

ULP LAW REVIEW

REVISTA DE DIREITO DA UL-P

VOL. 17 N. 2 [2023]

ULP LAW REVIEW

REVISTA DE DIREITO DA UL-P

BI ANUAL | BI ANNUAL

DOCTRINA

SECÇÃO TEMÁTICA

João Vieira dos Santos

Uma Regulação Baseada em
Princípios Para a Fintech?



ULP LR

UMA REGULAÇÃO BASEADA EM PRINCÍPIOS PARA A FINTECH?

JOÃO VIEIRA DOS SANTOS¹

DOI: 10.60543/UL-PLR-RDUL-P.V17I2.9668

RESUMO

Perante os desenvolvimentos notáveis da *FinTech*, novos modelos de negócios, novos modos de interação, novas estratégias e novos instrumentos regulatórios surgiram nos últimos anos a uma velocidade vertiginosa, não se tratasse de uma realidade pertencente às novas tecnologias que visa suprimir as circunstâncias fatídicas vividas recentemente na economia mundial. Assim, procuramos neste artigo caracterizar essa realidade *FinTech* e analisar que abordagem regulatória será preferível relativamente à *FinTech*, se uma regulação baseada em princípios ou em regras.

PALAVRAS-CHAVE

inovação financeira; regulação financeira; regulação baseada em princípios; regulação baseada em regras.

ABSTRACT

In the face of the remarkable developments of *FinTech*, new business models, new interaction models, new strategies and new regulatory instruments have emerged in recent years with lightning speed, as a phenomenon belonging to the new technologies that aims to abolish the fateful circumstances lived in the world economy. In this essay, we therefore aim to characterise this *FinTech* reality and analyse which regulatory approach would be preferable for *FinTech*, whether principle-based or rules-based regulation.

KEYWORDS

FinTech; financial regulation; principle-based regulation; rules based regulation.

1 Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Mestre em Direito e Gestão pela Universidade Católica Portuguesa do Porto, Pós-graduado em Direito Bancário, da Bolsa e dos Seguros pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra e Doutor em Direito na Faculdade de Direito da Universidade do Porto, tendo sido aprovado por unanimidade nas provas académicas relativamente à tese intitulada “Regulação de Formas de Financiamento Empresarial *FinTech* - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings”. Desde maio de 2018, jurista na CMVM. Integra, atualmente, o Departamento Internacional e de Política Regulatória da CMVM. Desde fevereiro de 2022, Professor Auxiliar na Faculdade de Direito da Universidade Lusófona e Investigador no CEAD Francisco Suárez. Email: p6583@ulusofona.pt. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1412-7585>.

1. INTRODUÇÃO

O presente artigo pretende perscrutar se devemos adotar uma regulação baseada em princípios, ou seja, mais “avessa à prolixidade legislativa e favorável a formulações legais mais abertas”², para enquadrar atividades *FinTech* no ordenamento jurídico nacional.

A resposta só poderá ser dada após uma análise de como se caracteriza o fenómeno *FinTech* e do funcionamento atual da nossa ordem jurídica. A repetição *ad nauseam* que a regulação baseada em princípios é a melhor solução para a inovação impede que se analisem a fundo os seus contornos, das vantagens e desvantagens desta opção e de um confronto com os maiores benefícios, mas também se corrijam e se expurguem os elementos inócuos, contraproducentes e contrários ao nosso ordenamento, procurando, igualmente, aferir se uma regulação baseada em princípios poderá promover a inovação e tutelar, ao mesmo tempo, os valores jurídicos essenciais, como alguns autores sustentam³.

2. CARATERIZAÇÃO DA FINTECH

A aplicação das novas tecnologias como a tecnologia de registo distribuído, a inteligência artificial e a *internet of things*, bem como a adoção de novos modelos de negócio assentes, nomeadamente, em plataformas eletrónicas, têm transformado profundamente muitos setores da atividade económica, sendo o setor financeiro um dos que se destaca, devido à forte influência da intangibilidade da informação e da celeridade em que uma quantidade enorme de informação é transmitida na banca, nos seguros e nos mercados financeiros⁴. Estas novas tecnologias têm tido um enorme impacto na transformação dos modelos de negócio, na interação com os investidores e consumidores⁵ e na criação de aplicações, processos ou produtos com um efeito material associado aos mercados, às instituições financeiras e à prestação de serviços financeiros⁶, em todas os seus subsectores e funções, tais como os pagamentos, a gestão de ativos, o financiamento/ investimento e a gestão do risco⁷.

2 PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.^a ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 270.

3 Cfr. SOFIA RANCHORDAS, “Does Sharing Mean Caring? Regulating Innovation in the Sharing Economy”, in *Minnesota Journal of Law, Science and Technology*, Volume 16, Issue 1, Article, 9, 2015, pp. 447 e ss., disponível em: scholarship.law.umn.edu; DIRK ZETZSCH, ROSS P. BUCKLEY, DOUGLAS, W. ARNER E JANOS NATHAN BARBERIS, “Regulating a Revolution from Regulatory Sandboxes to Smart Regulation”, in *EBC Working Paper Series*, n.º. 11, 2017, pp. 52 e ss., disponível em <https://papers.ssrn.com>; ERIK VERMEULEN, MARK FENWICK E WULF A. KAAL, “Regulation Tomorrow: What Happens when Technology is Faster than the Law?” *TILEC Discussion Paper*, Tilburg University, 2016, pp. 23 e ss., disponível em <https://papers.ssrn.com>; DAN AWREY, “Regulating Financial Innovation: A More Principles-Based Proposal?” in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 5, Issue 2, Article 1, 2011, pp. 297 e ss., disponível em: brooklynworks.brooklaw.edu. Referindo que a regulação baseada em princípio é a melhor abordagem para a inovação em blockchain, por não haver precedentes regulatórios, vd. AGATA FERREIRA, PHILIPP SANDNER E THOMAS DÜNSER, *Cryptocurrencies, DLT and crypto assets – the road to regulatory recognition in Europe*, 2021, p. 25, disponível em: papers.ssrn.com

4 Cfr. FILIPA FERRO DOS SANTOS, “Importância da informação no mercado de capitais”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 364-393.

5 Cfr. PARLAMENTO EUROPEU, *Competition issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, disponível em: [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU\(2018\)619027](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU(2018)619027).

6 FINANCIAL STABILITY BOARD, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, p. 1, 2019, disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>.

7 “A inovação financeira é algo de conatural aos sistemas financeiros mas que a inovação tecnológica tem acelerado”, LUÍS GUILHERME CATARINO, *Inovação Financeira e ICOs: mercados privados alternativos*, 2018, p. 2, disponível em: https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1548431077icos_lgc_vf.pdf.

Atribui-se a todas estas novas realidades o termo aglutinador de *FinTech* (*Finance e Technology*), muito utilizado nos últimos anos, quer de um ponto de vista objetivo, para se referir às atividades financeiras originadas ou que foram alvo de uma transformação, quer de um ponto de vista subjetivo, utilizando-se, igualmente, o termo empresas *FinTech* como referência às empresas que se dedicam a transformar o sistema financeiro, aproveitando as oportunidades criadas pelas novas tecnologias⁸.

Existem dúvidas em relação à origem do termo *Fintech*. Há quem atribua a sua origem a um projeto do *Citigroup*, denominado *Financial Services Technology Consortium*, que teve início nos anos 90 do século passado e que procurava utilizar a tecnologia para aumentar a colaboração entre os vários intervenientes do setor financeiro e também há quem atribua o termo ao *FinTech Innovation Lab* fundado em 2010 pela *Accenture* e o *Partnership Fund for New York City*⁹.

Apesar do uso recorrente do termo *FinTech* em vários contextos, não se poderá afirmar que a utilização da tecnologia no setor financeiro seja recente. Basta relembrar a criação da *Fedwire*, um sistema de transferência de fundos em tempo real introduzido pela Reserva Federal Americana em 1918, e a criação das caixas multibanco no Reino Unido em 1967¹⁰. Contudo, a utilização de novas tecnologias no setor financeiro está a evoluir atualmente de uma forma extremamente mais célere, acompanhando as várias tendências tecnológicas globais de outros setores.

Adicionalmente, as novas tecnologias e novos modelos de negócios estão a causar grandes alterações no modo de fornecer serviços e produtos financeiros, dando resposta às cada vez mais exigentes necessidades dos agentes do mercado, dos consumidores e dos investidores. Em suma, a transformação do setor financeiro passou a ser uma constante e passou a ser exponencial, exigindo-se, deste modo, a todos os participantes do setor financeiro que se adaptem, através de uma alteração dos seus padrões de comportamento, à inovação contínua dos tempos modernos. Explica-se, deste modo, a necessidade da utilização de um novo termo, neste caso, o termo *FinTech*, com vista a identificar devidamente este fenómeno em que a tecnologia está envolvida em todos os processos das empresas do setor financeiro, transformando-o profundamente.

