should be subject to appropriate safeguards which at least comply with the general principles of Union law and the Charter of Fundamental Rights of the European Union (the Charter), in accordance with the case-law of the Court of Justice of the European Union”. This imposes significant limits to the powers established in the ECN+ Directive.

### EMPOWERMENT OF NCAS (*PRIORITIZATION*)

According to Recital 23 and Article 5 of the ECN+ Directive, National Competition Authorities are allowed to prioritize the handling of the complaints in the framework of the application of Articles 101 and 102 of the Treaty on

---

\* **Key-Words:** ECN+ Directive, National Competition Authorities, due process, rights of defence, fundamental rights.

\*\* Counsel and Associate in Cuatrecasas lawfirm. This article contains the personal opinion of the authors.

the Functioning of the European Union (TFEU). Accordingly, they can reject complaints merely on the grounds that they concern issues or sector which are not a priority for the relevant National Competition Authority, with the only exception of “complaints lodged by public authorities which share competence with a national administrative competition authority for enforcing Articles 101 and 102 of the TFEU and national competition law, where applicable”.

This empowerment may result in discrimination as complaints may be accepted or not depending on opportunity criteria, and in legal uncertainty as investigations will merely depend on the priorities that the relevant National Competition Authority will set from time to time. On the other hand, this may clash with obligations under national antitrust law (applicable to purely national cases), according to which the relevant National Competition Authority may be obliged to investigate all complaints (for instance, it is not fully clear if in Spain the administration can freely decide when to use or not to use sanctioning powers). Finally, this power may increase the costs of medium and small companies.

Although the frequent lack of resources of the National Competition Authorities may explain this power (see Recital 24 of the ECN+s Directive), it may, however, provide a significantly wide margin of discretion that may turn into arbitrariness. As a result, such power may be considered to violate Article 41 of the Charter which enshrines the right to good administration in the sense that investigations shall be handled impartially, fairly and within a reasonable time. Sufficient and effective measures should be adopted to guarantee the respect of this principle.

## INSPECTIONS

ECN+ Directive obliges Member States to modify their legislations in order to ensure that National Competition Authorities are able to conduct all unannounced inspections deemed necessary for the application of Articles 101 and 102 of the TFEU. Among the powers of inspections granted in Article 6 of the ECN+ Directive to officials, National Competition Authorities can search for any documents, files or data, in all formats and regardless of whether they have been deleted. In light of this broad power, the rights of defence of the affected companies must be respected at all times. In particular, National Competition Authorities must be in a position to show that there are reasonable grounds for suspecting an infringement of Article 101 or 102 of the TFEU.



Furthermore, the inspection can take place at the premises of the companies, those of the relevant National Competition Authority or any other designated premises. Indeed, Article 6.1.c) of the ECN+ Directive indicates that the National Competition Authorities are allowed to continue searching and selecting documents at their own premises or any other, which implies seizing information that cannot be reviewed at the premises of the investigated companies and therefore is taken out of their control. Recital 33 indicates that this power aims at minimizing the unnecessary prolongation of inspections; however, this objective could eventually render the protection of the rights of defence a very complex and expensive task, in particular where the companies' premises are located far from those of the relevant National Competition Authority. On that basis, in our opinion, the possibility to continue the assessment of information at the premises of the National Competition Authority should be an exceptional rule.

#### **ACCESS TO INFORMATION BY NATIONAL COMPETITION AUTHORITIES**

Article 8 of the ECN+ Directive allows National Competition Authorities to require undertakings and any other natural or legal person all necessary information for the enforcement of Articles 101 or 102 of the TFEU, including emails and instant messaging system messages, irrespective of where it is stored, provided that it is accessible to the undertaking.

In the exercise of this power (Article 8 of the ECN+ Directive), National Competition Authorities must guarantee the protection of the undertakings' right against self-incrimination (Article 47 of the Charter) because the burden to prove any infringement lies with the relevant National Competition Authority. They must also respect the principle of proportionality (Article 49 of the Charter), which prevents National Competition Authorities from going beyond the subject matter of the investigation. Furthermore, the information provided by a natural person cannot be used as evidence to impose sanctions on that natural person or her or his close relatives (Article 31 of the ECN+ Directive).

National Competition Authorities shall ensure that the confidentiality of the information acquired from the undertakings on the basis of the ECN+ Directive (through inspections, requests of information, etc.) is protected. One may wonder how this principle can be balanced with the necessary publicity of the decisions of the National Competition Authorities, which

frequently describe the pieces of evidence in full detail, sometimes even including photographs of them.

Finally, nothing is said about the right of third parties to protect their private communications (Article 7 of the Charter), which may be included as pieces of evidence in a file.

## **SANCTIONS**

Chapter V of the ECN+ Directive obliges Member States to ensure that National Competition Authorities can impose effective, proportionate and dissuasive fines on undertakings in case of infringement of Article 101 or 102 of the TFEU.

As a limit to this power, it is established that the fines can only be imposed where the infringement has been committed intentionally or negligently (principle of culpability). Recital 42 refers to a very relevant limitation on this front: although the ECN+ Directive is without prejudice to national laws under which the finding of an infringement is based on the criterion of objective liability, this can only be accepted to the extent that it is compatible with the case-law of the Court of Justice of the European Union (for instance, rebuttable presumptions).

On the other hand, Member States shall ensure that National Competition Authorities consider gravity and duration of the infringements when calculating the fines. Likewise, the maximum amount of the fines cannot be less than 10% of the total worldwide turnover of the undertaking. These powers are ultimately subject to the principle of proportionality (Article 49.3 of the Charter), which raises at least the question of whether different limits can be imposed in relation to infringements of different nature (i.e., horizontal/vertical agreements, abuses of a dominant position).

## **CONCLUSION**

The ECN+ Directive harmonizes some procedural and substantial aspects of the enforcement of Articles 101 and 102 of the TFEU, in particular the investigative and sanctioning powers of the National Competition Authorities.

In the application of a system that may lead to very serious consequences for undertakings and associations of undertakings, the fundamental rights – as established by the Charter of Fundamental Rights of the European Union

and the case-law of the European Court of Justice – are of the utmost relevance. Some of them, such as the right to be heard (Article 3.2 of the ECN+ Directive), are already well established in the majority of Member States. Others are explicitly stated in the ECN+ Directive. However, in relation to particular issues, the ECN+ Directive may to a certain extent be questionable. The power of the National Competition Authorities to reject complaints on the mere grounds that they do not comply with their priorities or the possibility to continue inspecting and selecting data at their own premises are very good examples.



# OTIS: ANOTHER BRICK IN THE WALL OF EU COMPETITION LAW'S PRIVATE ENFORCEMENT\*

*Guilherme Oliveira e Costa\*\**

## 1. INTRODUCTION

Almost in the end of 2019 the European Court of Justice (ECJ) decided *Otis*<sup>1</sup>, which, alongside *Skanska*<sup>2</sup> and *Cogeco*<sup>3</sup>, represents another great judgment regarding private enforcement of EU competition law during that year. In this case the ECJ recognizes that the Province of Upper Austria may be entitled to damages despite not having a vertical or horizontal connection with the market affected by the escalators and lifts' cartel. One can increasingly argue that a second stage of EU private enforcement is blooming before our eyes.

In *Otis*, the ECJ, agreeing with AG Kokott's Opinion<sup>4</sup> (which, as usual, is mandatory reading for a holistic perception of what is at stake) issued a very important decision that not only reinforced private enforcement, but also protected the effectiveness of articles 101 and 102 TFEU. Among the EU institutions, the ECJ is, by far, private enforcement's greatest supporter and through the preliminary ruling mechanism, the ECJ is given the opportunity

---

\* **Key-words:** private enforcement; damages; Damages Directive; ECJ; causal link. JEL Classification Code: K210 Antitrust Law.

\*\* Trainee Lawyer at Sérvulo & Associados. Master in International and European Law (Nova Law School). The author would like to thank its colleagues at Sérvulo & Associados – Miguel Gorjão-Henriques (PhD), Alberto Saavedra and Francisco Marques de Azevedo – for their comments for the present paper. All the opinions are strictly personal.

1 Case C-435/18 *Otis* EU:C:2019:1069.

2 Case C-724/17 *Skanska* EU:C:2019:204.

3 Case C-637/17 *Cogeco* EU:C:2019:263.

4 Opinion of AG Kokott in Case C-435/18 *Otis* EU:C:2019:651.

to protect, develop and foster this type of competition law enforcement. Moreover, one point that *Otis* left clear and deserves a special highlight is the constant, yet partial, Europeanization of the applicable law that ECJ has been doing in this context.

## 2. THE *OTIS* JUDGMENT

In 2007 the European Commission applied fines to several undertakings in the market for the installation and maintenance of escalators and lifts in Belgium, Germany, Luxembourg and the Netherlands. It was the kick-off of escalators and lifts' cartel series which, even today, still has multiple implications. In 2008, many of those undertakings were also fined in Austria by a similar cartel in its national market. Based on that, several entities – including the Province of Upper Austria, a public entity which granted legally-mandated promotional loans for the financing of building projects, allowing the beneficiary of those loans to obtain funding at better conditions than market rate – lodged follow-on claims in order to be compensated for the loss caused to them by the cartel. The Province of Upper Austria claimed that the costs connected with the installation of lifts, included in the overall building costs paid by those beneficiaries, were increased as a result of the cartel. This resulted in that entity being obliged to grant loans in higher amounts. If the cartel at issue had not existed, the Province of Upper Austria would have granted smaller loans and it could have invested the difference at the average interest rate of federal loans.

The kind of the damages claimed, in addition to the fact that the claimant at hand was not active either on the relevant market or on any upstream or downstream market, led to dissenting opinions in the Austrian national courts (paras. 11-18) and, consequently, the Austrian Supreme Court asked the ECJ whether, under article 101 TFEU, a legal person like the Province of Upper Austria – with both its specificities and (un)ties with the affected market by the cartel – could seek damages from the cartel members (paras. 19-20).

Shortly, the ECJ reasoned that as long as there is a causal link between the damage and the infringement of article 101 TFEU a compensation could be sought, independently of the market on which the injured person is active.

What could be seen as surprise, is actually not. One should recall that the ECJ ruled in *Manfredi*<sup>5</sup> and in subsequent case-law that “*any individual can claim compensation for the harm suffered where there is a causal relationship between the harm and an agreement or practice prohibited under Article [101 TFEU]*”. This means that, even before it was issued, *Otis* was already among us (in the shadow of the ECJ’s case-law interpretation), meaning that with the ECJ declaring it the path is much clearer. It is now undisputed that the critical criteria to declare if someone is entitled to compensation is the existence of a causal link between the harm and the violation of articles 101 or 102 TFEU.

### 3. DESCENDING INTO OTIS

At first sight, the judgment could lead to the idea that *Otis*’ main implication is related to the right to damages, in general and, in particular, to the right to compensation for indirect damage suffered in upstream or downstream markets. Certainly, it is important at such level, especially because it extends *Kone*’s case-law<sup>6</sup>, continuing to widen the scope of the right to damages based on infringements of Articles 101 and 102 TFEU, as well as fostering their – and private enforcement’s – deterrent effect. However, this is only *Otis* by the door; there is much more in its lift shaft, particularly for the private enforcement system as a whole.

First of all, the right to a compensation based on article 101 (and 102) TFEU springs from EU law, while the detailed rules governing the exercise of that right are a matter of national law, which must guarantee the effectiveness of said right. Although its importance, this is a mere reaffirmation of the settled *Courage* case law<sup>7</sup>.

However, what constitutes a novelty is, just like in *Skanska*, the ECJ’s clarification of something which is a requisite for the existence of the right to damages, instead of a detailed rule governing the exercise of that right. As highlighted by AG Kokott, in this case the cornerstone was who has legitimacy (*i.e* who has a causal link) to claim compensation and for which damages (para. 60). These are requisites of the right to damages, since its very existence depends on the verification of such conditions. On the contrary,

5 Joined Cases C-295/04 to C-298/04 *Manfredi* EU:C:2006:461.

6 Case C-557/12 *Kone* EU:C:2014:1317.

7 Case C-453/99, *Courage* EU:C:2001:465.

detailed rules are those which are important to a right to damages' materialization, but not to assess its existence, meaning that they are not concerned with the right's existence *per se*, but, instead, with its concretization in a determined case. In this regard, it is also worth noting the examples given by AG Kokott of what should be considered detailed rules governing the existence of the causal link (paras. 57-59).

