

Soft Law e boa governança no mercado das criptomoedas

Soft Law and good governance in the cryptocurrencies market

João Vieira dos Santos

Doutorando em Direito na Faculdade de Direito da Universidade do Porto

Advogado

Avenida da Liberdade, 249, 8.º, 1250-143 Lisboa

jnsantos12@hotmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-1412-7585>

Abril 2018

RESUMO: As maiores exigências de competitividade das empresas, no contexto global, têm-se repercutido, de sobremaneira, na organização económica da nossa sociedade, tendo surgido uma quantidade nunca antes vista de novos projetos de inovação a tentar ganhar a sua quota de mercado. No mesmo sentido, a revolução tecnológica, nossa contemporânea, tem demonstrado uma verdadeira força transformadora de fenómenos existentes e exploradora de espaços desconhecidos e novos paradigmas, fazendo-nos questionar e reconsiderar os nossos princípios, regras e a nossa conceção do modelo de convivência social, numa ótica de contribuir, colaborar e comunicar de forma a arranjar melhores soluções para um mundo, que se tornou tão pequeno. Com base no exposto, procuraremos neste artigo analisar juridicamente o novo paradigma oferecido pela tecnologia *blockchain* e pelas criptomoedas e, em específico, as repostas regulatórias a este novo e desafiante mercado, tendo em vista aprofundar os conhecimentos sobre os mecanismos flexíveis e dinâmicos de regulação como a *Soft Law* e a autorregulação.

PALAVRAS-CHAVE: *Soft Law*; Boa Governança; Criptomoedas; *Blockchain*; Autorregulação; Regulação.

ABSTRACT: The greater demands of competitiveness between companies, in the global context has overly affected the economical organization of our society, where an unprecedented number of innovation projects have emerged, trying to gain its market share. In the same vein, the technical revolution has shown a real transforming force of existing realities and a discoverer of unknown places and new paradigms, makings us question and reconsider our principles, rules and our conception of social living, from the perspective of contribution, collaboration and communication to improve the world that has become so small. On the basis of the above, we intend with this essay to conduct a legal analysis of the new paradigm offered by the blockchain technology, the cryptocurrencies and, in specific, the regulatory responses to this new and challenging market, taking into consideration the deepening of the awareness of the flexible and dynamic mechanisms of regulation, such as *Soft Law* and auto-regulation.

KEYWORDS: *Soft Law*; Good Governance; Cryptocurrencies; *Blockchain*; Auto-regulation; Regulation.

SUMÁRIO

1. Introdução
 2. *Soft Law*
 3. Instrumentos de autorregulação
 4. Códigos de boa governança
 5. Conclusões
- Bibliografia

1. Introdução

A rápida evolução da inovação tecnológica tem provocado novos e grandes desafios regulatórios a nível global. A complexidade e a imprevisibilidade da interseção da tecnologia com outras áreas como a finança implicam uma resposta igualmente inovadora e eficiente por parte dos reguladores. No setor financeiro, por exemplo, multiplicaram-se nos últimos anos as exigências regulatórias, provocando grandes dificuldades aos agentes inovadores para competirem no mercado.

Devido às circunstâncias referidas, impõe-se aos reguladores uma dupla tarefa difícil de compatibilizar: compreender as inovações tecnológicas, agindo de forma cautelosa para não criar constrangimentos aos agentes inovadores que pretendem entrar no mercado; e criar instrumentos flexíveis que consigam acompanhar os movimentos do mercado, de forma a prevenir, corrigir e responder aos riscos e problemas associados à inovação.

Isto posto, pretendemos analisar neste estudo estas dificuldades dos reguladores perante um mercado extremamente inovador e complexo que é o mercado das criptomoedas. As criptomoedas têm por base a tecnologia *blockchain*, uma tecnologia completamente inovadora que normalmente é definida como uma base de dados distribuída e imutável, gerida de forma descentralizada e, geralmente, de forma autónoma, com uma verificação algorítmica e criptográfica associada, permitindo, assim, registar elementos de informação agrupados em blocos de armazenamento digital numa corrente expansível, tornando este sistema quase incorruptível por ser necessário decompor toda a corrente de blocos para alterar os registos criados¹.

A utilização das criptomoedas e da tecnologia *blockchain*, em geral, tem sido vista como uma forma de aumentar a transparência e a confiança nas transações e, assim, mitigar o risco sistémico e aumentar a estabilidade do sistema financeiro. No entanto, existem também um elevado número de riscos associados às criptomoedas e à tecnologia *blockchain* - que devido à falta de regulamentação deste fenómeno, tornam-se ainda maiores e mais preocupantes -, tais como, o risco de fraude, a manipulação de mercado e a volatilidade destes ativos.