A forte adoção da *FinTech* ultimamente deveu-se, em grande medida, ao grande crescimento do poder da computação (tratamento da informação), à maior capacidade de análise de um conjunto cada vez maior de dados, à maior acessibilidade a bens e serviços e ao papel da *Internet* na substituição de prestadores de serviços tradicionais, a que dá o nome de incumbentes, por prestadores de serviços *online*, tendo-se incitado a movimentação de vários agentes do mercado para áreas não reguladas ou pouco reguladas. Outras das razões para este surgimento da *FinTech* é a diminuição ou, por vezes, eliminação de custos de bens e serviços, bem como a existência de um maior recurso a métodos automatizados e a facilidade de se recorrer ao *outsourcing*,

8 Cfr. ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a ed., Almedina, Coimbra, 2018, p. 84. “São entidades que surgem, essencialmente, no espaço vazio deixado pelos bancos, que, em resposta ao ambiente regulatória sentido pós crise financeira, se viram obrigados a desviar a atenção dos clientes menos rentáveis arriscados e desenvolverem plataformas digitais, como os empréstimos e transferências *peer-to-peer* (P2P), o *online crowdfunding* ou a consultoria robótica”, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “As Recentes Tendências da *FinTech*: Disruptivas e Colaborativas”, in *FinTech – Desafios da Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 59 e 60.

9 Cfr. LEONILDO MANUEL E JACINTO MANUEL, “FinTech: experiências e desafios no contexto africano” in *Escritos sobre FinTech e Corporate Finance – Experiências e Desafios no Contexto Africano*, AAFDL, junho 2019, p. 29.

10 Cfr. ROSS P. BUCKLEY, DOUGLAS, W. ARNER E JANOS NATHAN BARBERIS, *150 Years of FinTech: An Evolutionary Analysis*, 2016, p. 23 e ss., disponível em: <https://www.researchgate.net/>.

deixando de existir a necessidade de estruturas tão pesadas e complexas como, por exemplo, as dos bancos para a prestação de serviços financeiros.

O surgimento da *FinTech* explica-se, ainda, pela diminuição da confiança dos consumidores e dos investidores nas instituições financeiras, face à crise financeira de 2007/2008 e aos episódios descredibilizadores que se sucederam, não só em Portugal como em muitos outros países de todo o mundo. Num inquérito realizado em 2016, 37% dos cidadãos europeus que participaram nesse inquérito expressaram a sua vontade de mudar de fornecedor de serviços financeiros se as instituições financeiras não oferecessem serviços ou produtos de tecnologia avançada. Este resultado não é apenas fundamentado nas habilidades digitais e no acesso à tecnologia e aos serviços *FinTech*, mas também, foi apontada, neste mesmo inquérito, a confiança como um elemento-chave para o maior recurso a empresas *FinTech*¹¹.

Os últimos anos foram marcados por um crescimento da exigência dos consumidores e dos investidores em termos de rapidez, custo, variedade e facilidade de acesso e pelo diferente relacionamento das novas gerações com a tecnologia. Os *millennials*, termo geralmente referido para os nascidos entre 1980 e 2000, têm características muito particulares, como a enorme propensão para desenvolverem várias atividades, e a busca de satisfação a curto prazo, de uma forma otimista e colaborativa¹².

A *FinTech* abarca várias realidades de índoles muito diversas, pelo que, propomos, a propósito do nosso estudo, uma divisão da *FinTech* em três vertentes com uma componente funcional para a análise que faremos posteriormente.

A primeira das vertentes é a adoção de novos modelos de negócio, sem a inclusão de qualquer tecnologia emergente como a tecnologia de registo distribuído e a inteligência artificial. Muitos modelos de negócio ainda surgem com componentes inovadores, utilizando apenas tecnologias que não podem ser consideradas, de momento, como novas ou emergentes. O caso típico é o da *internet*, que ainda proporciona o surgimento de novas realidades.

A segunda vertente da *FinTech* consiste na aplicação de uma tecnologia emergente (ou várias) a um serviço financeiro já existente, com a introdução de ferramentas criadas que não alteram os modelos de negócio das instituições financeiras tradicionais, apenas os tornam mais eficientes. Existem, na atualidade, empresas *FinTech* que já construíram a sua reputação no mercado no desenvolvimento de soluções baseadas em novas tecnologias para os serviços das instituições financeiras tradicionais, provocando um novo tipo de interação entre estes prestadores de serviços financeiros e os seus clientes¹³, o que origina um ecossistema de novos agentes, também contemplados no vasto leque de empresas *FinTech*.

A terceira vertente trata-se de um híbrido das duas anteriores, isto é, consiste na aplicação de tecnologias emergentes (por exemplo, tecnologia de registo distribuído, inteligência artificial e *internet of things*) na criação de novos modelos de negócio ou na alteração relevante de um modelo negócio tradicional, gerando-se concorrência com os incumbentes. Nesta vertente, também há aspetos relevantes que requerem um tratamento jurídico no âmbito do nosso estudo, face ao impacto que têm no modo de financiamento empresarial,

11 A. FRAILE CARMONA, A. GONZÁLEZ-QUEL LOMBARDO, R. RIVERA PASTOR, C. TARÍN QUIRÓS, J. P. VILLAR GARCÍA E D. RAMOS MUÑOZ E L. CASTEJON MARTÍN, *Competition issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, Estudo encomendado pelo Comité Económico, Social e de Qualidade de Vida do Parlamento Europeu, julho/2019, disponível em [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU\(2018\)619027](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU(2018)619027).

12 Cfr. NEIL HOWE E WILLIAM STRAUSS, *Rising: The next great generation*, 1.ª ed., Vintage Books, Nova Iorque, 2009, pp. 15 e ss..

13 Cfr. HÉLDER ROSALINO, "Fintech e Banca Digital", in *FinTech – Desafios da Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2017, p. 10.

tal como na primeira vertente, com o desafio suplementar da aplicação de uma nova tecnologia poder suscitar questões jurídicas que não encontram soluções perante o nosso ordenamento jurídico, obrigando o recurso ao processo de integração de lacunas, previsto no artigo 10.º do Código Civil, ou à necessidade de intervenção do legislador.

3. REGRAS VS. PRINCÍPIOS

Num plano jurídico mais genérico, há muito tempo que se debate a aplicação de uma regulação baseada em princípios ou de uma regulação baseada em regras, sendo a primeira comumente associada aos britânicos – “mercê de uma reforma legislativa lúcida e bem preparada nos finais dos anos noventa e de uma autoridade de supervisão daí resultante, a *Financial Services Authority* (autoridade existente entre 2001 e 2013) era avessa à proximidade legislativa e favorável a formulações legais mais abertas”¹⁴ – e a segunda aos estado-unidenses, estes devido à densidade e detalhe do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934.

O debate mais conhecido de regras vs. princípios é o de entre Ronald Dworkin e Herbert Hart. Enquanto Hart, no âmbito do seu modelo positivista, defende que os juízes podem legislar e decidir dentro dos limites do Direito e

que este é composto por um sistema meramente de regras, Dworkin contrapõe, afirmando que os princípios desempenham um papel fundamental no poder discricionário dos juízes¹⁵.

Refere-se, no entanto, que uma regulação baseada em princípios nunca desconsideraria a necessidade da existência de regras, nem a regulação baseada em regras desconsideraria por completo os princípios, uma vez que estas duas realidades se interligam, podendo-se aferir que se “alguns princípios são uma indução de regras, as regras podem, por vezes, ser configuradas como deduções de princípios”¹⁶.

Adverte-se, igualmente, que a regulação baseada em princípios, no contexto do direito financeiro, não está rigorosamente associada aos princípios jurídicos em sentido técnico¹⁷. De um ponto de vista estritamente jurídico, os “princípios são parâmetros tendencialmente incondicionados ou submetidos a uma condicionalidade difusa e não pontual”¹⁸, “apresentando-se como orientações multidirecionais derivadas da vivência do ordenamento jurídico”¹⁹, “decorrentes de uma conceção racional da Justiça a partir da qual são formulados por dedução”²⁰.