It follows that it is already becoming settled in EU case-law that the "who", "what" and "why" of the right to damages arising from articles 101 and 102 TFEU is determined by EU – rather than national – law. National law determines the "how", considering the principle of procedural autonomy, within the limits of equivalence and effectiveness. This definitely contributes to an increasingly Europeanization of the law that is applicable to right to damages, which, by its turn, could lead to a more uniform and efficient private enforcement throughout the EU.

Furthermore, since the right to damages is determined by EU Law according to its own logic, not all the requisites found in the tort laws of some Member States will be applicable. In this case, the Court specifically ruled out the need for the damage to fall within the scope of protection of article 101 TFEU (para. 31). EU Law is concerned simply with identifying enough causality between the damage and the anticompetitive practice.

Additionally, the ECJ stated that the burden of proof of causality lies on the injured party, which must demonstrate before the national court that the damage was indeed caused by the anticompetitive practice. This could be the case if the claimant had the possibility of making more profitable investments with the capital which was unavailable to him as a result of the infringement (para. 33). *Otis* also provides a clue for quantification: the damage will consist in the remuneration of the capital which could have been obtained, had it been free to be invested otherwise. This is in line with the right to full compensation, laid down in article 3 of the Damages Directive.<sup>8</sup>

Notwithstanding the important conclusions that can be drawn from *Otis*, the brevity and content of the judgment, especially when compared to AG Kokott's Opinion, leaves a little tone of disappointment in the air because the ECJ showed a tendency for vagueness where it could have gone further, without overstepping the limits of the referral procedure. It is true that

---

<sup>8</sup> Directive 2014/104/EU of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on certain rules governing actions for damages under national law for infringements of the competition law provisions of the Member States and of the European Union (OJ L 349/1, 05/12/2014).



each concrete preliminary ruling should be a clarification meant to assist the national judge in a specific case, but it is also evident that in judgments under article 267 TFEU the ECJ is also providing enlightenments which will be useful in future cases. According to settled case-law the preliminary ruling mechanism aims “to prevent the occurrence within the [EU] of divergences in judicial decisions on questions of [EU] law”<sup>9</sup>. It cannot be forgotten that across the EU several judges are not specialized in competition law and much less in its private enforcement, meaning that the ECJ’s reasoning – both the decision and its grounds – in this concrete domain must be clear understandable to those judges.

It is precisely in this absence of clearness that resides *Otis* main pitfall and where it could be arguably better<sup>10</sup>. The ECJ stated that if there is a causal link, there is a right to damages; it also ruled that one does not have to be active on the market affected by the cartel to have a right to damages; however, it did not elaborate whether this situation, showed a sufficient causal link leaving us with no clue regarding what should be consider an enough legal standard to assess if there is a sufficient causal connection in this case. It would be useful if it was stated that if certain criteria are met then an entity is entitled to damages, leaving up to the national court to assess if in the concrete case those criteria are met or not. Even though this assessment must be reserved to the national courts – it is an aspect related with standard of proof (*i.e.* a detailed rule governing the exercise of the right to damages) – they should have a clear legal test to determine the causal connection, since this is a requisite of the right to damages which derives directly from EU law.

It is up to the national courts to assess if in a concrete case the loss was suffered. The same injured party cannot be entitled to damages or not, based on article 101 or 102 TFEU, depending on the Member State in which it files its action (and that Member State’s own legal test for causality in tort actions); nonetheless, due to ECJ’s lack of clarity and even if the principles of equivalence and effectiveness play their role, this may perfectly occur.

---

<sup>9</sup> Case C-283/81, *CILFIT*, EU:C:1982:335.

<sup>10</sup> For a deeper analysis on this regard see – SOUSA FERRO, Miguel & OLIVEIRA E COSTA, Guilherme – “*Otis*: Another Great Judgment on Private Enforcement from the CJEU... But It Could be Better”, to be published in Competition Policy International – EU Column.

#### 4. CONCLUSION

*Otis* concerns the requisite of causality, but it brought more. It confirmed several important matters and contributed to the crystallization of the ECJ's core ideas in its previous rulings, guaranteeing them a place as settled case-law. The ECJ has picked up where the EU legislator left off and is taking the lead into the next stage of EU private enforcement of competition law. The recent judgments from the ECJ are starting to cover matters which the Damages Directive only marginally addressed, and where the case-law has a large void to fill.

The greatest challenges for private enforcement in the next decade are connected to the interpretation and application of the law in the various Member-States by the national courts. This is a decentralized system, with the ECJ as the only real guardian of the uniformity and effectiveness of articles 101 and 102 TFEU. The clearer its stand on the specific cases that come before it, the greater will be its contribution, and the sooner legal certainty will be achieved in this field of EU Law.

2019 was a huge year to private enforcement with three very remarkable judgments which are an evident demonstration of the vitality of this enforcement's arm. *Otis*, independently of its flaws, has done its role and, as Pink Floyd would sing it, *all in all is just another brick in wall*. However, one cannot ignore that, judgment after judgment, the wall of EU competition law's private enforcement is growing stronger and those who despised it in the beginning of the XXI century, cannot overlook it anymore.

C&R

JURISPRUDÊNCIA

*Jurisprudência geral*



JURISPRUDÊNCIA DE CONCORRÊNCIA  
DA UNIÃO EUROPEIA – DE OUTUBRO  
A DEZEMBRO DE 2019

*Elaborado por Fernando Pereira Ricardo*

**Acordos, decisões de associações de empresas e práticas concertadas**

Acórdão do Tribunal de Justiça de 19 de dezembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-590/18 P; ECLI:EU:C:2019:1135

*Partes:* Fujikura/Comissão

*Descritores:* Recurso – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado europeu de cabos de energia subterrâneos e submarinos – Repartição do mercado no quadro de projetos – Coimas – Orientações de 2006 para o cálculo das coimas – Determinação do peso relativo dos participantes europeus e não europeus no cartel – Participação de empresas europeias a vários níveis no cartel – Princípio da igualdade de tratamento.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 19 de dezembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-589/18 P; ECLI:EU:C:2019:1134

*Partes:* Furukawa Electric/Comissão

*Descritores:* Recurso – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado europeu de cabos de energia subterrâneos e submarinos – Repartição do mercado no quadro de projetos – Coimas – Orientações de 2006 para o cálculo das coimas – Determinação do valor das vendas – Princípio da igualdade de tratamento.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 19 de dezembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-582/18 P; ECLI:EU:C:2019:1133

*Partes:* Viscas/Comissão

*Descritores:* Recurso – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado europeu de cabos de energia subterrâneos e submarinos – Repartição do mercado no quadro de projetos – Coimas – Orientações de 2006 para o cálculo das coimas – Determinação do peso relativo dos participantes europeus e não europeus no cartel – Participação de empresas europeias a vários níveis no cartel – Princípio da igualdade de tratamento.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 12 de dezembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-435/18; ECLI:EU:C:2019:1069

*Partes:* Otis GmbH e o./ Land Oberösterreich e o.

*Descritores:* Reenvio prejudicial – Artigo 101.º TFUE – Reparação do prejuízo causado por um cartel – Direito a indemnização de pessoas que não operam como fornecedores ou compradores no mercado afetado pelo cartel – Danos sofridos por uma entidade pública que concedeu empréstimos em condições vantajosas para a aquisição de bens objeto do cartel.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 28 de novembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-596/18 P; ECLI:EU:C:2019:1025

*Partes:* LS Cable & System/Comissão

*Descritores:* Recurso – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado europeu de cabos de energia subterrâneos e submarinos – Repartição do mercado no quadro de projetos – Coimas – Ónus da prova – Deturpação da prova – Distanciamento público do cartel.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 28 de novembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-593/18 P; ECLI:EU:C:2019:1027

*Partes:* ABB/Comissão

*Descritores:* Recurso – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado europeu de cabos de energia subterrâneos e submarinos – Repartição do mercado no quadro de projetos – Coimas – Ónus da prova – Presunção de inocência – Princípio da igualdade de tratamento.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 28 de novembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-591/18 P; ECLI:EU:C:2019:1026

*Partes:* Brugg Kabel e o./Comissão

*Descritores:* Recurso – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado europeu de cabos de energia subterrâneos e submarinos – Repartição do mercado no quadro de projetos – Coimas – Direitos de defesa – Acesso ao processo – Princípio da presunção de inocência – Deturpação dos elementos de prova.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de novembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-599/18 P; ECLI:EU:C:2019:966

*Partes:* Silec Cable SAS e o./Comissão

*Descritores:* Recurso – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado europeu de cabos de energia subterrâneos e submarinos – Repartição do mercado no quadro de projetos – Prova da infração – Presunção de inocência – Deturpação de provas – Distanciamento público – Percepção subjetiva de terceiros participantes no cartel – Violação cometida por várias empresas que constituem uma única entidade económica – Gravidade da infração cometida por uma dessas empresas – Deliberação – Ator “marginal” ou “médio” de uma infração – Deliberação – Princípio da igualdade de tratamento.

Acórdão do Tribunal Geral de 7 de novembro de 2019, proferido no âmbito do Processo T-240/17; ECLI:EU:T:2019:778

*Partes:* Campine e o./Comissão

*Descritores:* Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado da reciclagem de baterias chumbo-ácido para automóvel – Decisão por infração ao artigo 101.º TFUE – Coimas – Valor das compras – Ponto 37 das Orientações para o cálculo do montante das multas – Dever de fundamentação – Direitos de defesa – Prova da infração – Conceito de infração continuada ou repetida – Duração da infração – Interrupção da participação na infração – Restrição da concorrência pelo objeto – Circunstâncias atenuantes – Competência de plena jurisdição.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 17 de outubro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-403/18 P; ECLI:EU:C:2019:870

*Partes:* Alcogroup e o./Comissão

*Descritores:* Recurso de decisão do Tribunal Geral – Concorrência – Acordos, decisões e práticas concertadas – Mercado do etanol – Regulamento (CE) n.º 1/2003 – Artigo 20.º, n.º 4 – Decisão de inspeção – Tramitação da inspeção – Confidencialidade da correspondência entre advogado e cliente – Recusa de suspensão das medidas de inquérito – Recurso de anulação – Admissibilidade – Decisão preparatória.

## Auxílios de Estado

Acórdão do Tribunal Geral de 19 de dezembro de 2019, proferido no âmbito do Processo T-812/14 RENV; ECLI:EU:T:2019:885

*Partes:* BPC Lux 2 e o./Comissão

*Decritores:* Auxílio de estado – Auxílio das autoridades portuguesas à resolução da instituição financeira Banco Espírito Santo – Criação e capitalização de um banco de transição – Decisão que declara o auxílio compatível com o mercado interno – Falta de interesse para agir – Inadmissibilidade.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 19 de dezembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-385/18; ECLI:EU:C:2019:1121

*Partes:* Arriva Italia e o./ Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti

*Decritores:* Reenvio prejudicial – Auxílios de Estado – Conceito – Empresa pública ferroviária em dificuldades económicas – Medidas de auxílio – Atribuição de um auxílio financeiro – Objetivo – Prossecução das atividades da empresa pública ferroviária – Atribuição e participação no capital dessa empresa pública – Transferência para o capital de outra empresa pública – Critério do investidor privado – Dever de notificação prévia dos auxílios novos.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 11 de dezembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-332/18 P; ECLI:EU:C:2019:1065

*Partes:* Mytilinaios Anonymos Etairia – Omilos Epicheiriseon/Comissão e o.

*Decritores:* Recurso de decisão do Tribunal Geral – Auxílios de Estado – Produção de alumínio – Tarifa preferencial de fornecimento de eletricidade concedida por um contrato – Decisão que declara o auxílio compatível com o mercado interno – Denúncia do contrato – Suspensão por decisão judicial, no processo de medidas provisórias, dos efeitos da denúncia – Decisão que declara o auxílio ilegal.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de novembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-585/17; ECLI:EU:C:2019:969

*Partes:* Finanzamt Linz e o.

*Decritores:* Reenvio prejudicial – Auxílios de Estado – Modificação de um regime de auxílios autorizado – Artigo 108.º, n.º 3, TFUE – Obrigação de notificação – Proibição de execução sem a autorização da Comissão



– Regulamento (UE) n.º 651/2014 – Isenção – Artigo 58.º, n.º 1 – Âmbito de aplicação temporal do regulamento – Artigo 44.º, n.º 3 – Alcance – Regulamentação nacional que prevê uma fórmula de cálculo para o reembolso parcial de impostos sobre a energia.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 7 de novembro de 2019, proferido no âmbito do Processo C-687/17 P; ECLI:EU:C:2019:932

*Partes:* Aanbestedingskalender e o./Comissão

*Descritores:* Recurso – Auxílio de estado – Auxílio concedido pelas autoridades holandesas à criação e introdução da plataforma eletrónica TenderNed – Decisão declarando que a medida não constitui um auxílio estatal, na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE.