Com efeito, apesar de as criptomoedas surgirem como plataformas essenciais para a inovação, não só como forma de pagamento, mas sobretudo como meio de financiamento a projetos inovadores, a quantidade de fraudes já verificadas demonstra que a sua estrutura e organização terá que ser melhorada, uma vez que tem sido muito comum a recentralização do sistema em agentes económicos fortes e a violação dos princípios básicos da comunidade *blockchain* - descentralização, democratização e transparência -, estando o mercado das criptomoedas completamente desprovido de controlo e de sanções.

Perante as dificuldades dos reguladores adotarem uma regulamentação específica que defina o âmbito destas novas e complexas figuras, analisaremos os instrumentos de *Soft Law* e de

¹ Para uma explicação das bases da tecnologia Blockchain cfr. WITTE, *The Blockchain: A Gentle Introduction*, 2016, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>; e BONNEAU, FELTEN, MILLER e GOLDFEDER, *Bitcoin and Cryptocurrency Technologies. A Comprehensive Introduction*, 2016, disponível em: https://lopp.net/pdf/princeton_bitcoin_book.pdf.

autorregulação - mormente, os códigos de boa governança -, que poderão ser adotados neste âmbito, perscrutando quais poderão ser as vantagens e desvantagens da sua adoção no mercado das criptomoedas, para que este seja mais estável e seguro.

2. *Soft Law*

Apesar da longa discussão sobre o que é *Soft Law* no Direito Internacional², devido à categorização de tratados e outros instrumentos, uma conceptualização mais objetiva de *Soft Law* no Direito da União Europeia surgiu em 1994, através da obra “The Effectiveness of EC Law” de Francis Snyder, em que o autor transmite o seguinte conceito de *Soft Law*: “regras de conduta que, em princípio, não tem força jurídica vinculativa, mas que, apesar disso, podem ter efeitos práticos”³.

Nos anos subsequentes, a utilização de *Soft Law* foi aumentando como complemento aos atos legislativos, nas políticas regulatórias das diferentes autoridades públicas por toda a União Europeia, ao mesmo tempo em que se foram “disseminando, à medida das necessidades e à margem de um plano geral, autoridades reguladoras independentes, seja *ex novo*, seja através de sucessivas reorganizações administrativas de direções gerais e de institutos públicos, com características de independência orgânica e funcional e amplos poderes de regulação (normativos, de decisão unilateral e resolução de litígios) e de supervisão”⁴.

Deu-se início ao que costuma ser caracterizado pela doutrina anglo-saxónica por *Soft Regulation*, estabelecendo-se, deste modo, uma relação muito próxima entre regulação e *Soft Law*, devido ao surgimento do dever de o regulador “prestar informação sobre o significado e alcance das normas e da sua conduta”⁵ e assegurar comportamentos ou a prática de operações económicas em conformidade com objetivos públicos antes do recurso a medidas imperativas e coercivas⁶. No setor financeiro, devido à enorme dinâmica dos mercados e das instituições, foi preponderante o recurso a estes instrumentos na “construção de modelos decisórios para a resolução de casos concretos”⁷.

² “Definir soft law não tem sido uma tarefa fácil para a doutrina, porque a própria expressão soft law encerra um paradoxo. Tal paradoxo advém do facto de que o direito representa, em grandes linhas, algo obrigatório, capaz de impor sanção, preciso, hard e, assim, oposto a algo não obrigatório, genérico, flexível, soft”, ANA FIGÉLIA, “O princípio “comply or explain” e a “Soft law””, in *Revista Electrónica de Direito*, fevereiro de 2015 – n.º 1, p. 6, disponível em: <https://www.cjeu.pt/revistared>.

³ FRANCIS SNYDER, *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, 1994, p. 65, disponível em <https://link.springer.com>.

⁴ JULIANA COUTINHO, *O Público e o Privado na Organização Administrativa – Da Relevância do Sujeito à Especialidade da Função*, Almedina, Coimbra, 2017, p. 683.

⁵ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Fundamentos e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 420.

⁶ EDUARDO PAZ FERREIRA e LUÍS SILVA MORAIS, “A Regulação Sectorial da Economia – Introdução e Perspetiva Geral”, in *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 34.

⁷ PAULO CÂMARA, “Regulação e Valores Mobiliários”, in *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 137.

Expandiram-se, igualmente, os estudos doutrinários sobre o tema, mas a *Soft Law* continua a consubstanciar uma categoria de instrumentos bastante imprecisa. Podemos, no entanto, identificar facilmente os instrumentos mais frequentemente associados à *Soft Law*: recomendações, instruções, pareceres, comunicações, linhas orientadoras e entendimentos.