Os princípios “são encarados, a partir de certo ponto de vista, como desejáveis de manter ou de ser objecto de adesão, e, por isso, não apenas enquanto capazes de fornecer

14 PAULO CÂMARA, *A Regulação baseada em Princípios e a DMIF*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, 2007, p. 1, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/43ffdf6896544a209c04b8468f5c4f89Artigo3.pdf>.

15 Cfr. HERBERT L. HART, *O Conceito de Direito*, tradução de RIBEIRO MENDES, 2ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1996; RONALD DWORKIN, *Justice in Robes*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 2006; PEDRO MONIZ LOPES, *Princípio da Boa Fé e Decisão Administrativa*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 41; TÂNIA SCHNEIDER DA FONSECA, “O Debate Entre Herbert L. A. Hart E Ronald Dworkin”, in *Revista de Filosofia*, n.º 4, 2011, pp. 52 e ss., disponível em: <https://periodicos.ufpel.edu.br/ojs2/index.php/searafilosofica/article/view/541>

16 PEDRO MONIZ LOPES, *Princípio da Boa Fé e Decisão Administrativa*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 42

17 Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 291.

18 ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência dos princípios – ensaio sobre os fundamentos da decisão jurisdicional*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010, p. 226.

19 PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 291.

20 MARCELLO CAETANO, *Manual de Direito Administrativo*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 1980, pp. 73 a 75.

uma explicitação ou fundamento lógico das regras que os exemplificam, mas também, pelo menos, enquanto capazes de contribuir para a justificação destas²¹. São, assim, normas abertas que preveem um quadro racional, com percursos inferenciais expressos, implicando um juízo de prognose que consubstancia uma delegação de tarefas por parte do legislador na Administração²².

São, assim, comandos de otimização e, como tal, exigem que algo seja feito na máxima extensão possível de acordo com as possibilidades de facto e de direito existentes. A determinação do grau adequado de satisfação ou de realização de um princípio, relativamente aos comandos de outros princípios, é conseguida através da ponderação. Portanto, a ponderação é a forma específica de aplicação dos princípios²³.

As regras, por outro lado, surgem como normas dotadas de um detalhe muito superior aos princípios, verificando-se que são mandatos definitivos que determinam os seus pressupostos de aplicação, tidos como certos ao nível da sua interpretação e prescrevendo imperativamente uma exigência que só poderá ser cumprida ou violada, sendo que a sua aplicação obedece a uma lógica de tudo ou nada²⁴. “Afirmar que estamos perante uma regra é dizer que se trata de uma norma com um âmbito de aplicação relativamente

delimitado e que tendencialmente se poderá aplicar apenas com os tradicionais cânones de interpretação²⁵.”

Ou seja, as regras são normas que exigem algo de modo definitivo. São, portanto, comandos definitivos e a sua forma de aplicação é a subsunção. Se uma regra é válida e estão reunidas as condições para a sua aplicação, então deve ser feito exatamente o que ela exige. Se isso for feito, a regra é cumprida; se isso não for feito, a regra é violada²⁶.

Outra advertência a efetuar é que a distinção entre regras e princípios nem sempre é límpida, uma vez que pode a qualificação de uma determinada disposição legal como regra ou princípio ser mais um resultado da interpretação da mesma do que algo estabelecido na própria proposição normativa. Só depois de interpretada a disposição legal poderemos concluir se ela se aplicou essencialmente segundo um esquema lógico dedutivo ou, se pelo contrário, exigiu uma ponderação complexa de circunstâncias, fins e interesses contrapostos²⁷.

Tendo em conta as salvaguardas referidas, temos que estabelecer que a diferença entre regra e princípios que nos interessa no presente estudo deve ser reconduzida, de forma sistemática, aos seguintes sete fatores: (i) a sua génese; (ii) o grau de generalidade e abstração; (iii) a referência a uma ideia de justiça; (iv) a importância ou fundamentalidade para

21 HERBERT L. HART, *O Conceito de Direito*, tradução de RIBEIRO MENDES, 2ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1996, p. 322.

22 Cfr. JOSÉ LUCAS CARDOSO, “Do Problema dos Conceitos Jurídicos Indeterminados em Direito Administrativo - Para uma análise dos limites funcionais da jurisdição administrativa”, in *Polis - Revista de Estudos Jurídico-Políticos*, n.º 1, 1994, pp. 45 e ss., disponível em: <http://revistas.lis.ulsiada.pt/index.php/polis/>.

23 ROBERT ALEXY, “Direitos fundamentais e princípio da proporcionalidade”, in *O Direito*, Ano 146.º, IV, tradução de PAULO PEREIRA GOUVEIA, Juridireito, Coimbra, 2014, pp. 818 e 819.

24 Cfr. PAULO OTERO, *Legalidade e Administração Pública - O sentido da vinculação administrativa à juridicidade*, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 165 e 166; PEDRO MONIZ LOPES, *Princípio da Boa Fé e Decisão Administrativa*, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 42 e 43.

25 ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência dos princípios - ensaio sobre os fundamentos da decisão jurisdicional*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010, pp. 131 e 132.

26 ROBERT ALEXY, “Direitos fundamentais e princípio da proporcionalidade”, in *O Direito*, Ano 146.º, IV, tradução de PAULO PEREIRA GOUVEIA, Juridireito, Coimbra, 2014, p. 818.

27 Cfr. ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência dos princípios - ensaio sobre os fundamentos da decisão jurisdicional*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010, pp. 131 e 132.

o ordenamento jurídico; (v) a sua abertura ou expansibilidade; (vi) a sua (in) determinabilidade prévia dos casos a que se aplica; (vii) e a capacidade para enformar toda a ordem jurídica²⁸. Existe, portanto, uma diferença qualitativa e não apenas quantitativa – esta centrada essencialmente na maior generalidade do princípio face à regra, existindo uma, indeterminação estrutural dos princípios, consistente na ausência de pressupostos tipificados de previsão e estatuição, podendo orientar a busca da norma aplicável e a sua interpretação²⁹.

Destarte, nesta distinção atende-se ao grau de densidade normativa que se pretende que tenham os enunciados legislativos e regulamentares, sendo a regulação baseada em princípios direcionada para técnicas legislativas mais abertas cuja aplicação exige a ampla intervenção de mediações dogmáticas e jurisprudenciais, mas que possui também uma força irradiante que permite a sua aplicação em âmbitos diversos³⁰. “Ora, para diminuir o grau de densidade das prescrições normativas não relevam apenas os princípios jurídicos, mas também a utilização de outras fórmulas que asseguram maior flexibilização da letra das disposições normativas – tais como conceitos indeterminados e cláusulas gerais”³¹, por oposição ao «*ius strictum*».

4. VANTAGENS E DESVANTAGENS DA REGULAÇÃO BASEADA EM PRINCÍPIOS

Há várias vantagens associadas à regulação baseada em princípios, como a maior flexibilidade que pode oferecer às empresas, incentivando, deste modo, a inovação e a competitividade³². A presença de normas abertas afigura-se uma prerrogativa para garantir alguma proporcionalidade e incentivo à inovação financeira e à autorregulação.

Os investidores podem beneficiar da melhor conduta das empresas, uma vez que estas se focam em melhorar a conformidade substantiva e alcançar resultados, e evitam abordagens meramente mecanicistas do cumprimento das prescrições (*box-ticking*), sem que consigam atingir uma assimilação dos valores que estão subjacentes à regulamentação. Isto, tendo em conta que as regras produzem erros de inclusão seja por excesso ou por defeito, pois captam o princípio ou a finalidade pública subjacente de forma necessariamente incompleta, e que a sua aplicação pode exigir inclusivamente uma ponderação de razões contrárias³³.

Desta forma, considera-se que a regulação é menos permeável a lacunas e mais adequada para um mercado em evolução, permitindo que a regulamentação tenha alguma

28 Cfr. VITALINO CANAS, *O Princípio da proibição do excesso na conformação e no controlo de atos legislativos*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 885 e 886; JOSÉ LAMEGO, *Elementos de Metodologia Jurídica*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 69.

29 Cfr. JOSÉ LAMEGO, *Elementos de Metodologia Jurídica*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 69.

30 Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 291; ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência dos princípios – ensaio sobre os fundamentos da decisão jurisdicional*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010, pp. 131 e 132.

31 PAULO CÂMARA, *A Regulação baseada em Princípios e a DMIF*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2007, p. 1, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/43ffdf6896544a209c04b8468f5c4f89Artigo3.pdf>.

32 Cfr. JULIA BLACK, “Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation” in *LSE Legal Studies Working Paper No. 13/2008*, 2008, p. 3, disponível em: papers.ssrn.com.