Acórdão do Tribunal de Justiça de 7 de novembro de 2019, proferido no âmbito dos Processos C-105/18 a C-113/18; ECLI:EU:C:2019:935

*Partes:* UNESA e o./ Administración General del Estado

*Descritores:* Reenvio prejudicial – Princípio do poluidor-pagador – Diretiva 2000/60/CE – Artigo 9.º, n.º 1 – Amortização dos custos dos serviços hídricos – Regras comuns para o mercado interno da eletricidade – Diretiva 2009/72/CE – Artigo 3.º, n.º 1 – Princípio da não discriminação – Artigo 107.º, n.º 1, TFUE – Auxílio de Estado – Taxa sobre a utilização das águas continentais para a produção de energia elétrica – Taxa devida unicamente pelos produtores de energia hidroelétrica que operam em bacias hidrográficas intercomunitárias.

Acórdão do Tribunal Geral de 24 de outubro de 2019, proferido no âmbito do Processo T-778/17; ECLI:EU:T:2019:756

*Partes:* Autostrada Wielkopolska/Comissão

*Descritores:* Auxílio de estado – Concessão de auto-estrada com portagem – Lei que prevê a isenção de portagens para certos veículos – Indemnização concedida ao concessionário pelo Estado-Membro pela perda de receitas – Portagem virtual – Decisão que declara o auxílio incompatível com o mercado interno e ordena a sua recuperação – Direitos processuais das partes interessadas – Obrigação de a Comissão exercer uma vigilância particular – Conceito de auxílio estatal – Vantagem – Melhoria da situação financeira esperada do concessionário – Critério do operador privado em economia de mercado – Artigo 107.º, n.º 3, alínea a), TFUE – Auxílios estatais de finalidade regional.



# NOTAS CURRICULARES

## ARMANDO SUMBA

Licenciado em Direito (2006) pela Faculdade de Direito de Bissau, onde é igualmente docente, mestre em Ciências Jurídico-Económicas pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (2013), pós-graduado em Direito de Concorrência e Regulação (2018) e doutorando em Ciências Jurídico-Económicas, na especialidade de Direito Financeiro e Económico Global pela mesma faculdade. É profissional de *compliance* bancário certificado pelo Instituto de Formação Bancária de Portugal (2018), tendo exercido funções de *Chief of Compliance Officer* (CCO) no Ecobank Guiné-Bissau entre final de 2013 e 2017.

*Graduated in Law (2006) from the Bissau Law School, where he is also a lecturer, Master in Legal-Economic Sciences from the University of Lisbon Law School (2013), he holds a post-graduate degree in Competition and Regulation Law (2018) and PhD student in Legal-Economic Sciences, in the specialty of Financial and Global Economic Law by the same faculty. He is a bank compliance professional certified by the Portuguese Bank Training Institute (2018), having served as Chief of Compliance Officer (CCO) at Ecobank Guinea-Bissau from the end of 2013 to 2017.*

## GUILHERME OLIVEIRA E COSTA

Advogado-estagiário na Sérvulo & Associados com área de especialização em Direito Europeu e da Concorrência. Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa (2016). Mestre em Direito Internacional e Europeu pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa (2018). Pós-Graduado em Direito da Concorrência e Regulação pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (2018). Participou, durante o seu percurso académico, em diversos *Moot Courts* tendo, entre outras, integrado a equipa da Nova Direito que venceu o III Europa Law Moot Court em Kavala, Grécia. Atualmente participa neste tipo de competições, especialmente no âmbito do direito europeu e da concorrência, quer enquanto júri, quer enquanto *coach* de equipas da Nova Direito.

*Trainee lawyer at Sérvulo & Associados, with a specialization in European and Competition Law. Graduated in Law from the Faculty of Law of the Nova*

*University of Lisbon (2016). Master in International and European Law from the Faculty of Law of the Nova University of Lisbon (2018). Post-graduate in Competition and Regulation Law by the School of Law of the University of Lisbon (2018). During his academic career, participated in several Moot Courts and, among others, was part of the Nova Direito team that won the III Europa Law Moot Court in Kavala, Greece. He currently participates in such competitions, especially in European and Competition law, both as a jury and as a coach of Nova Direito teams.*

### **IRENE MORENO TAPIA**

Advogada na Cuatrecasas (desde 1998) e co-coordenadora para a área de Concorrência. Especialista nas vertentes de acordos de distribuição e abuso de posição dominante. Atua, igualmente, no aconselhamento de empresas multinacionais na área de controlo de concentrações, ao abrigo da jurisdição espanhola ou UE, bem como na sua representação em sede judicial administrativa. Detém um registo de sucesso no aconselhamento e representação de clientes perante as autoridades espanholas em questões de Direito da Concorrência, quer a nível administrativo ou de litigância (e.g. acordos, abuso, concentrações, auxílios de estado). Tem, igualmente, ampla experiência em outras áreas de Direito da União Europeia, nomeadamente Direito Aduaneiro, Contratação Pública, legislação em matérias de fundos Europeus e segurança alimentar, e em representação perante os Tribunais de Justiça da União Europeia. Recomendada por múltiplos diretórios profissionais, incluindo *Chambers Europe*, *IFLR (União Europeia)*, *Legal 500*, *Global Competition Review* and *Best Lawyers*, in *Competition/Antitrust and European Law*. Professora na ESADE Business & Law School (*Master in International Business Law, Competition Law*). Bacharelato em Direito pela Universidade de Las Palmas de Gran Canaria (1996) e Masters em *European Business Law* pelo *Institute of European Studies (Université Libre de Bruxelles -1997)*.

*Counsel at Cuatrecasas (1998 to date), co-head of the Competition practice. Ms. Moreno-Tapia specializes in distribution agreements and abuses of dominant position. Also, she regularly advises important multinational companies and investment funds on the control of concentrations –both at Spanish and EU level– and represents them before the administrative courts. She has successfully advised and represented many clients on defense of competition before the Spanish authorities, in both administrative and litigation fields (e.g., agreements, abuses, concentrations, and state aid). She also has ample experience in other areas of EU law, such as customs law, public procurement, European funds and food safety legislation,*

*and has participated in many cases before the EU courts. Recommended by several directories, including Chambers Europe, IFLR (European Union), Legal 500, Global Competition Review and Best Lawyers, in Competition/Antitrust and European Law. Professor at ESADE Business & Law School (Master in International Business Law, Competition Law). Bachelor of Laws by the Universidad de Las Palmas de Gran Canaria (1996) and Masters in European Business Law by the Institute of European Studies of the Université Libre de Bruxelles (1997).*

## JOÃO TORRES

Engenheiro civil e antigo líder da Juventude Socialista, foi eleito Deputado à Assembleia da República em 2015 e, em outubro de 2018, nomeado Secretário de Estado da Defesa do Consumidor. Desde outubro de 2019, exerce funções no XXII Governo Constitucional como Secretário de Estado do Comércio, Serviços e Defesa do Consumidor. Tem como formação académica o grau de Mestre em Engenharia Civil, pela Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto, e exerceu responsabilidades profissionais no âmbito de direção de obra numa empresa do setor da construção civil, sendo membro da Ordem dos Engenheiros. Em novembro de 2012, foi eleito Secretário-geral da Juventude Socialista e reconduzido para um segundo e último mandato em 2014, que concluiu em 2016. Foi eleito deputado à Assembleia da República nas Eleições Legislativas de 2015, pelo círculo eleitoral do Porto. Em dezembro de 2016, foi eleito Vice-presidente do Grupo Parlamentar do Partido Socialista. Em outubro de 2018, suspendeu funções como Deputado à Assembleia da República com a sua nomeação para o XXI Governo Constitucional. Em outubro de 2019, João Torres foi nomeado Secretário de Estado do Comércio, Serviços e Defesa do Consumidor do XXII Governo Constitucional.

*Civil engineer and former leader of the Portuguese Socialist Youth, elected Member of Parliament in 2015, became member of the XXI Portuguese Government as Secretary of State for Consumer Protection, by October 2018. At the moment, he's Secretary of State for Commerce, Services and Consumer Protection in XXII Portuguese Government. A certified engineer, with a Master of Civil Engineering Studies by the Faculty of Engineering of the University of Porto, has a professional record in the area, as part of a project management team in a Portuguese construction company. In November 2012, he was elected Secretary-general of the Portuguese Socialist Youth and reappointed in 2014 for a last term which lasted until 2016. He was elected Member of Parliament through the electoral district of Porto in 2015. As of December 2016, he was elected Vice-President of the Socialist Party Parliamentary*

*Group. He left his role as MP as he entered the XXI Portuguese Government. In October 2019, João Torres was nominated Secretary of State for Commerce, Services and Consumer Protection of the XXII Portuguese Government.*

#### **LUÍS GUILHERME CATARINO**

Secretário do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) desde Fevereiro de 2018, Assessor Jurídico do CdA da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Exerceu funções jurídicas no Departamento Jurídico da CMVM, nas direções de supervisão de intermediação financeira, de estruturas de mercado e produtos financeiros complexos e do Gabinete de Estudos, após funções de advocacia e assessoria no Departamento Jurídico e de Contencioso do Banco BPI, SA. Foi assessor do Provedor de Justiça para as áreas financeira e da concorrência até 2000. Licenciado em Ciências Jurídicas pela Faculdade de Direito de Lisboa, mestre em Ciências jurídico Políticas e doutorado em Ciências do Direito Público, na vertente de direito da regulação, pela Faculdade de Direito de Coimbra. No âmbito da investigação académica foi investigador do Centro de Estudos de Direito Público e da Regulação (CEDIPRE) da Faculdade de Direito de Coimbra, onde participa nos Seminários de Pós-Graduação, bem como do Instituto dos Valores Mobiliários (IVM) da Faculdade de Direito de Lisboa, onde mantém a sua participação no Seminários de Pós-Graduação. Tendo lecionado em diversos estabelecimentos de ensino superior (Faculdade de Direito de Lisboa, ISEG, ISLA, Universidade Autónoma de Lisboa), tem contribuído para o estudo do direito administrativo da regulação também através de escritos publicados em diversas Revistas jurídicas.

*Secretary of the National Council of Financial Supervisors (CNSF) since February 2018. Advisor to the Board of the Portuguese Securities Market Commission (CMVM), he previously acted as a lawyer and advisor of the Legal Department of CMVM, and Deputy Director of the Research Office (with the responsibility to prepare legal analysis and coordinate the editorial content of CMVM publications) and afterwards of the Intermediary and Market Structures Supervision Department with a focus on the areas of financial intermediation, market infrastructures, and complex financial products regulation. His professional experience in the financial sector also includes positions at Banco BPI, SA (as a lawyer and legal advisor in 1995), and at the Portuguese Ombudsman (as advisor for financial and competition areas in 2000). Luís Guilherme Catarino holds an undergraduate degree in Legal sciences at Universidade de Lisboa (Lisbon law School), a Master's in political sciences and Public Affairs from Universidade Lusíada, and a PhD at*

*Public Legal and Financial Sciences at Universidade de Coimbra (Coimbra Law School). He is an investigator at the Centre for Public Sciences and Regulation of Coimbra Law School (CEDIPRE), where he teaches postgraduate studies, and also at the Portuguese Capital Markets Institute of Lisbon Law School (IVM).*

#### **VICTORIA RIVAS SANTIAGO**

Advogada Associada na Cuatrecasas desde novembro de 2019 e onde estagiou desde setembro de 2018, exceto por um período de 6 meses. Entre março e julho de 2019 estagiou como *Blue Book trainee* na Unidade de Cartéis da DG-Concorrência da Comissão Europeia. Em junho de 2018 realizou um estágio de verão na sociedade de advogados, especializada em Direito da Concorrência, Rating Legis (Barcelona). LL.M pela Universidade de Barcelona em *International Economic Law and Policy (IELPO)*. No contexto deste *Masters* apresentou uma investigação sobre licenciamento em acordos relacionados no âmbito do sector das telecomunicações realizado por Robert Anderson, Conselheiro na Divisão de Propriedade Intelectual na Organização Mundial do Comércio. No contexto do *Masters* exigido para exercer advocacia em Espanha apresentou uma investigação sobre a transposição da Diretiva Europeia *relativa a certas regras que regem as ações de indemnização no âmbito do direito nacional por infração às disposições do direito da concorrência dos Estados-Membros e da União Europeia*, para o ordenamento jurídico espanhol. Licenciada em direito pela Universidade de Salamanca (2016) e *Masters* em Estudos Europeus (Universidade de Salamanca).