Apesar da inexistência de coercibilidade nos instrumentos de *Soft Law*, tal não significa que estes não pertençam à ordem jurídica. A coercibilidade, com bem entende Oliveira Ascensão, “não é um fenómeno constante”⁸ da ordem jurídica, existindo, de facto, regras jurídicas desprovidas de coercibilidade. Os atos de *Soft Law* não deixam de assumir relevo jurídico, até porque condicionam a atuação dos autores desses atos, “ao inspirarem nos respectivos destinatários (v.g. empresas) uma confiança legítima na aplicação dos critérios enunciados”⁹. Esses atos têm, portanto, um efeito de autolimitação dos reguladores, podendo o seu incumprimento resultar na “violação dos princípios da igualdade de tratamento, da segurança jurídica e da proteção da confiança, a sancionar jurisdicionalmente e, eventualmente, a levar os tribunais a aplicar as previsões de *soft law* relevantes no caso”¹⁰.

No ordenamento jurídico português, a referência mais aproximada a estes instrumentos de *Soft Law* encontra-se na Lei-quadro das Entidades Reguladoras, na norma relativa aos poderes destas entidades, em que é referido que “compete ainda às entidades reguladoras no exercício dos seus poderes de regulamentação, designadamente: (...) emitir recomendações e diretivas genéricas” (artigo 40.º, n.º 2, alínea b), da Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto). No Direito da União da Europeia, encontramos a referência ao facto das recomendações e os pareceres não serem vinculativos, no artigo 288.º do Tratado do Funcionamento da União Europeia.

Isto posto, podemos considerar que estes instrumentos de *Soft Law* das entidades reguladores podem enquadrar-se na atuação administrativa informal, não se devendo confundir a ausência de regulação jurídica com a ausência de base legal. Segundo Pedro Gonçalves: “O facto de a lei atribuir a um órgão administrativo competência para a produção de um determinado ato (v.g. para efetuar advertências) não significa imediatamente que estejamos diante de um acto formal, no sentido da teoria das formas de actuação administrativa. Se a lei não regular as circunstâncias da sua produção (v.g. nos aspectos de procedimento) e se o acto não couber numa forma de actuação abstractamente regulada, ele não deixará de ser um acto informal segundo a teoria tradicional das formas, já que, por força do seu conteúdo, terá de se concluir pela impossibilidade da sua subsunção nos conceitos de acto, contrato ou regulamento administrativo”¹¹.

A *Soft Law* tem emergido, na União Europeia, como uma nova modalidade de atuação administrativa que se caracteriza pela sua informalidade e flexibilidade e que permite uma

⁸ OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, 13.ª ed. refundida, Almedina, Coimbra, 2016, p. 80.

⁹ JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, “Poderes e Instrumentos Regulatórios das Entidades Reguladoras”, in *Estudos de Regulação Pública*, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2015, p. 412.

¹⁰ JOÃO NUNO CALVÃO DA SILVA, “Poderes e Instrumentos Regulatórios das Entidades Reguladoras”, in *Estudos de Regulação Pública*, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2015, p. 412.

¹¹ PEDRO GONÇALVES, “Advertências da Administração Pública”, in *Estudos de Homenagem ao Prof. Doutor Rogério Soares*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, p. 756.

redução de custos e da conflitualidade¹², qualidades que se coadunam com a inovação tecnológica associada a certos setores. Relativamente ao mercado das criptomoedas, a inovação tem sido tão intensa, que dificilmente se consegue traçar a linha entre as atividades que devem ser reguladas e as que não devem, sobretudo com o surgimento de novas figuras como as *Initial Coin Offerings*¹³ - a obtenção de financiamento através da emissão de criptomoedas.

Com efeito, na União Europeia como no resto do mundo, a posição dos reguladores tem sido formada através dos instrumentos de *Soft Law*, sob a forma de alertas para os riscos associados às criptomoedas¹⁴, por exemplo, por parte do Banco de Portugal¹⁵, CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários)¹⁶, da ESMA (*European Securities and Markets Authority*)¹⁷, e das Autoridades de Supervisão Europeias, em conjunto¹⁸.

No dia 26 de outubro de 2017, em França, a AMF (*Autorité des marchés financiers*) publicou um documento para consulta pública¹⁹, que analisa a possível regulação das *Initial Coin Offerings* e alerta os investidores para os riscos envolvidos. Relativamente à sua regulação, a AMF propõe três vias: (i) promover as melhores práticas sem alterar qualquer legislação; (ii) estender o âmbito regulatório das ofertas públicas relativas a valores mobiliários para abranger as especificidades das *Initial Coin Offerings*; ou (iii) propor legislação *ad hoc* adaptada às *Initial Coin Offerings*.