33 Cfr. ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência dos princípios – ensaio sobre os fundamentos da decisão jurisdicional*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010, pp. 131 e 132

durabilidade³⁴. Os princípios mantêm-se, em face novos circunstancialismos, como sedimentos desvitalizados³⁵.

O ordenamento jurídico necessita, cada vez mais, de se adaptar às concepções sociais e às alterações da vida trazidas pela sociedade técnica, ou seja, precisa de se fazer permeável aos seus próprios fundamentos ético-sociais. Neste contexto, pode-se distinguir no ordenamento jurídico, por um lado, conceitos «determinados» que são, genericamente, as estruturas arquitetónicas consolidadas da ordem jurídica, as quais permitem a construção de um sistema científico e propiciar a certeza e segurança do Direito; por outro lado, conceitos «indeterminados» e cláusulas gerais que constituem por assim dizer a parte *movediça* e *absorvente* do mesmo ordenamento, enquanto servem para ajustar e fazer evoluir a lei no sentido de a direcionar às mudanças e às particularidades das situações da vida³⁶.

Em caso de alterações à realidade regulada, os princípios e os conceitos indeterminados podem geralmente ser chamados para preencher lacunas³⁷ e a tarefa da entidade reguladora cinge-se apenas a uma atividade de interpretação que deve ter como limite os eixos da proporcionalidade e da adequação. A legislação e a regulamentação são, assim, mais estáveis e evita-se intervenções normativas desnecessárias, permitindo, igualmente, garantir simplicidade e sintetismo ao sistema normativo, permitindo à entidade reguladora

densificar os conceitos indeterminados com a experiência adquirida através das relações estabelecidas com os agentes de mercado.

Estas características concedem uma maior acessibilidade à compreensão da legislação – compreendendo os valores subjacentes aos valores que a regulação quer tutelar e, sobretudo, pelo que permite que as empresas se autorregulem³⁸ – e da regulamentação por parte das PME³⁹, algo que se coaduna com os objetivos do Plano de Ação para a criação de uma União dos Mercados de Capitais. Estabelece-se, assim, maior justiça, proporcionalidade e igualdade de oportunidades para todos os agentes do mercado, fomentando, outrossim, a concorrência.

Outra das vantagens conhecidas é a relação que se estabelece entre as empresas reguladas e as entidades reguladoras, dado que a regulação baseada em princípios fomenta a responsabilidade, a reciprocidade e a confiança nesta relação, o que atenua as assimetrias de informação de ambas as partes, consequentemente reduzindo os custos de agência. As entidades reguladoras e os seus regulados passam a comunicar claramente os seus objetivos e expectativas e a aplicar princípios previsíveis. As entidades reguladoras transmitem de forma mais clara e transparente os seus objetivos e, por outro lado, os regulados partilham mais informação com as entidades reguladoras e adotam uma abordagem autorreflexiva

34 Cfr. PAULO CÂMARA, “A Regulação baseada em Princípios e a DMIF”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2007, p. 3, disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/43ffdf6896544a209c04b8468f5c4f89Artigo3.pdf>; JULIA BLACK, “Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation” in *LSE Legal Studies Working Paper No. 13/2008*, 2008, p. 3, disponível em: papers.ssrn.com.

35 CARLOS MOTA PINTO, *Cessão da Posição Contratual*, Almedina Coimbra, 2003, p. 10.

36 Cfr. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 26ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019, p. 113.

37 Cfr. JULIA BLACK, “The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation”, in *LSE Legal Studies Working Paper No. 17/2010*, 2010, pp. 5-25, disponível em: papers.ssrn.com.

38 Cfr. WILLIAM MAGNUSSON, “Regulating FinTech”, in *Vanderbilt Law Review*, Forthcoming Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper n.º. 17-55, 2017, p. 48, disponível em: papers.ssrn.com.

39 Cfr. JULIA BLACK, “Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation” in *LSE Legal Studies Working Paper No. 13/2008*, 2008, p. 8, disponível em: papers.ssrn.com.

de alinhamento dos seus processos e práticas comerciais para garantir que os objetivos estabelecidos na regulamentação sejam atingidos, passando a existir uma maior congruência entre os incentivos privados dos regulados e os objetivos regulatórios de interesse público⁴⁰.

Relativamente às desvantagens, a regulação baseada em princípios é criticada, sobretudo, por não fornecer segurança e previsibilidade. Apesar de termos exposto que a comunicação poderia ser favorecida por uma regulação baseada em princípios, muitas vezes poderão existir dificuldades interpretativas quanto aos objetivos regulatórios, uma vez que as normas abertas requerem uma prévia operação de preenchimento valorativo⁴¹, cabendo um grande ónus às entidades reguladoras de concretização desses objetivos por parte de uma comunicação clara, sob pena das empresas recorrerem a uma abordagem mais cautelosa baseada no risco de não atuarem com a segurança que exige o bom funcionamento do comércio e do sistema financeiro⁴².

As entidades reguladoras ficam, igualmente, obrigadas a uma vigilância redobrada e a um maior esforço de análise na fiscalização, face à abertura dos normativos, suscitando maiores dificuldades de harmonização num plano da União Europeia⁴³, cabendo-lhes também a tarefa de descobrir pela

«ratio legis» e pelos outros elementos de interpretação o pensamento real do legislador⁴⁴ podendo ser necessário, de uma forma mais frequente, o recurso à publicação de orientações para colmatar as dúvidas interpretativas do mercado.

Como refere Hans Kelsen: “a necessidade de uma interpretação resulta justamente do facto de a norma a aplicar ou o sistema de normas deixarem várias possibilidades em aberto, ou seja, de não contarem ainda qualquer decisão sobre a questão de saber qual dos interesses em jogo é de maior valor, mas deixarem antes esta decisão, a determinação da posição relativa de interesses, a um acto de produção normativa que ainda vai ser posto – à sentença judicial, por exemplo”⁴⁵.

Na regulação baseada em princípios, as empresas são obrigadas a interpretar à sua maneira conceitos indeterminados. Temos, por um lado, os conceitos indeterminados cuja concretização envolve apenas operações de interpretação da lei e de subsunção, somente condicionados pela linguagem, solucionáveis através de raciocínios teórico-discursivos, e os conceitos indeterminados cuja concretização apela já para preenchimentos valorativos por parte do aplicador do Direito⁴⁶, pelo que, convém esclarecer que nos referimos a estes últimos.

40 Cfr. JULIA BLACK, “The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation”, in *LSE Legal Studies Working Paper No. 17/2010*, 2010, pp. 17 e ss., disponível em: papers.ssrn.com

41 Cfr. JOSÉ LUCAS CARDOSO, “Do Problema dos Conceitos Jurídicos Indeterminados em Direito Administrativo - Para uma análise dos limites funcionais da jurisdição administrativa”, in *Polis - Revista de Estudos Jurídico-Políticos*, n.º 1, 1994, p. 17, disponível em: <http://revistas.lis.ulsiada.pt/index.php/polis/>.

42 Cfr. JULIA BLACK, “Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation” in *LSE Legal Studies Working Paper No. 13/2008*, 2008, pp. 3 e 4, disponível em: papers.ssrn.com

43 Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, Coimbra, 2018, p. 292.

44 Cfr. AFONSO QUEIRÓ, *O poder discricionário da administração*, Tese de doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1944, p. 261.

45 HANS KELSEN, *Têoria Pura do Direito*, tradução de JOÃO BAPTISTA MACHADO, 7ª edição da tradução portuguesa, Almedina, Coimbra, 2008, p. 384.

46 Cfr. DIOGO FREITAS DO AMARAL, *Curso de Direito Administrativo*, Vol. II, 4.º ed., com a colaboração de PEDRO MACHETE E LINO TORGAL, Almedina, Coimbra, 2020, pp. 93 e ss.; KARL ENGLISH, *Introdução ao Pensamento Jurídico*, 6.ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, Tradução de JOÃO BAPTISTA MACHADO, 1988, pp. 236 e 237; SÉRVULO CORREIA, *Legalidade e Autonomia Contratual nos Contratos Administrativos*, Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídico-Políticas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Almedina, Coimbra, 2020, p. 474.

Há, portanto, uma maior exposição ao risco interpretativo – o risco de que autoridades façam uma interpretação diferente –, aumentando, assim, a conflitualidade social e judicial. “Cada pessoa insatisfeita ou cada grupo de interesses preterido por uma decisão administrativa acaba por abrir litígios judiciais, fornecendo todo o material genético para no sistema se alicerçarem os pressupostos conducentes a um governo de juízes”⁴⁷. A utilização de princípios, conceitos indeterminados ou de cláusulas gerais pode gerar, deste modo, grandes preocupações, devido à forte discricionariedade da Administração na perseguição ou não de determinada conduta⁴⁸.