*Associate of Cuatrecasas since November 2019. Since September 2018 she was a trainee in this law firm except for a period of six months. Between March and July of 2019, she was a Blue Book trainee in the Unit of Cartels of the Director General of Competition Law (DGCOMP) of the European Commission (EC). In June 2018, she was a trainee in summer time in Rating Legis, a law firm specialised in competition law, in Barcelona, where she had studied a LL.M in International Economic Law and Policy (IELPO). Within the scope of this program she wrote a research in licensing in related arrangements for telecommunication sector carried out by Robert Anderson, Counsellor in the Intellectual Property Division of the Secretariat of the World Trade Organization (WTO). Within the scope of the master required to be a lawyer in Spain, she wrote a research in the Spanish transposition of the European Directive on Antitrust Damages Actions. Previously, between September 2016 and July 2017, she studied a master in European Union Studies in the University of Salamanca where she also studied her law degree between 2012 and 2016.*





# REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

## ÍNDICE TEMÁTICO CONSOLIDADO – N.ºs 1 a 39

|    |  |
|----|--|
| 2  | Concorrência – Questões gerais   |
| 2  | <i>Questões processuais</i>  |
| 4  | <i>Private enforcement</i>   |
| 6  | <i>Nemo tenetur se ipsum accusare</i>                                      |
| 7  | <i>Outros</i>  |
| 7  | Concorrência – Práticas restritivas  |
| 8  | <i>Geral</i>   |
| 8  | <i>Abuso de posição dominante</i>  |
| 9  | <i>Restrições verticais</i>  |
| 10 | <i>Restrições horizontais</i>  |
| 11 | Concorrência – Controlo de concentrações                                   |
| 12 | Concorrência – Auxílios de Estado  |
| 13 | Financeiro e bancário  |
| 16 | Seguros  |
| 16 | Comunicações eletrónicas   |
| 16 | Energia  |
| 17 | Saúde  |
| 18 | Autoridades Reguladoras e Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão |
| 20 | Regulação do comércio e concorrência desleal                               |
| 20 | Contratação pública  |
| 21 | Direito contraordenacional e processual penal                              |
| 22 | Ambiente   |
| 23 | Transportes  |
| 23 | Artigos transversais e outros  |

## Concorrência – Questões gerais

### *Questões processuais*

| N.º RCR | Autor                                    | Título do Artigo  |
|---------|--|---|
| 4       | Patrícia Lopes                           | <i>Segredos de negócio versus direitos da defesa do arguido nas contraordenações da concorrência</i>  |
| 4       | Helena Gaspar Martinho                   | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de Setembro de 2010 no Processo C-550/07 P, Akzo Nobel Chemicals Ltd e Akros Chemicals Ltd c. Comissão Europeia</i>                   |
| 6       | Sara Rodrigues/<br>Dorothee Serzedelo    | <i>O Estado português seria condenado? As buscas efetuadas pela Autoridade da Concorrência e o artigo 6.º, n.º 1, da Convenção Europeia dos Direitos do Homem</i>             |
| 6       | Carla Farinhas                           | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 3 de Maio de 2011 no Processo C-375/09 –Tele2Polska</i>  |
| 7-8     | Alexander Italianer                      | <i>The European Commission's New Procedural Package: Increasing Interaction With Parties and Enhancing the Role of the Hearing Officer</i>                                    |
| 9       | João Espírito Santo<br>Noronha           | <i>Impugnação de decisões da Autoridade da Concorrência em procedimento administrativo</i>  |
| 9       | Helena Gaspar Martinho                   | <i>Acórdão do Tribunal Europeu dos Direitos do Homem de 27 de setembro de 2011, Petição n.º 43509/08, A. Menarini Diagnostics SLR c. Itália</i>                               |
| 10      | Márcio Schlee Gomes                      | <i>As buscas e apreensões nos escritórios de advogados de empresas</i>  |
| 11-12   | Paulo de Sousa Mendes                    | <i>O problema da utilização de elementos recolhidos em ações de supervisão como meios de prova em processo sancionatório</i>  |
| 16      | Paulo de Sousa Mendes                    | <i>Eficácia das sanções e transações</i>  |
| 17      | Helena Gaspar Martinho                   | <i>Acórdão do Tribunal Europeu dos Direitos Humanos de 2 de outubro de 2014, Petição n.º 97/11, Delta Pekárny A.S. c. República Checa [Buscas e inspeções]</i>                |
| 22      | Jeroen Capiiau/Virgílio<br>Mouta Pereira | <i>The Easyjet Case and the rejection of complaints when they have already been dealt with by another Member of the ECN</i>   |
| 23-24   | Eva Lourenço                             | <i>O Acórdão Vinci Construction e GTM Génie Civil et Services c. França, do Tribunal Europeu dos Direitos Humanos (TEDH), de 2 de abril de 2015, n.ºs 63629/10 e 60567/10</i> |

|       |   |  |
|-------|---|--|
| 25    | Francisco Marcos                              | <i>Blowing hot and cold: the last word of the Supreme Court on setting fines for competition law infringements in Spain</i>  |
| 25    | Mateusz Blachuki                              | <i>Judicial control of guidelines on antimonopoly fines in Poland</i>  |
| 25    | Luís Miguel Romão/<br>Miguel Alexandre Mestre | <i>Conteúdo e extensão do direito à confidencialidade das comunicações entre advogado e cliente à luz do direito comunitário e do direito nacional – Parte I</i>   |
| 26    | Margarida Caldeira                            | <i>Acórdão do Tribunal Constitucional de 8 de junho de 2016, Peugeot Portugal Automóveis, S.A. contra Autoridade da Concorrência – Efeito devolutivo da interposição do recurso de impugnação judicial</i> |
| 31    | Patrícia Oliveira                             | <i>Acesso das visadas a documentação confidencial com potencial valor exculpatório nas contraordenações do Direito da Concorrência: análise jurisprudencial</i>  |
| 32    | Luís Miguel Romão/<br>Alexandre Miguel Mestre | <i>Conteúdo e extensão do direito à confidencialidade das comunicações entre advogado e cliente à luz do Direito Comunitário e do Direito nacional (Parte II)</i>  |
| 32    | Tânia Luísa Faria                             | <i>Os efeitos dos recursos judiciais em processo de contraordenações da Autoridade da Concorrência: uma interpretação sistemática</i>  |
| 33-34 | Inês Neves                                    | <i>O lugar da proteção de dados na efetividade necessária ao direito da concorrência</i>   |
| 33-34 | Rita de Sousa Costa                           | <i>O direito à portabilidade dos dados pela lente do direito da concorrência</i>   |
| 33-34 | Maria Gabriela<br>Castanheira Bacha           | <i>CADE's application of pecuniary penalties and punitive measures: the need of ascertaining its "state of rightness"</i>  |
| 35    | Sérgio Martins P. de Sousa                    | <i>Reflexões "soltas" sobre a jurisprudência do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão em matéria de confidencialidade e acesso à prova</i>  |
| 36    | Maria José Costeira                           | <i>Direito da concorrência: o controlo jurisdicional das decisões proferidas em processos sancionatórios</i>   |
| 36    | Inês Azevedo                                  | <i>A utilização jusconcorrencial de compromissos como mecanismo de regulação</i>   |
| 37    | Maria João Melícias & Rita<br>Prates          | <i>Diretiva ECN+: um processo de transposição pautado pela abertura, transparência e participação</i>  |

|    |              |  |
|----|--------------|--|
| 38 | Marta Campos | <i>Competência do TCRS em relação à intervenção do Ministério Público na fase organicamente administrativa do processo de contraordenação por práticas restritivas da concorrência</i> |
| 39 | Marta Campos | <i>Right of Defence – Article 3 of the ECN+ Directive</i>  |

### *Private enforcement*

| N.º RCR | Autor                           | Título do Artigo   |
|---------|---------------------------------|--|
| 4       | Alberto Saavedra                | <i>The relationship between the leniency programme and private actions for damages at the EU level</i>                           |
| 9       | Assimakis Komninos              | <i>Private Antitrust Damages Actions in the EU: Second Generation Questions</i>  |
| 10      | Alberto Saavedra                | <i>Access by National Courts and Private Plaintiffs to Leniency Documents Held by the Commission</i>                             |
| 10      | Leonor Rossi/Miguel Sousa Ferro | <i>Private Enforcement of Competition Law in Portugal (I): An Overview of Case-law</i>   |
| 10      | Catarina Anastácio              | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de junho de 2011, no Processo C-360/09, Pfeiderer AG v. Bundeskartellamt</i>             |
| 11-12   | José Robin de Andrade           | <i>Apresentação sobre a nova Lei de Arbitragem Voluntária e a aplicação do direito da concorrência pelos tribunais arbitrais</i> |
| 11-12   | Christopher Hodges              | <i>New Modes of Redress for Consumers and Competition Law</i>  |
| 11-12   | Laurence Idot                   | <i>Arbitration, European Competition Law and Public Order</i>  |
| 11-12   | Assimakis P. Komninos           | <i>Arbitration and EU Competition Law</i>  |
| 13      | Leonor Rossi/Miguel Sousa Ferro | <i>Private Enforcement of Competition Law in Portugal (II): Actio Popularis – Facts, Fictions and Dreams</i>                     |
| 14-15   | Fernanda Paula Stolz            | <i>A defesa da concorrência no Mercosul e a responsabilidade civil por ilícitos concorrenciais</i>                               |
| 14-15   | Fernando Xarepe Silveiro        | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 6 de junho de 2013, no Processo C-536/11, Bundeswettbewerbsbehörde v. Donau Chemie AG</i>   |
| 18      | Nuno Calaim Lourenço            | <i>The European Commission's Directive on Antitrust Damages Actions</i>  |

|       |  |  |
|-------|--|--|
| 19    | João Espírito Santo<br>Noronha   | <i>Litigância jurídico-privada e Direito da Concorrência – A Diretiva n.º 2014/104/UE, de 26 de novembro de 2014: divulgação de elementos de prova, efeitos das decisões nacionais, prazos de prescrição e responsabilidade solidária</i>  |
| 20-21 | Marco Botta/Natalie<br>Harsdorf  | <i>The Judgement of the European Court of Justice in Kone: Any Real Added Value?</i>   |
| 22    | Ricardo Alonso Soto  | <i>La aplicación privada del Derecho de la competencia</i>   |
| 22    | Antonio Robles Martín-<br>Laborda  | <i>La Directiva 2014/104/UE sobre daños antitrust y la configuración del Derecho español de daños</i>  |
| 22    | Leonor Rossi/Miguel Sousa<br>Ferro   | <i>O “private enforcement” do direito da concorrência e o acesso a elementos de prova</i>  |
| 22    | Antonio Davola   | <i>Empowering consumers through competition: A study on the creation of a European antitrust claims market</i>   |
| 22    | Vasil Savov  | <i>Quel role du regroupement de creances indemnitaires par voie de cession pour la reparation du prejudice subi en raison d’infractions commises au droit de la concurrence ?</i>  |
| 26    | Maria João Melícias  | <i>The art of consistency between public and private antitrust enforcement: practical challenges in implementing the Damages Directive in Portugal</i>   |
| 26    | Miguel Sousa Ferro   | <i>Workshop consultivo sobre o anteprojeto de transposição da diretiva 2014/104/UE – Relatório Síntese</i>   |
| 26    | Autoridade da<br>Concorrência  | <i>Enquadramento da consulta pública da proposta de anteprojeto de transposição da Diretiva Private Enforcement; Relatório sobre a consulta pública da proposta de anteprojeto de transposição da Diretiva Private Enforcement; Exposição de motivos anexa à Proposta de Anteprojeto submetida ao Governo; e Proposta de Anteprojeto de transposição da Diretiva Private Enforcement</i> |
| 27-28 | Maria Elisabete Ramos  | <i>Situação do “private enforcement” da concorrência em Portugal</i>   |
| 31    | Catarina Varajão Borges,<br>Inês Neves, Ricardo Tavares<br>& Tiago Monfort | <i>Sobre o prazo de prescrição e outros aspetos da Diretiva 2014/104/UE</i>  |