Tal transparece as dificuldades que se apresentam para escolher a via regulatória mais eficiente para enfrentar o mercado dos criptomoedas, e que explica a adoção preferencial por instrumentos de *Soft Law*. Na nossa opinião, é de salutar esta opção por parte dos reguladores, uma vez que a *Soft Law* é uma resposta transitória eficiente para um novo fenómeno, enquanto não se encontra legislação adequada. Muitas vezes, os processos legislativos prolongam-se demasiado e uma resposta ágil e dinâmica do regulador pode ser encontrada nos instrumentos de *Soft Law*.

Encontramos três motivos para a dificuldade em regular e encontrar legislação adequada para o mercado de criptomoedas. Primeiro, a regulação de certos setores, como o financeiro, são extremamente exigentes e poderão criar constrangimentos à inovação. Segundo, os mercados de criptomoedas são globais, com transações internacionais entre investidores, consumidores e intermediários, implicando uma solução que tenha em conta todo o contexto

¹² Também são apontados vários problemas à utilização de *Soft Law*, tais como, a falta de proteção judiciária, a confusão e insegurança geradas e a perceção pública de demasiada burocracia sem legitimidade democrática, cf. MARIA GONÇALVES e MARIA GAMEIRO, *Hard Law, Soft Law and Self-regulation: Seeking Better Governance for Science and Technology in the EU*, p. 10, disponível em: <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/4870>.

¹³ Sobre *Initial Coin Offerings* vd. JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings*, 2018, disponível em: <https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/>.

¹⁴ Vd. <https://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>.

¹⁵ Cf. <https://www.bportugal.pt/cartacircular/0112015dpg>.

¹⁶ Cf. <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20171103a.aspx>.

¹⁷ Cf. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>.

¹⁸ Cf. <https://www.bportugal.pt/comunicado/autoridades-de-supervisao-europeias-alertam-os-consumidores-para-os-riscos-das-moedas>.

¹⁹ Documento disponível em: http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae.

regulatório internacional. Por último, as dificuldades regulatórias devem-se à diversidade de finalidades que as criptomoedas podem ter e que poderão ser as seguintes:

a) *Utility tokens*²⁰

Este tipo de criptomoedas confere um direito subjacente a um determinado projeto, nomeadamente, o direito a um produto desenvolvido pelo emitente/oferente das criptomoedas, o direito a aceder à plataforma eletrónica desenvolvida pela emitente/oferente ou o direito a participar numa comunidade pertencente à emitente/oferente²¹ – por exemplo, os detentores da criptomoeda *Ethereum* têm direito a aceder a uma plataforma de criação de *Smart Contracts*²². Este tipo de criptomoedas tem, deste modo, uma finalidade associada de consumo ou de utilidade que, normalmente, estabelece uma ligação entre os investidores e a emitente/oferente.

b) *Currency Tokens*

Relativamente a este tipo de criptomoedas, a sua finalidade pode ser dividida nas quatro funções que se atribuem à moeda: meio de troca, unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento. Esta última é a mais relevante por “prevaler sobre as demais, condicionando-as: qualquer ativo que seja generalizadamente aceite como meio de pagamento será utilizado para funções de poupança e, com toda a probabilidade, converter-se-á em unidade de conta”²³.

c) *Investment tokens*

Neste tipo de criptomoedas, a finalidade é a sua transação para a obtenção de mais-valias ou a obtenção de rendimentos. A título de exemplo, a atribuição do direito aos lucros de determinada sociedade, geralmente, a emitente/oferente, através de *Smart Contracts*²⁴ e a atribuição de unidades de participação de uma instituição de investimento coletivo enquadra-

²⁰ Também podem ser chamados de *App Tokens*, por estarem associados a certa aplicação ou serviço, cf. JONATHAN ROHR e AARON WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, p. 14, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

²¹ Cf. PAOLO TASCA, THAYABARAN THANABALASINGHAM e CLAUDIO TESSONE, *Ontology of Blockchain Technologies. Principles of Identification and Classification*, 2017, p. 28, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

²² Cf. PHILIPP HACKER e CHRIS TOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, p. 13, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

²³ FRANCISCO MENDES CORREIA, *Moeda Bancária e Cumprimento. O Cumprimento das Obrigações Pecuniárias através de Serviços de Pagamento*, Almedina, Coimbra, 2017, p.42.