Por esta via remete-se, assim, para o aplicador administrativo do Direito um poder suplementar de proceder a ponderações de interesses e de bens alicerçados em princípios, perdendo-se a certeza e segurança jurídica na atuação administrativa, devendo esta assentar em conceitos claros e numa estrutura de quadros sistemáticos conclusivos, implicando um compromisso de grande dimensão para a Administração, ao ficar com um dever mais exigente de fundamentação e de estruturação dos conceitos indeterminados⁴⁹.

Nas palavras de Alexandre Brandão da Veiga: “o perigo fundamental da concretização de conceitos indeterminados

é bem conhecido: o de se traduzir num mero desenvolvimento verbal. Por isso se tem de operar uma inversão metodológica. Em vez de seguir o caminho tradicional que começa com o regime da imputação para se analisar só depois o das consequências jurídicas tem de se seguir o percurso inverso. Tendo em conta a dependência funcional da previsão em relação à estatuição, o desenho dos contornos das estatuições revela as funções que este conceito desempenha, servindo pois de meio de controlo a qualquer interpretação que pretenda aderir à realidade”⁵⁰.

Outro dos problemas da regulação baseada em princípios é a sua abordagem *ex post* aos riscos, focando-se no passado. Os princípios apenas entram na fase de execução quando o risco se “cristalizou”, podendo, muitas vezes, a atividade interpretativa não funcionar ou ser demasiadamente árdua⁵¹. Sem a supervisão de uma entidade reguladora para garantir que os termos sejam interpretados de maneira razoável e responsável, os agentes de mercado podem definir os termos no seu próprio interesse e as decisões destes podem-se direcionar para zonas de maior risco, menor transparência, menor estabilidade sistémica e menor proteção dos investidores⁵². Por outro lado, no Direito Administrativo encontramos dois tipos de aplicadores das normas legais, valorando-as

47 PAULO OTERO, *Legalidade e Administração Pública – O sentido da vinculação administrativa à juridicidade*, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 168 e 169.

48 Cfr. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 381.

49 Cfr. PAULO OTERO, *Legalidade e Administração Pública – O sentido da vinculação administrativa à juridicidade*, Almedina, Coimbra, 2003, p. 167; JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 26ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019, p. 113.

50 ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, “Idoneidade e Supervisão”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 55, 2016, p. 30, disponível em:

<https://www.cvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2055E.pdf>

51 Cfr. JULIA BLACK, “The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation”, in *LSE Legal Studies Working Paper No. 17/2010*, 2010, pp. 5-25, disponível em: papers.ssrn.com.

52 Cfr. CRISTIE FORD, *Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis*, 2010, p. 41, disponível em: papers.ssrn.com.

autonomamente: os órgãos da Administração Pública e os tribunais⁵³, o que fragiliza a segurança jurídica.

Outrossim, o ambiente em que os nossos esforços regulatórios devem operar é caracterizado por altos níveis de complexidade e mudanças rápidas. Isso coloca grande pressão sobre a capacidade do planeamento central deliberativo do legislador e das entidades reguladoras de gerarem as regras estruturais e regulamentares necessárias⁵⁴.

Por outro lado, a impossibilidade dos princípios conseguirem solucionar todo o tipo de situações é insuprível. Aliás, conforme nos alerta Faria Costa, “a tentação de querer resolver todos os problemas de interpretação que o direito levanta ou põe, através da própria regulamentação jurídica previamente determinada, tem sido uma constante”⁵⁵.

Acresce que a própria dinâmica social de uma determinada comunidade pode produzir novos conceitos e significações diante de normas antes tidas como claras e de aceções aceites pacificamente⁵⁶.

A previsão de regras, no sentido de conceitos determinados, pode mitigar as desvantagens identificadas e também é

o único meio possível para certas partes do sistema normativo, designadamente, as normas sancionatórias⁵⁷ – tendo em conta aos princípios constitucionais garantísticos do Direito Penal no que respeita à segurança, certeza, confiança e previsibilidade⁵⁸, como o princípio *nullum crimen sine lege praevia* – e as normas que preveem os requisitos patrimoniais e deveres de reporte – nestas poderão ser utilizadas ferramentas *SupTech* para auxiliar as entidades reguladoras.

Perante a nossa análise das vantagens e desvantagens da regulação baseada em princípios, observa-se que não existe uma solução ótima evidente. Consideramos, em geral, que num sistema regulatório aplicável a qualquer meio de financiamento *FinTech* deve ser procurado um equilíbrio com a previsão cumulativa de princípios e regras, aproveitando as vantagens e desvantagens expostas, bem como os instrumentos regulatórios analisados, sem prejuízo de se atribuir preponderância à simplicidade, clareza e sintetismo do regime jurídico aplicável.

53 No entanto, Otto Bachof reconhece à Administração, como poder autónomo do Estado, um âmbito de responsabilidade exclusiva, ficando os tribunais apenas com o dever de sindicar a subsunção realizada pelo agente administrativo quando dispuserem de parâmetros de controlo suficientemente seguros, cfr. JOSÉ LUCAS CARDOSO, “Do Problema dos Conceitos Jurídicos Indeterminados em Direito Administrativo – Para uma análise dos limites funcionais da jurisdição administrativa”, in *Polis – Revista de Estudos Jurídico-Políticos*, n.º 1, 1994, p. 32, disponível em:

<http://revistas.lis.ulusiada.pt/index.php/polis/>. Segundo Barbosa de Melo, “na hipótese da ausência de critérios ou paradigmas pré-constituídos e tomados públicos, onde é que o juiz, para apreciar e controlar a decisão administrativa, iria buscar as máximas da decisão senão à sua própria vontade ou razão?”, BARBOSA DE MELO, “Introdução às formas de concertação social”, in *Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. LIX, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 1985, p. 110. “A larga margem de discricionariedade inerente à atuação do supervisor, que implica que os tribunais apenas devem poder intervir em caso de ilegalidade manifesta”, JOÃO PEDRO CASTRO MENDES, “Estabilidade Financeira, Princípio da Proporcionalidade e Supervisão Microprudencial”, in *Estudos de Direito Bancário I*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 74.

54 GILLIAN HADFIELD, “Producing Law for Innovation”, in *Rules for Growth – Promoting Innovation and Growth through Legal Reform*, 2011, p. 25, disponível em: https://www.kauffman.org/-/media/kauffman_org/research-reports-and-covers/2011/02/rulesforgrowth.pdf.

55 JOSÉ DE FARIA COSTA, *O perigo em direito penal*, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, p. 153; “Nenhuma norma é capaz de ser completa o suficiente a ponto de não precisar de ulterior interpretação”, HERBERT L. HART, *O Conceito de Direito*, tradução de RIBEIRO MENDES, 2ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1996, p. 34.

56 PETER HARBELE, “*Demokratische Verfassungstheorie im Lichte des Möglichkeitsdenken*”, in *Die Verfassung des Pluralismus*, Königstein/TS, Athenäum, 1980, p. 4.

57 Cfr. BORUT STRAZISAR, *Principle Based Legislation Smart Choice for Capital Market’s Regulation?*, 2011, p. 4, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1999798

58 Cfr. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 581.

5. COMMON LAW E SISTEMAS ROMANO-GERMÂNICOS

Atenta-se que a regulação baseada em princípios é, normalmente, abordada numa perspetiva dos sistemas da *common law*, em que nos deparamos com um conceito de Direito fundamentalmente diverso daquele que prevalece no continente europeu. Mais do que um conjunto de regras e princípios gerais que disciplinam normativamente a vida social, o Direito, nos sistemas da *common law* é tido essencialmente como um instrumento de resolução de litígios.

É possível, deste modo, que a regulação baseada em princípios não surta iguais resultados em ordenamentos jurídicos de pendor mais prescritivo como o português. Com efeito, nos sistemas da *common law* existe um maior pragmatismo e desconfiança relativamente aos princípios gerais que antecipam problemas jurídicos através de regras abstratas. As regras surgem como meras hipóteses de trabalho, continuamente testados nos tribunais⁵⁹. A abordagem baseada em princípios é, por isso, mais utilizada nos sistemas da *common law* como

uma técnica de precedentes judiciais no esclarecimento e na delimitação do conteúdo dessas formulações⁶⁰.