---

*Nemo tenetur se ipsum accusare*

| N.º RCR | Autor                       | Título do Artigo  |
|---------|-----------------------------|---|
| 1       | Paulo de Sousa Mendes       | <i>As garantias de defesa no processo sancionatório especial por práticas restritivas da concorrência confrontadas com a jurisprudência do Tribunal Europeu dos Direitos do Homem</i> |
| 1       | Helena Gaspar Martinho      | <i>O direito ao silêncio e à não auto-incriminação nos processos sancionatórios do Direito da concorrência – Uma análise da jurisprudência comunitária</i>                            |
| 1       | Vânia Costa Ramos           | <i>Nemo tenetur se ipsum accusare e concorrência – Jurisprudência do Tribunal de Comércio de Lisboa</i>   |
| 1       | Catarina Anastácio          | <i>O dever de colaboração no âmbito dos processos de contra-ordenação por infração às regras de defesa da concorrência e o princípio nemo tenetur se ipsum accusare</i>               |
| 1       | Augusto Silva Dias          | <i>O direito à não-inculpação no âmbito das contra-ordenações do Código dos Valores Mobiliários</i>   |
| 11-12   | Diana Alfafar               | <i>O dever de colaboração e o nemo tenetur se ipsum accusare no direito sancionatório da concorrência</i>   |
| 23-24   | Angélica Rodrigues Silveira | <i>“Nemo tenetur se ipsum accusare” e o dever de colaboração: análise do caso Web c. Áustria da jurisprudência do Tribunal Europeu dos Direitos Humanos</i>                           |
| 31      | Tiago Costa Andrade         | <i>Nemo tenetur se ipsum accusare: um novo olhar a partir do Direito da Concorrência, no sentido da sua extensão ao processo contra-ordenacional e às pessoas colectivas</i>          |
| 36      | Marta Campos                | <i>De novo o direito à não autoincriminação em processos de contraordenação por práticas restritivas da concorrência contra pessoas coletivas</i>                                     |

*Outros*

| N.º RCR | Autor                       | Título do Artigo  |
|---------|-----------------------------|---|
| 1       | João Espírito Santo Noronha | <i>Algumas reflexões na perspectiva de uma reforma da Lei da Concorrência</i>   |
| 1       | Luís Silva Morais           | <i>Evolutionary Trends of EC Competition Law – Convergence and Divergence with US Antitrust Law in a Context of Economic Crisis</i> |

|       |   |  |
|-------|---|--|
| 5     | Gonçalo Anastácio   | <i>Aspectos normativos decisivos para a modernização do direito da concorrência em Portugal</i>                            |
| 7-8   | Fernando Herren Aguillar/<br>Diogo R. Coutinho                | <i>A evolução da legislação antitruste no Brasil</i>   |
| 7-8   | Vinícius Marques de<br>Carvalho/Ricardo<br>Medeiros de Castro | <i>Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira: Uma avaliação crítica</i>            |
| 10    | João Espírito Santo<br>Noronha                                | <i>A aplicação no tempo do novo Regime Jurídico da Concorrência</i>  |
| 10    | Paulo de Sousa Mendes   | <i>O contencioso da concorrência: Balanço e perspetivas em função da reforma do direito da concorrência português</i>      |
| 19    | Lúcio Tomé Feteira  | <i>Entre eficiência e desenvolvimento: Reflexões sobre o Direito da Concorrência nos países em vias de desenvolvimento</i> |
| 22    | Francisco Portugal  | <i>Impact of taxes on competition: the legal status quo in the European Union</i>  |
| 23-24 | António Ferreira Gomes  | <i>IV Conferência de Lisboa sobre Direito e Economia da Concorrência: discursos de abertura e de encerramento</i>          |
| 26    | Miguel Moura e Silva  | <i>As operações sobre valores mobiliários e o direito da concorrência</i>  |
| 27-28 | Mary Catherine Lucey  | <i>Economic crisis and competition law in Ireland and Portugal</i>   |
| 33-34 | Peter Freeman   | <i>Things are not what they were – Competition Law in a changing context</i>   |
| 33-34 | Bruno de Zêzere Barradas                                      | <i>Blockchain e Concorrência – Um novo horizonte de aplicação?</i>   |
| 33-34 | Danilo Sérgio de Souza  | <i>Direito da concorrência e inovação. O uso da tecnologia blockchain e possíveis implicações concorrenciais</i>           |
| 35    | Marta Borges Campos   | <i>Competition Law and the Competition, Regulation and Supervision Court</i>   |
| 35    | Sofia Oliveira Pais   | <i>Considerações de lealdade e equidade no direito da concorrência da União: breves reflexões</i>                          |
| 35    | Abel Mateus   | <i>Portugal precisa de uma política de concorrência mais ativa</i>   |
| 35    | António Ferreira Gomes  | <i>Com concorrência todos ganhamos</i>   |
| 35    | António Saraiva   | <i>15 anos ao serviço da concorrência nos mercados</i>   |
| 35    | Manuel Sebastião  | <i>Concorrência. Um valor, uma lei, uma instituição, uma praxis</i>  |

|    |                             |   |
|----|-----------------------------|---|
| 35 | Margarida Matos Rosa        | <i>Direito à Concorrência</i>   |
| 35 | Vasco Colaço                | <i>Concorrência, Inovação digital e dados pessoais: os novos desafios das Autoridades de Concorrência</i> |
| 36 | José Luís da Cruz Vilaça    | <i>Challenges to the judiciary in the enforcement of competition rules in the digital age</i>             |
| 36 | María Ortiz                 | <i>Competition enforcement and advocacy in the financial sector in Spain</i>                              |
| 36 | Ana Patrícia Carvalho       | <i>Competition compliance: a mudança do paradigma</i>   |
| 38 | Carlos Pinto Correia        | <i>A propósito dos dez anos do Círculo dos Advogados Portugueses de Direito da Concorrência</i>           |
| 38 | Margarida Matos Rosa        | <i>Concorrência e política industrial</i>   |
| 38 | Ana Ferreira Neves          | <i>Impacto do e-commerce na política de concorrência</i>  |
| 39 | Margarida Rosado da Fonseca | <i>Amendment of the Competition Act. Notes on past experience on the timing, milestones and scope</i>     |
| 39 | Tânia Luísa Faria           | <i>Review of the Portuguese Competition Act - The Seven Year Itch</i>                                     |

## Concorrência – Práticas restritivas

### *Geral*

| N.º RCR | Autor   | Título do Artigo  |
|---------|---|---|
| 3       | Cristina Camacho                                | <i>O sistema de competências paralelas e o princípio “non bis in idem”</i>                                      |
| 3       | Ana Perestrelo de Oliveira / Miguel Sousa Ferro | <i>The sins of the son: parent company liability for competition law infringements</i>                          |
| 9       | Nuno Carroulo dos Santos                        | <i>Like running water? The Interplay Between Antitrust and Online Music Licensing</i>                           |
| 10      | Fernando Xarepe Silveiro                        | <i>O regime jurídico da clemência na nova Lei da Concorrência: Novas valências, novos desafios</i>              |
| 13      | Stéphane Rodrigues                              | <i>Les services sociaux d'intérêt général dans la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union Européenne</i> |
| 18      | Harry First/Spencer Weber Waller                | <i>Antitrust's Democracy Deficit</i>  |



|    |   |   |
|----|---|---|
| 26 | Francisco Hernández Rodríguez/José Antonio Rodríguez Miguez | <i>La aplicación descentralizada del derecho de la competencia: la experiencia española</i> |
| 37 | Francisco Marcos  | <i>A desordem judicial e a defesa da concorrência</i>                                       |
| 38 | Eduardo Maia Cadete   | <i>Artigo 101.º, law in books, law in action e o mundo real</i>                             |
| 38 | João Pateira Ferreira                                       | <i>Old classics die hard. A few comments on vertical restraints as object infringements</i> |

### *Abuso de posição dominante*

| N.º RCR | Autor                           | Título do Artigo   |
|---------|---------------------------------|--|
| 1       | João E. Gata/Jorge Rodrigues    | <i>Uma perspectiva económica sobre abuso de posição dominante – A distribuição de gelados de impulso a nível europeu</i>   |
| 1       | Miguel Moura e Silva            | <i>A tipificação do abuso de posição dominante enquanto ilícito contra-ordenacional</i>  |
| 5       | Ioannis Kokkoris                | <i>Should the Dominance Test Have Been Changed?</i>  |
| 5       | António Pedro Santos            | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 17 de Fevereiro de 2011 no Processo C-52/09, Telia-Sonera (Abuso de posição dominante sob a forma de esmagamento de margens pela empresa TeliaSonera)</i> |
| 6       | Damien Neven/Hans Zenger        | <i>Some remarks on pricing abuses and exclusionary conduct</i>   |
| 6       | João Ilhão Moreira              | <i>Preços predatórios: Encontros e desencontros de jurisprudência e pensamento económico</i>   |
| 7-8     | Vicente Bagnoli                 | <i>Um balanço crítico do desenvolvimento da política de concorrência no Brasil nos últimos 15 anos e o início da repressão das condutas unilaterais – Abuso de posição dominante</i>           |
| 7-8     | Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo | <i>A eficácia jurídica da norma de preço abusivo</i>   |
| 9       | Miguel Moura e Silva            | <i>Os abusos de exploração sobre os consumidores: Uma revolução silenciosa no novo regime nacional de proibição do abuso de posição dominante?</i>   |
| 14-15   | Konstantina Bania               | <i>Abuse of dominance in online search: Google's special responsibility as the new bottleneck for content access</i>   |

|       |                             |  |
|-------|-----------------------------|--|
| 14-15 | Lucas Saretta Ferrari       | <i>Google e o direito europeu da concorrência: abuso de posição dominante?</i>                                 |
| 29    | Tânia Luísa Faria           | <i>Direito da concorrência e big data: ponto da situação e perspectivas</i>                                    |
| 37    | John Davies & Jorge Padilla | <i>Another look at the role of barriers to entry in excessive pricing cases</i>                                |
| 38    | Luís do Nascimento Ferreira | <i>Breve apontamento sobre os desafios das plataformas digitais em processos de abuso de posição dominante</i> |

### ***Restrições verticais***

| N.º RCR | Autor   | Título do Artigo  |
|---------|---|---|
| 4       | Miguel Gorjão-Henriques / Miguel Sousa Ferro                      | <i>The latest reform of EU Competition Law on Vertical Restraints</i>   |
| 4       | Laurence Idot   | <i>La pratique de l'Autorité française de concurrence en matière de restrictions verticales</i>   |
| 4       | Ioannis Lianos  | <i>Upfront access payment, category management and the new regulation of vertical restraints in EU Competition Law: importing the retail side of the story</i>  |
| 5       | Jean-François Bellis  | <i>The new EU rules on vertical restraints</i>  |
| 7-8     | Paula Vaz Freire  | <i>O poder de compra e as restrições verticais determinadas pela procura</i>  |
| 7-8     | Nuno Cunha Rodrigues  | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 4 de outubro de 2011, nos Processos C-403/08 e C429/08, Murphy Football Association Premier League Ltd e o. / QC Leisure e o. e Karen Murphy / Media Protection Services Ltd</i> |
| 33-34   | Francisco Espregueira Mendes, Leyre Prieto & Daniela Cardoso      | <i>Da natureza das restrições à concorrência nos acordos de distribuição seletiva: a influência de Coty Prestige no comércio eletrónico</i>   |
| 37      | Tânia Luísa Faria, Maria Francisca Couto e Francisco Chilão Rocha | <i>Comércio eletrónico e restrições verticais da concorrência: regresso ao futuro?</i>  |