²⁴ Cf. PHILIPP HACKER e CHRIS TOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, p. 25, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

se nos *Investment Tokens*. O foco essencial é, deste modo, a perspetiva de investimento dos detentores das criptomoedas e a transação destas nas plataformas de negociação.

d) Hybrid tokens

Os *Hybrid Tokens* são criptomoedas que compreendem mais do que uma das finalidades referidas *supra*. Certas criptomoedas poderão ser *Utility Tokens* durante um período de tempo e depois de terminado esse período poderão ser transacionadas, ou vice-versa. O período de tempo em que a criptomoeda é um *Utility Token* poderá eventualmente servir para valorizar a criptomoeda, através do aperfeiçoamento do produto ou serviço desenvolvido pela emitente/oferente e/ou pelos *developers*, para depois ser transacionada em condições mais favoráveis²⁵. Também poderão existir criptomoedas que, adicionalmente ao seu funcionamento como meio de pagamento, possam ser transacionadas para gerarem mais-valias ou para terem certa utilidade na atividade da emitente/oferente. Tal sucede com a *bitcoin*, que, para além da sua finalidade original de funcionar como meio de pagamento, tem, atualmente, uma finalidade de investimento muito forte, sendo esta a que mais se destaca²⁶. A maior parte das criptomoedas enquadra-se nesta tipologia de *Hybrid Tokens*, dificultando, deste modo, a sua qualificação jurídica devido à multiplicidade de finalidades que uma criptomoeda, em concreto, poderá ter e em qual será a finalidade predominante.

3. Instrumentos de autorregulação

Segundo Paulo Câmara, “auto-regulação é a designação genérica de todas as formas de conformação de práticas estabelecidas pelos próprios participantes do mercado, individual ou coletivamente, nomeadamente através das respectivas associações profissionais”²⁷. Podemos, assim, dizer que, muitas vezes, perante lacunas de regulação surgem entidades privadas que colaboram e interagem no desenvolvimento da função reguladora, uma vez que, perante a complexidade da regulação, tornou-se imprescindível a cooperação das organizações económicas na definição e implementação de políticas públicas, podendo a administração pública consentir a estas organizações a assunção de funções regulatórias²⁸.

Os regulados tornam-se, assim, reguladores, através de esquemas organizatórios adequados, reconhecidos pela administração pública, que formulem e implementem normas que influenciem, condicionem, proíbam e constringam a atividades dos agentes

²⁵ Cf. PHILIPP HACKER e CHRIS TOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, p. 33, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

²⁶ Cf. PHILIPP HACKER e CHRIS TOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, p. 35, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

²⁷ PAULO CÂMARA, “Regulação e Valores Mobiliários”, in *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 141.

²⁸ Cf. VITAL MOREIRA, *Auto-regulação Profissional e Administração Pública*, Almedina, Coimbra, 1997, p. 21.

económicos²⁹. Deste modo, existe dentro da autorregulação uma componente de autorregulamentação, uma componente de auto-execução e outra de auto-disciplina (a organização pode sancionar os agentes pelas infrações cometidas)³⁰.

Como vantagens dos instrumentos de autorregulação, tem sido apontada a menor onerosidade, maior eficácia, maior proximidade dos destinatários, maior consideração específica dos casos individuais, maior flexibilidade, maior adequação e a possibilidade de dar voz aos utilizadores. Podemos, igualmente, dizer que “um maior envolvimento da população nos problemas coletivos e nas escolhas da comunidade pode originar um elevado sentido de solidariedade coletiva e de altruísmo”³¹.

Desta forma, a autorregulação poderá ser um instrumento eficaz no mercado das criptomoedas, porque a preocupação dos diferentes agentes do mercado tem de ter em conta o funcionamento regular do ecossistema em que estão inseridos, e até porque a própria tecnologia *blockchain* que serve de base às criptomoedas incentiva a utilização de instrumentos de autorregulação. Sendo que a tecnologia *blockchain* funciona através de mecanismos de consenso entre todos os participantes para a validação das transações, as regras de funcionamento e concretização desse consenso são autodeterminados pelo próprio sistema³².

Aliás, no Japão, na sequência do “*CoinCheck hack*” (furto de 530 milhões de dólares em criptomoedas, no dia 25 de janeiro de 2018), as plataformas de negociação de criptomoedas japonesas começaram a planear criar uma comissão de autorregulação, de forma a reestabelecer a confiança e a legitimidade no setor. O mesmo já foi feito em Singapura e na Coreia do Sul, com a criação de associações que autorregulam o mercado das criptomoedas³³.

Os instrumentos autorregulatórios têm vindo a evoluir e adotar várias formas, caracterizando-se, deste modo, por serem dinâmicos, abertos e diversificados. No mercado das criptomoedas, estes avanços autorregulatórios dos países asiáticos supracitados tiveram impacto em todo o mundo, começando-se a discutir a implementação de códigos de conduta ou códigos de boa governança, documentos que procuram implementar as melhores práticas do setor. Iremos, destarte, analisar sucintamente esta solução e verificar que preocupações deverão ser tido em conta aquando a sua adaptação para o mercado das criptomoedas.