Com efeito, nos sistemas de *common law* houve sempre uma tendência para o pragmatismo e empirismo, em oposição aos direitos romano-germânicos⁶¹, mas, por outro lado, não existe centralidade sistémica de conceitos e categorias jurídicas nos sistemas da *common law*⁶², sendo que a ideia que permeia nestes sistemas é de que o Direito existe não para ser um edifício lógico e sistemático, mas para resolver questões concretas⁶³.

Apesar de existir uma aproximação dos dois sistemas atualmente, com uma tendência para uma maior presença da lei nas fontes do direito nos sistemas da *common law* e para uma maior importância da jurisprudência nos sistemas romano-germânicos e da maior utilização das técnicas legislativas da *common law* nos sistemas romano-germânicos, como a utilização de extensos glossários de conceitos empregues nos textos legislativos, bem como as técnicas de compilação e consolidação de leis⁶⁴, é notória a maior influência da “Teoria dos Sistemas”⁶⁵ nos sistemas romano-germânicos.

59 Cfr. DÁRIO MOURA VICENTE, *Direito Comparado - Volume I*, 4ª ed. Almedina, Coimbra, 2019, pp. 281 e 282.

60 Abel Sequeira Ferreira refere que visão do Direito, típico das teses do jurisprudencialismo, assente nos princípios, tem elementos constitutivos do direito e consciente da pluridimensionalidade do sistema jurídico, em permanente construção, e que já não pode centrar-se apenas na lei, cfr. ABEL SEQUEIRA FERREIRA, “A soft law e a juridicidade dos códigos de governo das sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2018, p. 183.

61 CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA E JORGE MORAIS CARVALHO, *Introdução ao Direito Comparado*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, p. 125.

62 Relativamente à falta de centralidade sistémica relativa ao ato administrativo na *common law*, vd. LUÍS FILIPE COLAÇO ANTUNES, “Interesse Público, Proporcionalidade e Mérito; Relevância e Autonomia Processual do Princípio da Proporcionalidade”, in *Estudos em Homenagem à Professora Doutora Isabel de Magalhães Collaço*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2002, p. 565.

63 GUIDO FERNANDO SILVA SOARES, *Curso de Direito Internacional Público*, Vol. I, Atlas, São Paulo, 2002, p. 53.

64 CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA E JORGE MORAIS CARVALHO, *Introdução ao Direito Comparado*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 127 e 128.

65 Destacamos, neste contexto, os trabalhos de Von Bertalanffy, Talcott Parsons e Niklas Luhmann, tendo este último incluído um novo paradigma à “Teoria dos Sistemas”: a conceção de sistema como sistema autopoietico. Sobre o referido vd. VON BERTALANFFY, *Teoria Generale dei Sistemi*, tradução de ENRICO BELLONE, ILI, Milano, 1971; TALCOTT PARSONS, “Sugestions for a Sociological Approach to a Theory of Organization” in *Administrative Science Quaterly*, Vol. 1, n.º 1, Sage Publications, Inc., New York, 1956, pp. 63 e ss.; NIKLAS LUHMANN, *Fin y Racionalidad en los Sistemas: sobre la función de los fines en los sistemas sociales*, tradução de JAIME NICOLÁS MUÑIZ, Torregalindo, Madrid, 1983.

Nos sistemas jurídicos romano-germânicos, só a partir de configuração da lei num conjunto sistematicamente ordenado e articulado de outras normas, será possível entender os princípios fundamentais que impulsionam o funcionamento e que regem a necessária unidade e coerência dessa mesma ordem geral, ao disciplinarem em particular, as leis, nas suas relações recíprocas⁶⁶.

Nesse sentido, é suficientemente explanatório que a opção pelas expressões «ordem interna» e «ordem jurídica, contidas no artigo 8.º, n.ºs 2 e 3, e 277.º, n.º 3, da Constituição da República Portuguesa, consubstancia a existência de uma estrutura jurídica positiva composta por vários elementos, articulados num conjunto necessariamente estruturado por relações de coerência, ou seja, um sistema intrínseco, do qual podem ser extraídos critérios orientadores que tornam possível a adaptação desse sistema a novos problemas e situações⁶⁷.

O sistema que a ciência jurídica elabora reconstitui uma ordem fundamental que visa integrar as ligações entre cada parcela, de forma a criar uma certa unidade de elementos jurídicos de que a lei, como norma, faz parte, assim sendo, as normas só atingem o seu conteúdo em harmonia com as demais normas se for tomada em consideração a relação

sistemática que entre elas existe. Em universos caracterizados por interesses conflitivos como os das comunidades humanas, não pode deixar de existir alguma desordem e sendo esta última contrária à essência do Direito impõe-se, necessariamente, um processo de integração harmoniosa dos mesmos interesses, através de regras jurídicas, sendo precisamente nesta interação dinâmica que repousam os fundamentos da ordem jurídica⁶⁸.

O objetivo é que o sistema seja um feixe de relação entre os seus elementos que lhe confere aptidão para composição de um número indefinido de ocorrências⁶⁹ e seja dotado de coerência e que demonstre a conexão de sentido inerente ao ordenamento jurídico, através de uma sequência e harmonização lógica, axiológica e teleológica⁷⁰, o que se mostra indispensável à estabilidade, segurança, certeza e imperatividade que decorrem da natureza do Direito⁷¹.

Daqui decorre uma vocação para a plenitude, associada ao imperativo do «legislador completo», ou seja, a plenitude impõe à ordem jurídica que a mesma proveja institutos e soluções jurídicas para o preenchimento de lacunas, cuja ausência geraria omissões, disfunções regulatórias e falhas na função disciplinadora, axiomática e dogmática da ordem normativa⁷². O sistema é, deste modo, uma unidade

66 Cfr. CARLO BLANCO DE MORAIS, *As Leis Reforçadas – As Leis Reforçadas pelo Procedimento no Âmbito dos Critérios Estruturantes das Relações Entre Actos Legislativos*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998, p. 164.

67 Cfr. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 26ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019, p. 103.

68 Cfr. JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, 13.ª ed. refundida, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 480 e ss.; CARLO BLANCO DE MORAIS, *As Leis Reforçadas – As Leis Reforçadas pelo Procedimento no Âmbito dos Critérios Estruturantes das Relações Entre Actos Legislativos*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998, p. 164.

69 Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Texto e Enunciado na Teoria do Negócio Jurídico*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 1992, p. 403.

70 JOSÉ GOMES CANOTILHO, “Relatório sobre programa, conteúdos e métodos de curso de teoria da legislação”, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. LXIII, Gráfica de Coimbra, Lda., 1992, p. 474.

71 Referimo-nos a uma vocação para a plenitude, porque uma plenitude integral po considerar-se afastada, uma vez que a doutrina reconhece a categoria de lacunas “rebeldes à analogia”, cfr. KARL ENGLISH, *Introdução ao Pensamento Jurídico*, 6.ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, Tradução de JOÃO BAPTISTA MACHADO, 1988, p. 282; JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, 13.ª ed. refundida, Almedina, Coimbra, 2016, p. 465; MÁRIO FRANZEN DE LIMA, *Da Interpretação Jurídica*, 2.ª ed., Ed. Forense, Rio de Janeiro, 1955, p. 136.

72 Cfr. CARLO BLANCO DE MORAIS, *As Leis Reforçadas – As Leis Reforçadas pelo Procedimento no Âmbito dos Critérios Estruturantes das Relações Entre Actos Legislativos*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998, p. 168.

normativa heterogénea⁷³ que também se estrutura em princípios positivos e transpositivos – em que o legislador pode induzir um sentido genérico de dever ser⁷⁴ –, em normas prescritas numa opção político-estratégica, na jurisprudência e na doutrina jurídica⁷⁵.

A descoberta desse sistema é feita através da concretização desses princípios e da formação de tipos e conceitos determinados pela função. Assim, o sistema é apto para resolver a necessidade de concretização de conceitos indeterminados através de um pensamento tipológico, isto é, através da separação e generalização de determinados elementos (índices), para, a partir deles, se formarem conceitos ordenados com vista a se poderem alcançar diversos graus de abstração, acrescentando ou subtraindo notas específicas particulares.

Por outras palavras, identifica-se as notas características tidas como típicas como as que estão presentes em grau e intensidade suficientes para que a situação de facto no seu todo corresponda a certo tipo de uma forma coerente, numa ótica de sistema aberto, equiparável à de uma «rede neuronal», no sentido em que é um modelo dotado de interconetividade e baseado no reconhecimento de padrões⁷⁶. Os tipos permitem, assim, apreender e entender com particular transparência as realidades designadas, discernir os nexos de sentido que as entreligam, e intuir os

pontos vista valorativos e funcionais que lhes constituem o cerne⁷⁷.