*Restrições horizontais*

| N.º RCR | Autor                            | Título do Artigo   |
|---------|----------------------------------|--|
| 1       | João Matos Viana                 | <i>Acórdão do Tribunal de Primeira Instância de 8 de Julho de 2008 – Processo T-99/04 (Os conceitos de autor e cúmplice de uma infracção ao artigo 81.º TCE)</i>   |
| 2       | João Pateira Ferreira            | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 4 de Junho de 2009 (3.ª secção) no Processo C-8/08, T-Mobile Netherlands BV e o. c. Raad van bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit (Práticas concertadas entre empresas, trocas de informações e infracções concorrenciais por objecto e/ou por efeito)</i> |
| 4       | Arianna Andreangeli              | <i>Modernizing the approach to article 101 TFEU in respect to horizontal agreements: has the Commission's interpretation eventually “come of age”?</i>   |
| 4       | Silke Obst / Laura Stefanescu    | <i>New block exemption regulation for the insurance sector – main changes</i>  |
| 6       | Donald I Baker/Edward A. Jesson  | <i>Adam Smith, modern networks and the growing need for antitrust rationality on competitor cooperation</i>  |
| 6       | Luís D. S. Morais                | <i>The New EU Framework of Horizontal Cooperation Agreements</i>   |
| 6       | Fernando Pereira Ricardo         | <i>As infracções pelo objecto do artigo 101.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia na jurisprudência da União Europeia</i>   |
| 6       | Cristina Camacho/Jorge Rodrigues | <i>Using Economic Evidence in Cartel Cases: A Portuguese Case Study</i>  |
| 6       | João Pateira Ferreira            | <i>A aplicação da Lei da Concorrência às decisões de associações de empresas na jurisprudência do Tribunal do Comércio de Lisboa</i>   |
| 13      | Imelda Maher                     | <i>The New Horizontal Guidelines: Standardisation</i>  |
| 13      | Margarida Caldeira               | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 28 de fevereiro de 2013, no Processo C-1/12, Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas v. Autoridade da Concorrência – Aplicação das regras de concorrência a ordens profissionais</i>  |
| 16      | Margarida Caldeira               | <i>Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 7 de janeiro de 2014 e Decisão Sumária do Tribunal Constitucional de 21 de maio de 2014, Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas contra Autoridade da Concorrência</i>  |

|       |                                    |  |
|-------|------------------------------------|--|
| 18    | João Cardoso Pereira               | <i>Judgment of the Court (Third Chamber) of 11 September 2014, Groupement des cartes bancaires (CB) v European Commission (Groupement des Cartes Bancaires: Reshaping the Object Box)</i>                                    |
| 19    | Margarida Caldeira                 | <i>Acórdão do Tribunal Constitucional de 16 de Dezembro de 2014, Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas contra Autoridade da Concorrência – Aplicação das regras de concorrência a ordens profissionais e foro competente</i> |
| 33-34 | Angelo Gamba Prata de Carvalho     | <i>Os contratos associativos no direito da concorrência brasileiro</i>   |
| 33-34 | Marcela Lorenzetti                 | <i>Contratos associativos no transporte marítimo: análise de VSAs no Brasil</i>  |
| 35    | Bernardo Sarmiento & Jorge Padilla | <i>Another look at the competitive assessment of information exchanges amongst competitors in EU Competition Law</i>   |
| 36    | Richard Whish                      | <i>Hub and spoke concerted practices</i>   |
| 37    | João Miranda Poças                 | <i>O enquadramento da figura hub-and-spoke na jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia e dos tribunais britânicos</i>   |
| 39    | João E. Gata                       | <i>Controlling Algorithmic Collusion: Short Review of the Literature, Undecidability, and Alternative Approaches</i>   |

## Concorrência – Controlo de concentrações

| N.º RCR | Autor                                 | Título do Artigo  |
|---------|---------------------------------------|---|
| 1       | António Gomes                         | <i>Minority Shareholders and Merger Control in Portugal</i>   |
| 2       | Carlos Pinto Correia / António Soares | <i>Tender offers and merger control rules</i>   |
| 4       | Fernando Pereira Ricardo              | <i>A aquisição de participações ou de ativos da empresa insolvente e o conceito de concentração de empresas</i> |
| 5       | Miguel Mendes Pereira                 | <i>Natureza jurídica e função de compromissos, condições e obrigações no controlo prévio de concentrações</i>   |

|       |  |   |
|-------|--|---|
| 7-8   | Pedro Costa Gonçalves  | <i>Controlo de concentração de empresas no direito português (uma visão jus-administrativista)</i>  |
| 7-8   | Ana Paula Martinez   | <i>Histórico e desafios do controle de concentrações econômicas no Brasil</i>   |
| 10    | Luis Ortiz Blanco/<br>Alfonso Lamadrid de<br>Pablo                 | <i>Del test de posición dominante al test OSCE<br/>(Historia y evolución de los criterios de prohibición y<br/>autorización de las concentraciones entre empresas en<br/>el Derecho europeo, 1989 – 2004)</i> |
| 31    | Maria Teresa Capela  | <i>Controlo de concentrações e o n.º 14 do artigo<br/>145.º-N do RGICSF: uma exceção à obrigação de<br/>notificação prévia?</i>   |
| 33-34 | Daniela Cardoso  | <i>Comentário ao Acórdão do Tribunal de Justiça da<br/>União Europeia, de 7 de setembro de 2017, processo<br/>C-248/16</i>  |
| 35    | Carlos Oliveira Cruz<br>& Joaquim Miranda<br>Sarmiento             | <i>A fusão da Estradas de Portugal com a REFER:<br/>o caso da integração do operador rodoviário com o<br/>operador ferroviário</i>  |
| 36    | Ricardo Horta  | <i>Articulação AdC-ERC no âmbito do artigo 55.º do<br/>regime jurídico da concorrência: cenas dos próximos<br/>capítulos</i>  |
| 37    | Alípio Codinha, Mariana<br>Costa, Marta Ribeiro &<br>Pedro Marques | <i>Input foreclosure em concentrações verticais nos<br/>media: o caso Altice/Media Capital</i>  |
| 37    | Rita Prates  | <i>Partial implementation and gun-jumping, how<br/>original. What will they think of next? – Chapter<br/>One</i>  |
| 38    | Joaquim Caimoto Duarte   | <i>Inovação e controlo de concentrações – breves notas<br/>sobre a sua prática em Portugal</i>  |
| 39    | Thomas Hoehn   | <i>Challenges in Designing and Implementing Merger<br/>Remedies – A Monitoring Trustee Perspective</i>  |
| 39    | Simone Maciel Cuiabano   | <i>Análise Alternativa de Fusões: Indicadores de Preços<br/>x Definição de Mercado Relevante</i>  |
| 39    | Nuno Rocha de Carvalho   | <i>European Champions vs. Real Champions: What<br/>will it cost you?</i>  |

---

## Concorrência – Auxílios de Estado

| N.º RCR | Autor                                   | Título do Artigo  |
|---------|---|---|
| 3       | Piet Jan Slot                           | <i>The credit crisis and the Community efforts to deal with it</i>  |
| 3       | Manuel Porto / João Nogueira de Almeida | <i>Controlo negativo, controlo positivo ou ambos?</i>   |
| 3       | António Carlos dos Santos               | <i>Crise financeira e auxílios de Estado – risco sistémico ou risco moral?</i>  |
| 3       | Ana Rita Gomes de Andrade               | <i>As energias renováveis – Uma luz verde aos auxílios de Estado?</i>   |
| 3       | Marco Capitão Ferreira                  | <i>Decisão da Comissão Europeia relativa à garantia estatal concedida pelo Estado português ao Banco Privado Português</i>        |
| 11-12   | Alexandra Amaro                         | <i>Auxílios de Estado e contratos públicos: Os limites do concurso</i>  |
| 17      | Ricardo Pedro                           | <i>Auxílios de minimis 2014-2010: notas à luz do Regulamento (UE) n.º 1407/2013</i>   |
| 20-21   | João Zenha Martins                      | <i>Consultoria em inovação e o redesenho dos apoios ao emprego e à formação no Regulamento (UE) n.º 651/2014</i>                  |
| 27-28   | Edmilson Wagner dos Santos Conde        | <i>Poderão as decisões dos órgãos jurisdicionais que atribuem indemnizações constituir auxílios de Estado?</i>                    |
| 27-28   | Luis Seifert Guincho                    | <i>State aid and systemic crises: appropriateness of the European State aid regime in managing and preventing systemic crises</i> |
| 27-28   | Mariana Medeiros Esteves                | <i>Os auxílios de Estado sob a forma fiscal e o combate da concorrência fiscal prejudicial na União Europeia</i>                  |
| 27-28   | Ricardo Quintas                         | <i>A incongruência judicativa de uma deliberação positiva de compatibilidade de um auxílio de Estado não notificado</i>           |

**Financeiro e bancário**

| N.º RCR | Autor                           | Título do Artigo   |
|---------|---------------------------------|--|
| 2       | René Smits                      | <i>Europe's Post-Crisis Supervisory Arrangements – a Critique</i>  |
| 2       | José Nunes Pereira              | <i>A caminho de uma nova arquitetura da supervisão financeira europeia</i>   |
| 2       | Pedro Gustavo Teixeira          | <i>The Evolution of Law and Regulation and of the Single European Financial Market until the Crisis</i>  |
| 2       | Paulo de Sousa Mendes           | <i>How to deal with transnational market abuse? – the Citigroup case</i>   |
| 2       | Luís Máximo dos Santos          | <i>A reforma do modelo institucional de supervisão dos setores da banca e dos seguros em França</i>  |
| 2       | José Renato Gonçalves           | <i>A sustentabilidade da zona euro e a regulação do sistema financeiro</i>   |
| 2       | Paulo Câmara                    | <i>“Say on Pay”: o dever de apreciação da política remuneratória pela assembleia geral</i>   |
| 3       | Nuno Cunha Rodrigues            | <i>Acórdão do Tribunal de Justiça de 8 de julho de 2010 (1.ª secção) no Processo C-171/08 – Comissão c. Portugal (Crónica de uma morte anunciada?)</i>   |
| 7-8     | Paulo de Sousa Mendes           | <i>A derrogação do segredo bancário no processo penal</i>  |
| 7-8     | Felipe Hochscheidt Kreutz       | <i>O segredo bancário no processo penal</i>  |
| 7-8     | Madalena Perestrelo de Oliveira | <i>As alterações ao Regime Geral das Instituições de Crédito: o fim da era do sigilo bancário?</i>   |
| 9       | Luís Guilherme Catarino         | <i>A “agencificação” na regulação financeira da União Europeia: Novo meio de regulação?</i>  |
| 9       | Luís Máximo dos Santos          | <i>O novo regime jurídico de recuperação de instituições de crédito: Aspetos fundamentais</i>  |
| 9       | Ana Pascoal Curado              | <i>As averiguações preliminares da CMVM no âmbito da luta contra a criminalidade financeira: Natureza jurídica e aplicação do princípio nemo tenetur</i> |
| 9       | Miguel Brito Bastos             | <i>Scalping: Abuso de informação privilegiada ou manipulação de mercado?</i>   |
| 11-12   | Helena Magalhães Bolina         | <i>O direito ao silêncio e o estatuto dos supervisionados no mercado de valores mobiliários</i>  |
| 11-12   | Vinicius de Melo Lima           | <i>Ações neutras e branqueamento de capitais</i>   |

|       |                                  |   |
|-------|----------------------------------|---|
| 13    | Bernardo Feijoo Sánchez          | <i>El Derecho Penal Español frente a fraudes bursátiles transnacionales – ¿Protege el derecho penal del mercado de valores los mercados financieros internacionales?</i>  |
| 14-15 | Bernardo Feijoo Sánchez          | <i>Imputacion objetiva en el derecho penal económico: el alcance del riesgo permitido. Reflexiones sobre la conducta típica en el derecho penal del mercado de valores e instrumentos financieros y de la corrupción entre particulares</i> |
| 17    | Joseph Dale Mathis               | <i>European Payment Services: How Interchange Legislation Will Shape the Future of Retail Transactions</i>  |
| 18    | José Gonzaga Rosa                | <i>Shadow Banking – New Shadow Entities Come to Light</i>   |
| 18    | Pedro Lobo Xavier                | <i>Das medidas de resolução de instituições de crédito em Portugal – análise do regime dos bancos de transição</i>  |
| 18    | Sofia Brito da Silva             | <i>A notação de risco da dívida soberana: O exercício privado de um serviço de interesse público</i>  |
| 20-21 | Pablo Galain Palermo             | <i>Lavado de activos en Uruguay: una visión criminológica</i>   |
| 20-21 | Sérgio Varela Alves              | <i>Da participação da Banca em Sociedades não Financeiras: Mais do que allfinance</i>   |
| 20-21 | Rute Saraiva                     | <i>Um breve olhar português sobre o modelo de supervisão financeira em Macau</i>  |
| 20-21 | Luís Pedro Fernandes             | <i>Dos sistemas de Microcrédito na Lusofonia: Problemas e soluções</i>  |
| 20-21 | Daniela Pessoa Tavares           | <i>O segredo bancário na legislação bancária de Angola, Cabo Verde e Moçambique</i>   |
| 20-21 | Raluca Ghiurco                   | <i>As instituições de supervisão financeira em Moçambique</i>   |
| 20-21 | Francisco Mário                  | <i>Supervisão bancária no sistema financeiro Angolano</i>   |
| 20-21 | Catarina Balona/João Pedro Russo | <i>O Banco de Cabo Verde – Principais aspetos orgânicos e funcionais</i>  |
| 20-21 | José Gonzaga Rosa                | <i>União Económica e Monetária da África Ocidental: uma boa ideia, com uma execução pobre</i>   |
| 20-21 | Tiago Larsen                     | <i>Regulação bancária na Guiné-Bissau</i>   |
| 23-24 | Luís Guilherme Catarino          | <i>“Fit and Proper”: o controlo administrativo da idoneidade no sector financeiro</i>   |



|       |   |   |
|-------|---|---|
| 23-24 | Margarida Reis  | <i>A idoneidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das instituições de crédito</i>  |
| 23-24 | Inês Serrano de Matos   | <i>"Debt finance": as obrigações como engodo do investidor e a informação externa como um meio de tutela daquele</i>                                    |
| 23-24 | João Andrade Nunes  | <i>Os deveres de informação no mercado de valores mobiliários: o prospeto</i>   |
| 23-24 | João Vieira dos Santos  | <i>A união dos mercados de capitais e o Sistema Europeu de Supervisão Financeira</i>  |
| 27-28 | Bruno Miguel Fernandes  | <i>A garantia de depósitos bancários</i>  |
| 29    | Álvaro Silveira de Meneses  | <i>Leading the way through: the role of the European Central Bank as pendulum, shield and supervisor of the euro area</i>                               |
| 31    | Miguel da Câmara Machado  | <i>Problemas, paradoxos e principais deveres na prevenção do branqueamento de capitais</i>  |
| 33-34 | Katerina Lagaria  | <i>Towards a single capital markets supervisor in the EU: the proposed extension of ESMA's supervisory powers</i>                                       |
| 33-34 | Ivana Souto de Medeiros   | <i>A resolução bancária e a salvaguarda do erário público na União Europeia: do bail-out ao bail-in</i>   |
| 33-34 | Lucas Catharino de Assis  | <i>A liberdade de circulação de capitais e a necessidade de se garantir a eficácia dos controlos fiscais nas situações envolvendo Estados terceiros</i> |
| 33-34 | Frederico Machado Simões  | <i>Sobre o novo regime do concurso de infrações no Código dos Valores Mobiliários e o Princípio do Ne Bis in Idem</i>                                   |
| 39    | Lara Tobías Peña, José Luís Rodríguez López & Pedro Hinojo González | <i>Fintech and its Implications for Competition and Regulation</i>  |