²⁹ Cf. VITAL MOREIRA, *Auto-regulação Profissional e Administração Pública*, Almedina, Coimbra, 1997, pp. 52 e 53.

³⁰ Cf. VITAL MOREIRA, *Auto-regulação Profissional e Administração Pública*, Almedina, Coimbra, 1997, pp. 69 ss..

³¹ JOSÉ NEVES DA CRUZ, “Anomia Institucional em Economias de Mercado: Uma Revisão de Estudos Empíricos”, in *Estudos Comemorativos dos 20 anos da FDUP*, Volume I, Almedina, Coimbra, 2017, p. 861.

³² Cf. KEREN ARTHUR, *The emergence of financial innovation and its governance - a historical literature review*, 2017, p. 12, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

³³ Cf. ROY KEDAR E STEPHANE BLEMUS, *Crypto-currencies and Market Abuse Risks: It's Time for Self-Regulation*, 2017, p. 3, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

4. Códigos de boa governança

Os códigos de boa governança surgiram através do movimento de *corporate governance* que se iniciou nos anos setenta do século passado nos Estados Unidos da América³⁴ e alastrou-se gradualmente para o resto do mundo. Este movimento chegou à Europa nos anos 90, começando pelo Reino Unido em 1992, onde devido a numerosos escândalos financeiros e derrocadas empresariais, as empresas e os investidores institucionais reagiram com a publicação de códigos de boa governança de modo a restabelecer a confiança dos investidores.

Estes códigos, apesar de não serem juridicamente vinculativos, podem impor-se de facto pela força dos investidores e por serem fonte de usos societários³⁵, entregando-se o *compliance* às empresas através do método *comply or explain*, “exemplo paradigmático da conjugação entre a denominada soft law e o papel da informação, reconhecidamente relevantes na vida e na regulação do governo societário”³⁶.

Para além das vantagens já referidas em relação à autorregulação, estes códigos de boa governança permitem resolver a falta de coordenação, instabilidade e as incertezas inerentes aos procedimentos orgânicos do mercado das criptomoedas e proteger os investidores. Ademais, os princípios atinentes à *corporate governance*, como os relacionados com a teoria da agência³⁷, podem ser aplicados às criptomoedas, uma vez que nestas existe uma divergência entre controlo e propriedade, da mesma forma que existe nas sociedades cotadas³⁸.

As regras de controlo e transparência podem ser adaptadas ao universo das criptomoedas, como o desenvolvimento de regras que estabeleçam deveres fiduciários às plataformas de negociação em relação aos seus utilizadores³⁹. Ademais, nas criptomoedas existentes e perante a formação de uma nova criptomoeda poderão existir informações sobre o cumprimento dos códigos de boa governança, de forma a informar os investidores, homogeneizar o produto e aumentar a liquidez no mercado das criptomoedas.

Com efeito, os códigos de boa governança poderão ser os instrumentos dinâmicos e flexíveis que poderão resolver a lacuna de regulação do mercado das criptomoedas. No entanto, existem alguns problemas e riscos associados aos códigos de boa governança, que foram

³⁴ “Investigações acerca do caso *Watergate* revelaram que muitas sociedades haviam financiado ilegalmente a campanha eleitoral de Nixon e subornado membros de governos estrangeiros”, COUTINHO DE ABREU, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, pp. 9 e 10.

³⁵ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 13.

³⁶ MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “Ou cumpres ou explicas-te! Sobre Soft Law no Governo Societário”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2014, p. 340.

³⁷ A teoria da agência pode ser explicada tendo em conta o contrato de agência em que o principal obriga o agente a desempenhar um serviço em seu nome, que envolve ter algum poder de decisão. Por vezes, pode haver conflitos de interesse entre o principal e o agente, que podem levar o principal a controlar e incentivar o comportamento do agente. Aos custos associados a esses incentivos e controlo dá-se o nome de custos de agência, cf. JENSEN E MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, pp. 3 e 4, disponível em: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>.

³⁸ Cf. PHILIPP HACKER, *Corporate Governance for Complex Cryptocurrencies? A Framework for Stability and Decision Making in Blockchain-Based Organizations*, 2017, p. 20, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

³⁹ Cf. PHILIPP HACKER, *Corporate Governance for Complex Cryptocurrencies? A Framework for Stability and Decision Making in Blockchain-Based Organizations*, 2017, pp. 28 e 29, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

notórios no desenvolvimento do movimento de *corporate governance*, como por exemplo, a prevalência dos interesses dos investidores institucionais.