Contrapondo o exposto à regulação baseada em princípios, afigura-se que a noção de sistema e os métodos utilizados nos sistemas jurídicos romano-germânicos têm capacidade de colmatar as desvantagens que identificamos em relação à regulação baseada em princípios, bem como têm capacidade de aproveitar as suas vantagens face à abertura, plasticidade, graduabilidade e totalidade do pensamento sistemático. Salienta-se que a lei nos sistemas da *common law* vincula nos limites em que dispõe, não admitindo qualquer extensão do âmbito que lhe foi demarcado, não existindo, portanto, tanta flexibilidade⁷⁸.

6. INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS ASSOCIADOS ÀS FINTECH

Os diferentes instrumentos regulatórios associados às *FinTech*, nomeadamente, *innovation hubs*, *regulatory sandboxes*, são, com base no exposto, assimiláveis pelo nosso ordenamento jurídico, fenómeno também explicado pela elasticidade adquirida do nosso sistema pela receção, sobretudo na segunda metade do século XX, de múltiplas regras, tipos contratuais e instituto jurídicos caracteristicamente

73 A natureza «heterogénea» reportar-se-ia à existência, no seio do sistema, de normas e de princípios de intensidade diversa, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Da Sistematização das Leis como Problema de Política Legislativa” in *Cadernos de Ciência de Legislação – INA*, n.º 6, Centro de Estudos INA – Instituto Nacional de Administração, Lisboa, 1993, pp. 13 e 14.

74 Cfr. HANS KELSEN, *Teoria Pura do Direito*, tradução de JOÃO BAPTISTA MACHADO, 7ª edição da tradução portuguesa, Almedina, Coimbra, 2008, p. 384.

75 Cfr. ANTÓNIO CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia Jurídica – Problemas Fundamentais*, Coimbra Editora, Coimbra, 2013, pp. 155 e ss..

76 Cfr. KARL LARENZ, *Metodologia da Ciência do Direito*, 3.ª ed., tradução de JOSÉ LAMEGO, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2009, pp. 644 e ss.; PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, Dissertação de Doutoramento, Almedina, Coimbra, 1995, p. 184.

77 PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, Dissertação de Doutoramento, Almedina, Coimbra, 1995, p. 45.

78 Cfr. JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, “Interpretação das leis: integração das lacunas: aplicação do princípio da analogia”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, Ano 57, n.º 3, Ordem dos Advogados Portugueses, Lisboa, 1997, p. 915.

anglo-saxónicos, causada pelo predomínio inglês e americano em muitos setores do comércio internacional⁷⁹.

Não contraria o nosso ordenamento jurídico que exista um diálogo mais próximo entre as entidades reguladoras e os seus regulados no que concerne à leitura interpretativa dos normativos aplicáveis, antes pelo contrário. Este diálogo e comunicação, que poderá ser realizado através dos instrumentos regulatórios associados à *FinTech*, ou, meramente, ou através da publicação de comunicados, pareceres genéricos⁸⁰ e perguntas frequentes – as chamadas FAQ (*frequently asked questions*) –, trata-se de uma oportunidade para incrementar a transparência decisória das entidades reguladoras⁸¹, objetivo consagrado no artigo 14.º do Código de Procedimento Administrativo.

As entidades reguladoras têm um papel relevante no acompanhamento da inovação financeira, concretizando os conceitos indeterminados que solicitem a sua discricionariedade técnica⁸², sempre no respeito das leis habilitantes e da adequada, equilibrada e proporcional composição dos

interesses dos respetivos agentes de mercado⁸³, justifica-se esta atribuição de discricionariedade às entidades reguladoras, pela necessidade de regulação de certos setores sensíveis da vida financeira e económica que servem concomitantemente interesses públicos e privados conflitantes e pela necessidade de corresponder à tecnicidade e especialização exigidas pela matéria em causa, respondendo-se, desta forma, à pouca flexibilidade e inadaptação do legislador face à evolução tecnológica nesses setores⁸⁴.

Destarte, a decisão última sobre o justo no caso concreto é confiada à responsabilidade das entidades reguladoras competentes, não só porque não é possível excluir um resto de insegurança, mesmo através de regras, por mais minuciosas que estas sejam, mas também porque se “considera ser melhor solução aquela em que dentro de determinados limites alguém olhado como pessoa consciente da sua responsabilidade, faça valer o seu próprio ponto de vista”⁸⁵.

Um cenário de constante movimento exige impreterivelmente às entidades reguladoras uma maior flexibilidade na

79 Apesar de os princípios gerais dos sistemas jurídicos continentais poderem, por conseguinte, conferir um alcance diverso aos institutos jurídicos anglo-saxónicos, quando estes hajam de ser aplicados pelos tribunais, cfr. DÁRIO MOURA VICENTE, *Direito Comparado - Volume I*, 4ª ed. Almedina, Coimbra, 2019, p. 242 e 522 e ss... Nos Estados Unidos da América, no entanto, há uma maior importância da lei como fonte de direito e como instrumento de reforma social, havendo uma maior aproximação ao sistema romano-germânico, DÁRIO MOURA VICENTE, *Direito Comparado - Volume I*, 4ª ed. Almedina, Coimbra, 2019, pp. 344 e 345.

80 Estes pareceres genéricos não são, geralmente, vinculativos, mas contribuem para a certeza jurídica e garantem a imparcialidade e coerência decisória das entidades reguladoras, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 282 e 283.

81 Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 292 a 294.

82 “O legislador, impotente para retratar, de forma fiel, os contínuos avanços técnicos, tem que remeter para a Administração o controlo destes, facilitando-lhe a ação através de normas abertas, construídas com base em conceitos indeterminados, que representam uma nova técnica de formulação dos pressupostos da ação preventiva (de riscos)”, CARLA AMADO GOMES, *Risco e Modificação do Acto Autorizativo Concretizador de Deveres de Protecção do Ambiente*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 425. “Respeita-se a legitimidade democrática da Administração, a sua (eventual) representatividade social e a sua responsabilidade político-administrativa. Do mesmo modo, são respeitadas necessária flexibilidade e dinâmica para que a Administração possa integrar as suas decisões «altamente complexas» nos seus «programas de ação» e os adaptar permanentemente às necessidades de uma «boa administração». Assim ficam respeitadas também a «prognose», a «ponderação» e a «política administrativa», figuras indispensáveis a uma Administração moderna”, ANTÓNIO FRANCISCO DE SOUSA, «Conceitos Indeterminados» no *Direito Administrativo*, Almedina, Coimbra, 1994, p. 239.

83 Cfr. MARIA CELESTE CARDONA, *Contributo para o conceito e a natureza das entidades administrativas independentes - As Autoridades Reguladoras*, Almedina, Coimbra, 2016, p. 585.

84 Cfr. ANA RAQUEL GONÇALVES MONIZ, *Estudos sobre os Regulamentos Administrativos*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 68 e ss..

85 KARL ENGLISH, *Introdução ao Pensamento Jurídico*, 6.ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, Tradução de JOÃO BAPTISTA MACHADO, 1988, p. 220.

sua atuação e um entendimento abrangente dos serviços e produtos inovadores, através de um contacto próximo com as empresas e da promoção de iniciativas de partilha de saber. Somente com um conhecimento profundo do fenómeno da inovação financeira, dos instrumentos que lhe estão associados e das suas aplicações no sistema financeiro, é que as entidades reguladoras poderão agir de forma eficaz e eficiente, prevendo e gerindo os impactos mais amplos da inovação. Sob outra perspetiva, a carga e a complexidade da regulação e o respetivo desconhecimento por parte da maioria dos agentes do mercado *FinTech* podem limitar a inovação e a concorrência no mercado face à insegurança jurídica e a uma pluriestratificação das regras que gera opacidade⁸⁶.

7. REFLEXÕES FINAIS

Nada do que analisado no presente artigo obsta a que no nosso ordenamento jurídico exista essa flexibilidade e que se forneça um enquadramento regulatório tecnologicamente neutro numa base de longo prazo, que apoie o setor financeiro na integração e exploração das tecnologias do futuro, criando flexibilidade para garantir que a política regulatória possa evoluir de acordo com esses desenvolvimentos, sendo, para tal efeito, mais auspicioso um modelo teleológico constante, por contraposição ao modelo estático, concreto, resultante da aplicação imediata de normas de que condicionam

todo o setor, sem qualquer proporcionalidade ou outro tipo de valoração num plano sistemático.