## Seguros

| N.º RCR | Autor                      | Título do Artigo   |
|---------|----------------------------|--|
| 25      | Catarina Baptista Gomes    | <i>Os danos indemnizáveis no seguro financeiro</i>                           |
| 25      | Celina Isabel Dias Videira | <i>O seguro de responsabilidade civil profissional dos advogados</i>         |
| 25      | Miguel Duarte Santos       | <i>O beneficiário nos seguros de pessoas</i>                                 |
| 36      | Maria Elisabete Ramos      | <i>Distribuição de seguros, proteção do cliente e arbitragem regulatória</i> |

## Comunicações eletrónicas

| N.º RCR | Autor                  | Título do Artigo  |
|---------|------------------------|---|
| 7-8     | Ana Amante/João Vareda | <i>Switching Costs in the Portuguese Telecommunications Sector: Results from a Customer Survey</i>  |
| 11-12   | Ana Proença Coelho     | <i>Entre o dever de colaborar e o direito de não se autoinculpar: O caso da supervisão do ICP-ANACOM</i>  |
| 14-15   | Manuel da Costa Cabral | <i>A governação da Internet e o posicionamento de Portugal</i>  |
| 14-15   | Marta Moreira Dias     | <i>Perspetiva sobre os 25 anos da Internet em .pt</i>   |
| 14-15   | Victor Castro Rosa     | <i>Digital Piracy and Intellectual Property Infringement: role, liability and obligations of Internet Service Providers. The evolution of European Case-Law</i> |
| 14-15   | David Silva Ramalho    | <i>A investigação criminal na dark web</i>  |
| 19      | João Confraria         | <i>Perspetivas de mudança na regulação das comunicações</i>   |

## Energia

| N.º RCR | Autor                    | Título do Artigo  |
|---------|--------------------------|---|
| 11-12   | Miguel Sousa Ferro       | <i>Nuclear Law at the European Court in the 21<sup>st</sup> Century</i>   |
| 13      | Orlindo Francisco Borges | <i>Responsabilidade civil das sociedades de classificação por derrames petrolíferos causados por navios inspecionados: em busca de um claro regime entre o port state control e os contratos de classificação</i> |
| 18      | Filipe Matias Santos     | <i>O comercializador de último recurso no contexto da liberalização dos mercados de eletricidade e gás natural</i>  |

## Saúde

| N.º RCR | Autor  | Título do Artigo   |
|---------|--|--|
| 10      | Olívio Mota Amador   | <i>Desafios da regulação da saúde em Portugal nos tempos de crise</i>                  |
| 30      | Sofia Nogueira da Silva,<br>Nuno Castro Marques &<br>Álvaro Moreira da Silva | <i>O Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão: visão da regulação em saúde</i> |

## Autoridades Reguladoras e Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão

| N.º RCR | Autor  | Título do Artigo   |
|---------|--|--|
| 3       | João Confraria   | <i>Falhas do Estado e regulação independente</i>   |
| 6       | Jorge André Carita Simão   | <i>A responsabilidade civil das autoridades reguladoras</i>  |
| 7-8     | Victor Calvete   | <i>Entidades administrativas independentes: Smoke &amp; Mirrors</i>  |
| 17      | Luís Silva Morais  | <i>Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras – Algumas questões essenciais e justificação do perímetro do regime face às especificidades da supervisão financeira</i> |
| 17      | João Confraria   | <i>Uma análise económica da Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras Independentes</i>   |
| 17      | Luis Guilherme Catarino  | <i>O Novo Regime da Administração Independente: Quis custodiet ipsos custodes?</i>   |
| 17      | Tânia Cardoso Simões   | <i>Entidades reguladoras: Um ano de Lei-Quadro</i>   |
| 29      | Nuno Cunha Rodrigues & Rui Guerra da Fonseca   | <i>O quadro da responsabilidade civil extracontratual das entidades reguladoras do setor financeiro</i>  |
| 30      | Francisca Van Dunem  | <i>Prefácio ao dossier especial comemorativo do 5.º aniversário do TCRS</i>  |
| 30      | Carla Câmara   | <i>Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão: quo vadis?</i>  |
| 30      | Fernando Oliveira Silva & Fernando Batista   | <i>A regulação dos setores da construção, do imobiliário e dos contratos públicos</i>  |
| 30      | Luís Miguel Caldas, Marta Borges Campos, Alexandre Leite Baptista & Anabela Morão de Campo | <i>Âmbito e desafios do controlo jurisdicional do Tribunal da Concorrência Regulação e Supervisão: a vida íntima dos processos</i>                                 |
| 30      | Miguel Sousa Ferro   | <i>Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão: uma análise jurídico-económica no seu 5.º aniversário</i>   |
| 30      | Pedro Marques Bom & Ana Cruz Nogueira  | <i>Cinco anos, cinco desafios</i>  |
| 30      | Pedro Portugal Gaspar & Helena Sanches   | <i>Deverão os recursos de todas as decisões contraordenacionais adotadas pela ASAE catrem na jurisdição do TCRS?</i>   |
| 30      | Ricardo Gonçalves & Ana Lourenço   | <i>Uma proposta de avaliação de impacto da criação do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão</i>   |

|       |  |   |
|-------|--|---|
| 30    | Sofia Nogueira da Silva,<br>Nuno Castro Marques &<br>Álvaro Moreira da Silva | <i>O Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão: visão da regulação em saúde</i>  |
| 33-34 | Raúl Vieira da Silva   | <i>A independência orçamental das entidades reguladoras à luz da nova lei-quadro</i>  |
| 33-34 | Miguel Pena Machete &<br>Catarina Pinto Xavier                               | <i>Autoridade da Concorrência – dividir para reinar?</i>  |
| 33-34 | Vicente Bagnoli  | <i>Business strategies to improve antitrust compliance in Brazil and the approach of CADE to advocacy: the Car Wash investigation</i> |
| 35    | Fernando Pereira Ricardo   | <i>As cativações e a autonomia administrativa e financeira das entidades reguladoras independentes (e da AdC em particular)</i>       |

## Regulação do comércio e concorrência desleal

| N.º RCR | Autor             | Título do Artigo   |
|---------|-------------------|--|
| 2       | Jaime Andrez      | <i>Propriedade Industrial e concorrência – uma leitura económica da sua inevitável complementaridade</i> |
| 6       | Deolinda de Sousa | <i>O alinhamento de preços nas vendas com prejuízo</i>   |
| 7-8     | Peter Freeman     | <i>The UK experience: The Grocery Supply Code of Practice</i>  |

## Contratação pública

| N.º RCR | Autor  | Título do Artigo   |
|---------|--|--|
| 19      | António Ferreira Gomes/<br>Ana Sofia Rodrigues | <i>Enhancing Efficiency in Public Procurement in Portugal: An Overview of the Relevant Competition Issues</i>  |
| 19      | Nuno Cunha Rodrigues                           | <i>O princípio da concorrência nas novas diretivas sobre contratação pública</i>                               |
| 19      | Raquel Carvalho                                | <i>As novas Diretivas da Contratação Pública e a tutela da concorrência na execução dos contratos públicos</i> |
| 27-28   | Pedro Matias Pereira                           | <i>O dever de resolver contratos públicos</i>  |
| 27-28   | Luís Almeida                                   | <i>A Contratação Pública Verde no quadro da nova Diretiva 2014/24/UE</i>                                       |

|    |   |  |
|----|---|--|
| 29 | Isabel Andrade & Joaquim Miranda Sarmento | <i>Uma análise contratual às renegociações das PPP e concessões no setor das águas em Portugal</i>                 |
| 32 | Nuno Cunha Rodrigues                      | <i>Contratação Pública e concorrência: de mãos dadas ou de costas voltadas?</i>                                    |
| 38 | Fernando Batista                          | <i>Apresentação de propostas, num mesmo procedimento concorrencial, por operadores económicos ligados entre si</i> |

---

## Direito contraordenacional e processual penal

| N.º RCR | Autor                       | Título do Artigo   |
|---------|-----------------------------|--|
| 7-8     | Luís Greco                  | <i>Existem critérios para a postulação de bens jurídicos coletivos?</i>  |
| 9       | Ricardo Oliveira Sousa      | <i>A comunicabilidade da prova obtida em direito processual penal para o processo contraordenacional</i>   |
| 10      | André Mauro Lacerda Azevedo | <i>Bribery Act 2010: Um novo paradigma no enfrentamento da corrupção</i>   |
| 13      | André Paralta Areias        | <i>O valor do princípio da presunção de inocência no novo regime da indemnização por indevida privação da liberdade</i>  |
| 13      | Tiago Geraldo               | <i>A reabertura do inquérito (ou a proibição relativa de repetição da ação penal)</i>  |
| 14-15   | Miguel Prata Roque          | <i>O Direito Sancionatório Público enquanto bissetriz (imperfeita) entre o Direito Penal e o Direito Administrativo – a pretexto de alguma jurisprudência constitucional</i> |
| 14-15   | Milene Viegas Martins       | <i>A admissibilidade de valoração de imagens captadas por particulares como prova no processo penal</i>  |
| 16      | Érico Fernando Barin        | <i>Alargar a perda alargada: O projeto Fenix</i>   |
| 16      | José Danilo Tavares Lobato  | <i>Um panorama da relação entre abuso e direito, ações neutras e lavagem de dinheiro</i>   |
| 16      | Mafalda Melim               | <i>Standards de prova e grau de convicção do julgador</i>  |
| 16      | David Silva Ramalho         | <i>O uso de malware como meio de obtenção de prova em processo penal</i>   |
| 16      | Catiuce Ribas Barin         | <i>A valoração das gravações de áudio produzidas por particulares como prova no processo penal</i>   |
| 16      | José Neves da Costa         | <i>Do aproveitamento em processo penal das provas ilicitamente obtidas por particulares – O caso BCP</i>   |

|       |                                  |  |
|-------|----------------------------------|--|
| 16    | Catarina Abegão Alves            | <i>Agente infiltrado ou provocador? Um problema de proibição de prova à luz do caso Teixeira de Castro v. Portugal</i>   |
| 23-24 | Stephen Mason                    | <i>Towards a global law of electronic evidence? An exploratory essay</i>   |
| 23-24 | Daniel Diamantaras de Figueiredo | <i>O direito ao confronto e o caso Al-Khawaja e Tahery c. Reino Unido</i>  |
| 23-24 | Felipe Soares Tavares<br>Morais  | <i>O ônus da prova e a presunção de inocência no processo penal brasileiro</i>   |
| 23-24 | Margarida Caldeira               | <i>A utilizabilidade probatória das declarações prestadas por arguido em fase anterior ao julgamento</i>   |
| 27-28 | Ana Catarina Martins             | <i>Imputação subjetiva: como se constrói e se prova o dolo da pessoa coletiva?</i>   |
| 27-28 | Maria João Almeida<br>Semedo     | <i>Imputação subjetiva: como se constrói e prova o dolo da pessoa jurídica – orientação jurisprudencial</i>  |
| 27-28 | Joana Gato                       | <i>Identificação de algum dos dirigentes que são agentes do facto coletivo como requisito para a responsabilização da pessoa coletiva</i>  |
| 27-28 | João Nuno Casquinho              | <i>Responsabilidade penal das pessoas coletivas em casos de fusão, cisão ou transformação</i>  |
| 27-28 | João Pedro Neves<br>Rodrigues    | <i>Critérios objetivos de imputação de facto coletivamente típico à pessoa coletiva e o conceito de gerentes de facto e de direito</i>   |
| 29    | Renzo Orlandi                    | <i>“Operazione Mani Pulite” e seu contexto político, jurídico e constitucional</i>   |
| 29    | Antonieta Nóbrega                | <i>O jornalista assistente no processo penal português</i>   |
| 29    | Joana Geraldo Dias               | <i>A consagração de um novo paradigma na ordem jurídica: a divisão bipartida dos dados relativos às comunicações eletrónicas</i>   |
| 29    | Sónia Cruz Lopes                 | <i>Interceção de comunicações para prova dos crimes de injúrias, ameaças, coação, devassa da vida privada e perturbação da paz e do sossego cometidos por meio diferente do telefone</i> |
| 31    | Nivaldo Machado Filho            | <i>O agente infiltrado em duelo com o contraditório: aspectos críticos de seu relatório e depoimento</i>   |
| 32    | Enrico Sanseverino               | <i>O crime de corrupção no sector privado e o seu tratamento em uma perspetiva internacional em face dos interesses tutelados</i>  |