Apesar das divergências culturais, financeiras e de ordenamento jurídico nos diferentes Estados-Membros, os códigos de boa governança convergiam em quase todos os pontos, permitindo-se aferir que foram os interesses dos investidores institucionais que determinam o conteúdo destes códigos, numa perspetiva de globalização do movimento de *corporate governance*⁴⁰. O mesmo poderá acontecer no mercado das criptomoedas, em que as regras poderão apenas ter em conta o interesse dos agentes economicamente mais poderosos, corrompendo os princípios descentralizadores e democráticos da *blockchain*.

Um problema que advém da prevalência destes interesses é a direção unívoca que certas regras do código de boa governança tomam. Como por exemplo, as remunerações variáveis, baseadas em *stock options*, aos administradores, de forma a reduzir os custos de agência, alinhar interesses com os acionistas e incentivar a distribuição de lucros, levaram, igualmente os administradores a cometerem fraudes contabilísticas, que no médio/longo prazo revelou resultados catastróficos, tais como os bem conhecidos resultados da crise financeira de 2007/2008⁴¹. A remuneração pode, assim, fazer divergir os interesses dos administradores e incentivá-los a adotar projetos de risco excessivo, e, deste modo, “as muito comuns formulações dos códigos de bom governo (ou recomendações), de que a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento de interesses daqueles com os interesses da sociedade, são inócuas e inconsequentes”⁴².

O mesmo poderá suceder no mercado das criptomoedas, porque os agentes desse mercado são altamente heterogéneos, possuindo motivações diferentes, objetivos diferentes e graus de literacia financeira e tecnológica diferente⁴³. Por esta razão, a adoção de códigos de boa governança neste setor terá necessariamente que ter em conta as dificuldades e os equívocos do movimento de *corporate governance*, devido às similitudes apresentadas, devendo-se ter sempre em conta a forma como os interesses dos diferentes agentes poderão convergir, sem desrespeitar os princípios fundamentais em que se fundaram as criptomoedas. Só assim é que uma “*light touch regulation* é por ora uma solução possível frente ao Mundo Digital, diminuindo as externalidades do *regulatory overshooting* a que se assistiu como reação às crises financeiras”⁴⁴.

⁴⁰ Cf. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009, pp. 760 e ss..

⁴¹ Cf. ZHIYONG DONG, *Do executive stock options induce excessive risk taking?*, 2010, pp. 2 e ss., disponível em: <https://www.sciencedirect.com/>.

⁴² PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009, p. 980.

⁴³ Cf. PHILIPP HACKER, *Corporate Governance for Complex Cryptocurrencies? A Framework for Stability and Decision Making in Blockchain-Based Organizations*, 2017, p. 7, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

⁴⁴ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Crowdfunding e Crowdfunding: O Regresso ao Futuro?*, 2017, p. 75, disponível em: <https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/>.

5. Conclusões

O crescimento do mercado das criptomoedas parece inevitável, evidenciando-se os seus riscos e a sua complexidade, sendo inevitável o estabelecimento de um conjunto de regras que estimulem as vantagens inerentes às criptomoedas. Destarte, as políticas regulatórias dos diferentes países do mundo têm convergido na adoção de instrumentos de *Soft Law* e de autorregulação, por serem mais consentâneos com o dinamismo e inovação inerente a este mercado.

Verificamos que as entidades reguladoras de uma grande quantidade de países emitiram recomendações e alertas aos utilizadores de criptomoedas, tentando condicionar a atuação dos utilizadores e instaurar segurança jurídica no mercado. Em alguns destes países, onde o mercado já ganhou uma grande dimensão, têm-se criado organizações que visam a autorregulação do mercado das criptomoedas e têm-se, outrossim, planeado adotar códigos de boa governança.

Apesar de termos analisado várias vantagens dos instrumentos de *Soft Law* e de autorregulação, em geral, e dos códigos de boa governança, em particular, como a maior flexibilidade, o maior dinamismo, a maior adequação e o maior envolvimento dos utilizadores, observamos também a existência de riscos que foram verificados no movimento de *corporate governance*, relacionados com a centralização de interesses nos utilizadores mais poderosos economicamente.

Esta análise vem aferir que a adoção de instrumentos regulatórios mais flexíveis a um novo mercado não poderá abstrair-se do historial desses instrumentos no setor empresarial e no setor financeiro. A compreensão dos princípios subjacentes às criptomoedas terá que ser complementado pelo entendimento empírico do que sucedeu a figuras análogas, podendo-se, deste modo, concretizar as principais componentes da relação jurídica regulatória, como a componente didática, a componente preventiva e a componente de autocorreção.