---

## Ambiente

| N.º RCR | Autor                         | Título do Artigo  |
|---------|-------------------------------|---|
| 2       | José Danilo Tavares Lobato    | <i>Princípio da subsidiariedade do Direito Penal e a adoção de um novo sistema jurídico na tutela ambiental</i> |
| 5       | António Sequeira Ribeiro      | <i>A revisão da lei de bases do ambiente (algumas notas sobre a vertente sancionatória)</i>                     |
| 5       | Heloísa Oliveira              | <i>Eficácia e adequação na tutela sancionatória de bens ambientais</i>  |
| 5       | José Danilo Tavares Lobato    | <i>Acessoriedade administrativa no direito penal do ambiente e os riscos para o princípio da legalidade</i>     |
| 5       | Annette Bongardt/João E. Gata | <i>Competition Policy and Environmental Protection: a critical overview</i>                                     |
| 5       | Giulio Federico               | <i>Climate Change and Environmental Policies in the European Electricity Sector</i>                             |

## Transportes

| N.º RCR | Autor   | Título do Artigo  |
|---------|---|---|
| 26      | João E. Gata                                    | <i>A economia de partilha</i>   |
| 26      | Joana Campos Carvalho                           | <i>Enquadramento jurídico da atividade da Uber em Portugal</i>  |
| 30      | João Carvalho & Eduardo Lopes Rodrigues         | <i>Regulação económica independente no ecossistema da mobilidade e dos transportes</i>  |
| 33-34   | Carlos Oliveira Cruz & Joaquim Miranda Sarmento | <i>Concorrência e regulação na privatização dos aeroportos num contexto de finanças públicas sob stress: uma análise das motivações do governo e dos investidores</i> |

**Artigos transversais e outros**

| N.º RCR | Autor                                    | Título do Artigo   |
|---------|--|--|
| 1       | Manuel Sebastião                         | <i>The Portuguese Competition Authority and the Portuguese Competition and Regulation Journal – A meeting of the minds</i>   |
| 1       | Eduardo Paz Ferreira                     | <i>Em torno da regulação económica em tempos de mudança</i>  |
| 16      | Nuno Sousa e Silva                       | <i>The proposed Directive on multi-territorial licensing for online music – Is competition a good idea?</i>                  |
| 20-21   | Miguel da Câmara Machado                 | <i>“Corrupção: denuncie aqui” – vale tudo no combate à corrupção?</i>  |
| 22      | Paulo Alves Pardal                       | <i>O acidentado percurso da Constituição Económica Portuguesa</i>  |
| 32      | Miguel Moura e Silva e Manuel Cabugueira | <i>The competition impact of extending the activity of waste and water management concessionaires to competitive markets</i> |
| 35      | Carlos Pinto de Abreu                    | <i>Breves notas sobre segurança da informação, acesso a dados e privacidade</i>  |
| 38      | Luís Catarino                            | <i>Segredos da Administração: segredos de supervisão e de sanção</i>   |



1. A *Revista de Concorrência e Regulação* (C&R) está aberta à colaboração dos seus Leitores, pelo que aceita para publicação artigos (de doutrina ou breves), estudos ou comentários de jurisprudência que se enquadrem na temática geral do Direito e Economia da concorrência e regulação e na temática específica de cada número, de acordo com um duplo critério de interesse informativo e qualidade científica.
2. Todos os textos a publicar na C&R são da responsabilidade exclusiva dos seus Autores. A publicação dos textos não significa a concordância da C&R com as posições neles expressas.
3. Os textos a publicar devem ser inéditos e podem ser apresentados em língua portuguesa, espanhola, francesa ou inglesa. Os textos são publicados no idioma em que foram redigidos.
4. Em casos excecionais, poderão ser aceites textos não inéditos, devendo o Autor indicar onde foram publicados anteriormente. Se aceite, o texto será publicado no idioma em que, originalmente, foi redigido, devendo – se aplicável – o Autor assegurar a respetiva tradução para um dos 4 idiomas acima referidos.
5. Aos textos, os Autores devem ainda juntar uma breve nota curricular (que não deverá exceder, para cada versão linguística, 950 carateres, incluindo espaços) em português e inglês, morada e endereço eletrónico.
6. A informação sobre as normas formais de estilo aplicáveis aos textos a submeter à *Revista de Concorrência e Regulação* deve ser solicitada, antes do envio do texto, através do endereço eletrónico [revista@concorrenca.pt](mailto:revista@concorrenca.pt), ou acedida em [http://www.concorrenca.pt/vPT/Estudos\\_e\\_Publicacoes/Revista\\_CR/Paginas/Revista-CR.aspx](http://www.concorrenca.pt/vPT/Estudos_e_Publicacoes/Revista_CR/Paginas/Revista-CR.aspx).
7. Os trabalhos devem ser remetidos em formato digital para o endereço eletrónico [revista@concorrenca.pt](mailto:revista@concorrenca.pt) ou para a morada: Autoridade da Concorrência – Avenida de Berna, 19, 1050-037 Lisboa, ao cuidado de Ricardo Bayão Horta.
8. As provas tipográficas dos textos aprovados para publicação serão enviadas ao Autor para a morada ou endereço eletrónico por si indicados, para revisão.

*Collaboration with*

REVISTA DE CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO

1. *Revista de Concorrência e Regulação* (C&R) welcomes submissions for publication from its readers, including papers (academic or short), studies or case comments, related to Competition and Regulation Law and Economics and the specific theme of each issue, according to the interest and scientific quality of each contribution.
2. Authors are exclusively responsible for their papers. Publication of papers does not mean that C&R endorses the views expressed therein.
3. Papers must not have been published elsewhere and can be submitted in Portuguese, Spanish, French or English. Papers will be published in their original language.
4. In exceptional cases, papers that have already been published may be accepted. In such circumstances Authors are required to indicate where the paper was previously published. If accepted, the paper is published in its original language, remaining the Author responsible for ensuring its translation into 1 of the 4 accepted languages.
5. Authors must provide a short CV in Portuguese and English, (which should not exceed 950 character, including spaces, for each of the languages) as well as mailing and email addresses.
6. Further information on the formal rules for submission of materials to the C&R must be requested in advance, either by contacting [revista@concorrencia.pt](mailto:revista@concorrencia.pt) or by accessing the link [http://www.concorrencia.pt/vPT/Estudos\\_e\\_Publicacoes/Revista\\_CR/Paginas/Revista-CR.aspx](http://www.concorrencia.pt/vPT/Estudos_e_Publicacoes/Revista_CR/Paginas/Revista-CR.aspx).
7. Contributions must be sent in digital format to the email address [revista@concorrencia.pt](mailto:revista@concorrencia.pt) or to the address: Autoridade da Concorrência – Avenida de Berna, 19, 1050-037 Lisboa – Portugal, to the attention of Mr. Ricardo Bayão Horta.
8. Prior to publication, proofs will be sent to the Authors, to the mailing address or email address previously indicated.

## ÓRGÃOS SOCIAIS

### DIREÇÃO

Maria João Melícias/Miguel Sousa Ferro

### CONSELHO CIENTÍFICO

**Presidentes:** Eduardo Paz Ferreira/Margarida Matos Rosa

### Membros:

António Avelãs Nunes  
António Ferreira Gomes  
António Menezes Cordeiro  
Augusto Silva Dias  
Barry Hawk  
Bernardo Feijóo Sánchez  
Bo Vesterdorf  
Carlos Pinto Correia  
David Gerber  
Diogo Rosenthal Coutinho  
Donald Baker  
Douglas Rosenthal  
Eleanor Fox  
Fernando Borges Araújo  
Fernando Herren Aguillar  
Francisco Marcos  
Florianos Marques  
François Souty  
Frederic Jenny  
Geraldo Prado  
Gerhard Dannecker  
Germano Marques da Silva  
Giorgio Monti  
Harry First  
Heike Schweitzer  
Ioannis Kokkoris  
João Ferreira do Amaral  
Jorge Braga de Macedo

Jorge de Figueiredo Dias  
José António Veloso  
José Danilo Lobato  
José Luís da Cruz Vilaça  
José de Faria Costa  
José de Oliveira Ascensão  
José Lobo Moutinho  
José Manuel Sérvulo Correia  
Jürgen Wolter  
Keiichi Yamanaka  
Klaus Rogall  
Laurence Idot  
Luís Cabral  
Luís Greco  
Manuel da Costa Andrade  
Manuel Lopes Porto  
Marco Bronckers  
Maria Fernanda Palma  
Mark Zöller  
Miguel Moura e Silva  
Miguel Nogueira de Brito  
Miguel Poiaras Maduro  
Nicolas Charbit  
Oswald Jansen  
Patrick Rey  
Paulo Câmara  
Paulo de Pitta e Cunha  
Paulo Pinto de Albuquerque

Pedro Pais de Vasconcelos  
Pedro Pitta Barros  
Peter Freeman CBE, QC  
Philip Marsden  
Piet Jan Slot  
René Smits

Richard Wish  
Rosa Greaves  
Vasco Pereira da Silva  
Vito Tanzi  
William Kovacic  
Wouter Wils

### **CONSELHO CIENTÍFICO**

João E. Gata/Nuno Cunha Rodrigues

### **CONSELHO CONSULTIVO**

João E. Gata/Jorge Simões/Nuno Cunha Rodrigues

### **CONSELHO DE REDAÇÃO**

**Presidente:** Ricardo Bayão Horta

### **Comissão Coordenadora:**

Cristina Camacho  
Fernando Pereira Ricardo  
João Cardoso Pereira  
José Renato Gonçalves

Luís Vale Lima  
Nazaré da Costa Cabral  
Ricardo Bayão Horta  
Vitor Miguel Lourenço

### **Editores:**

*Concorrência – Questões gerais, europeu e comparado*

Carlos Pinto Correia/João E. Gata

*Concorrência – Práticas restritivas*

Fernando Xarepe Silveiro/João Pateira Ferreira

*Concorrência – Auxílios de Estado*

Miguel Mendes Pereira/António Carlos dos Santos/Marco Capitão Ferreira

*Concorrência – Concentrações*

Margarida Rosado da Fonseca

*Autoridades reguladoras*

João Miranda

*Direito contraordenacional e processual penal*

Teresa Quintela de Brito/João Matos Viana/Vânia Costa Ramos

*Economia*

António Pedro Santos/Jorge Rodrigues/Paulo Gonçalves

*Água e resíduos*

João Miranda

*Ambiente*

Carla Amado Gomes

*Aviação civil*

António Moura Portugal

*Comércio, consumo e concorrência desleal*

Teresa Moreira

*Contratação pública*

Nuno Cunha Rodrigues

*Energia*

Gonçalo Anastácio

*Financeiro*

Rute Saraiva/Hugo Moredo Santos

*Transportes terrestres e marítimos*

Tânia Cardoso Simões

*Saúde*

Nuno Castro Marques

*Direito contraordenacional e processual penal*

Teresa Quintela de Brito/João Matos Viana/Vânia Costa Ramos

*Direito probatório*

Rui Soares Pereira/David Silva Ramalho

**Secretariado Executivo:**

Manuela Oliveira

Natália Leite

**C&R**