Com uma regulação eficiente, poderemos enfatizar os benefícios associados às criptomoedas, a transparência e a democratização, prevenindo o risco de fraude e estabelecer a confiança da população nestas novas figuras que podem fomentar o crescimento de projetos inovadores que sirvam o bem-estar e a sustentabilidade da nossa sociedade.

Bibliografia

ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.^a ed., Almedina, Coimbra, 2010.

ARTHUR, KEREN, *The emergence of financial innovation and its governance - a historical literature review*, 2017, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-04-2018.

ASCENSÃO, OLIVEIRA, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, 13.^a ed. refundida, Almedina, Coimbra, 2016.

BONNEAU / FELTEN / MILLER / GOLDFEDER, *Bitcoin and Cryptocurrency Technologies. A Comprehensive Introduction*, 2016, disponível em: https://lopp.net/pdf/princeton_bitcoin_book.pdf, data de consulta a 13-04-2018.

CÂMARA, PAULO, “Regulação e Valores Mobiliários”, in *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Almedina, Coimbra, 2009.

CATARINO, LUÍS GUILHERME, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Fundamentos e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, 2010.

CATARINO, LUÍS GUILHERME, *Crowdfunding e Crowdfunding: O Regresso ao Futuro?*, 2017, disponível em: <https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/>, data de consulta a 15-04-2018.

CORREIA, FRANCISCO MENDES, *Moeda Bancária e Cumprimento. O Cumprimento das Obrigações Pecuniárias através de Serviços de Pagamento*, Almedina, Coimbra, 2017.

COUTINHO, JULIANA, *O Público e o Privado na Organização Administrativa – Da Relevância do Sujeito à Especialidade da Função*, Almedina, Coimbra, 2017.

CRUZ, JOSÉ NEVES DA, “Anomia Institucional em Economias de Mercado: Uma Revisão de Estudos Empíricos”, in *Estudos Comemorativos dos 20 anos da FDUP*, Volume I, Almedina, Coimbra, 2017.

DONG, ZHIYONG, *Do executive stock options induce excessive risk taking?*, 2010, disponível em: <https://www.sciencedirect.com/>, data de consulta a 08-04-2018.

EFIGÉNIA, ANA, “O princípio “comply or explain” e a “Soft law””, in *Revista Electrónica de Direito*, fevereiro de 2015 – n.º 1, p. 6, disponível em: <https://www.cjie.up.pt/revistared>, data de consulta a 10-04-2018.

FERREIRA, EDUARDO PAZ / MORAIS, LUÍS SILVA, “A Regulação Sectorial da Economia – Introdução e Perspetiva Geral”, in *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Almedina, Coimbra, 2009.

FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, “Ou cumpres ou explicas-te! Sobre Soft Law no Governo Societário”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2014.

GONÇALVES, PEDRO, “Advertências da Administração Pública”, in *Estudos de Homenagem ao Prof. Doutor Rogério Soares*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001.

HACKER, Philipp, *Corporate Governance for Complex Cryptocurrencies? A Framework for Stability and Decision Making in Blockchain-Based Organizations*, 2017, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-04-2018.

HACKER, PHILIPP / TOMALE, CHRIS, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 13-04-2018.

JENSEN / MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, disponível em: <http://www.sfu.ca/>, data de consulta a 12-04-2018.

KEDAR, ROY / BLEMUS, STEPHANE, *Crypto-currencies and Market Abuse Risks: It's Time for Self-Regulation*, 2017, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 10-04-2018.

MAIA, PEDRO, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009.

MOREIRA, VITAL, *Auto-regulação Profissional e Administração Pública*, Almedina, Coimbra, 1997.

ROHR, JONATHAN E WRIGHT, AARON, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 08-04-2018.

SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS, *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings*, 2018, disponível em: <https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/>, data de consulta a 10-04-2018.

SILVA, JOÃO NUNO CALVÃO DA, "Poderes e Instrumentos Regulatórios das Entidades Reguladoras", in *Estudos de Regulação Pública*, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2015.

SNYDER, FRANCIS, *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, 1994, p. 65, disponível em <https://link.springer.com>, data de consulta a 01-04-2018.

TASCA, PAOLO / THANABALASINGHAM, THAYABARAN / TESSONE, CLAUDIO, *Ontology of Blockchain Technologies. Principles of Identification and Classification*, 2017, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 11-04-2018.

WITTE, *The Blockchain: A Gentle Introduction*, 2016, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, data da consulta a 20-04-2018.

(texto submetido a 19.04.2018 e aceite para publicação a 19.05.2018)