A ordenação de novas situações pode ser muito rapidamente realizada por um sistema aberto, no confronto dinâmico de índices que permitam a inserção dessas situações num tipo existente ou num novo tipo. Considerando o rápido desenvolvimento tecnológico e a grande variedade de diferentes modelos de negócio de plataformas, a nossa ordem jurídica pode, também, recorrer a normativos que permitam o pensamento tipológico e instrumentos regulatórios mais flexíveis para se adaptar às mudanças tecnológicas e cobrir os diferentes modelos de negócio, bem como acompanhar as melhores práticas introduzidas pelos agentes de mercado⁸⁷.

Requer-se, deste modo, uma faculdade de *auto-inovação* do Direito e, por outro lado, requer-se que o Direito incite e estimule a inovação nos seus destinatários⁸⁸, intervindo um regulativo orientador desta contínua (re)constituição da ordem jurídica – um referente a que a ordem jurídica apela e pelo qual se orienta, em virtude de uma articulação dialética e da emergência de cada situação problemática juridicamente relevante⁸⁹.

Por outro lado, recordamos a necessidade de contemplar as garantias necessárias à proteção dos consumidores e investidores, bem como à promoção da estabilidade. Realça-se, neste âmbito, a necessidade de as entidades reguladoras

86 Cf. RUI PINTO DUARTE, “Considerações sobre níveis de regulação e conceitos legais a propósito das sociedades comerciais” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 51, Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira, Vol. 1, 2015, p. 95, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/Caderno51-HomenagemAmadeuFerreira.aspx?v=>.

87 Cf. CHRISTOPH BUSCH, *Self-Regulation and Regulatory Intermediation in the Platform Economy*, 2018, p. 12, disponível em: <https://www.researchgate.net/>.

88 LUÍS HELENO TERRINHA, *O Direito Administrativo na Sociedade – Função, prestação e reflexão do sistema jurídico-administrativo*, Universidade Católica Editora, Porto, 2017, p. 604

89 Cf. FERNANDO BRONZE, “Pessoa, Direito e Estado (Algumas Reflexões)”, in *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 291 e ss..

sujeitarem-se ao princípio da proteção da confiança⁹⁰ contemplado no n.º 2 do artigo 10.º do CPA, em que se estabelece uma instrução de ponderação entre “os valores fundamentais do Direito relevantes em face das situações consideradas, e, em especial, a confiança suscitada na contraparte pela atuação em causa e o objetivo a alcançar com a atuação empreendida”. Neste enquadramento, a tutela da confiança dos particulares relativamente à continuidade das garantias e limites que a ordem jurídica estabelece, bem como à prática de atos em conformidade aos precedentes estabelecidos pela atividade estatal pretérita é a garantia mais geral de segurança jurídica inerente ao Estado de Direito⁹¹, salvaguardando-se que a Administração, no exercício de poderes discricionários, não pode ignorar a relevância e a tutela jurídicas dos direitos e interesses legalmente protegidos dos cidadãos⁹².

No âmbito do exercício da nova função administrativa que é a regulação, o Direito Administrativo assume-se, antes, como um direito orientador, supervisor, conformador de condutas privadas que interessam à coletividade, o

que obriga a repensar, num contexto de mercado sujeito à permanente evolução, a relação existente entre o princípio da prossecução de interesses públicos “atuais” e os princípios da estabilidade das relações administrativas e da segurança jurídica, na sua vertente proteção da confiança, imperando uma necessidade de ponderação entre estes valores⁹³.

A ordenação sistemática inclui, deste modo, valores jurídicos e extrajurídicos em si, o Direito não é neutro e tem uma efetiva vocação de intervenção⁹⁴. Isso não vale apenas para a formação do sistema através da ciência, mas também para as «construções» do legislador⁹⁵, sendo este obrigado a evitar cláusulas abertas e conceitos indeterminados que não se adequem para garantia dos valores associados à confiança necessária no sistema financeiro. Também em benefício de uma unidade sistemática, razões de certeza e segurança, de transparência, mas também de garantia rígida de uma utilização não desfuncionalizada das formas jurídicas podem convincentemente esgrimir-se⁹⁶.

Assim, para o nosso propósito de encontrar uma abordagem regulatória específica para os meios de financiamento

90 “Muito embora sejam aplicáveis à atividade vinculada, a relevância dos princípios gerais da Administração Pública é tanto maior quanto mais discricionária for a atividade administrativa, uma vez que no caso do exercício de poderes vinculados, e sem prejuízo da exigência de razoabilidade na interpretação norma e na apreciação e qualificação jurídicas dos factos, o princípio da legalidade acaba por limitar – e não por se sobrepor ou eliminar, como chegou a ser considerado por alguma jurisprudência –, a relevância dos demais princípios”, JULIANA FERRAZ COUTINHO, “Os princípios da justiça, da razoabilidade e da proporcionalidade”, in *Procedimento Administrativo – Jurisdição Administrativa e Fiscal*, 2020, p. 45, disponível em: http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/Administrativo_fiscal/eb_ProcedimentoAdministrativo.pdf.

91 JORGE REIS NOVAIS, *Princípios Estruturantes de Estado de Direito*, Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019, p. 150.

92 Cfr. LUÍS FILIPE COLAÇO ANTUNES, “Interesse Público, Proporcionalidade e Mérito; Relevância e Autonomia Processual do Princípio da Proporcionalidade”, in *Estudos em Homenagem à Professora Doutora Isabel de Magalhães Colaço*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2002, p. 540.

93 MARISA APOLINÁRIO, *O Estado Regulador: o novo papel do Estado – Análise da perspectiva da evolução recente do Direito Administrativo – O Exemplo do sector da energia*, Almedina, Coimbra, 2015, p. 663.

94 Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Das Obrigações Naturais: Direito ou Moral?” in *Liber Amicorum de José de Sousa Brito*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 83 e ss..

95 CLAUS-WILHELM CANARIS, *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito*, 5.ª ed, tradução de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2012, pp. 180 e 181. “A ciência jurídica tem de ser comprometida com valores e com fins práticos, sem, com isso, se poder admitir a sua desvirtuação para fins ideológicos contrários àqueles mesmos valores”, EDUARDO DOS SANTOS JÚNIOR, *Da Responsabilidade Civil de Terceiro por Lesão do Direito de Crédito*, Dissertação em Ciências Jurídicas na Faculdade de Direito da Universidade Clássica de Lisboa, Almedina, Coimbra, 2003, p. 52.

96 JOAQUIM DE SOUSA RIBEIRO, “Autonomia Privada e atipicidade dos valores mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, p. 310.

FinTech, afere-se pelo exposto que temos de encontrar o nosso caminho no pensamento sistemático providenciado pela forma como o nosso ordenamento jurídico está construído, conseguindo através dele alcançar uma abordagem que não crie obstáculos à introdução de novos modelos de negócio e à aplicação de novas tecnologias.

Não identificamos, conseqüentemente, necessidade que a abordagem regulatória assente na regulação baseada em princípios, sendo que vemos este fenómeno como um método meramente legístico de simplificação e redução da prolixidade na redação do conteúdo normativo – sendo já uma exigência do nosso ordenamento que o legislador redija com clareza as normas jurídicas e com suficiente determinabilidade, sobretudo quando essas normas desenvolvem efeitos restritivos sobre direitos dos particulares⁹⁷.

A regulação baseada em princípios não pode ser concebida, no nosso entendimento, como um método suficientemente jurídico (no sentido de permitir encontrar soluções para problemas jurídicos) para suportar a necessidade uma abordagem regulatória que se baseie nas diferentes categorias jurídicas que poderão estar em causa nos meios de financiamento *FinTech*, sem prejuízo da possibilidade de recorreremos a alguns elementos da regulação baseada em princípios que em certo caso se mostrem adequados no contexto do nosso estudo⁹⁸.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEXY, ROBERT, “Direitos fundamentais e princípio da proporcionalidade”, in *O Direito*, Ano 146.º, IV, tradução de Paulo Pereira Gouveia, Juridireito, Coimbra, 2014.

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *Texto e Enunciado na Teoria do Negócio Jurídico*, Volume II, Almedina, Coimbra, 1992.

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, E CARVALHO, JORGE MORAIS, *Introdução ao Direito Comparado*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017.

AMARAL, DIOGO FREITAS DO, *Curso de Direito Administrativo*, Volume II, 4.º ed., com a colaboração de Pedro Machete e Lino Torgal, Almedina, Coimbra, 2020.

ANTUNES, LUÍS FILIPE COLAÇO, “Interesse Público, Proporcionalidade e Mérito; Relevância e Autonomia Processual do Princípio da Proporcionalidade”, in *Estudos em Homenagem à Professora Doutora Isabel de Magalhães Collaço*, Volume II, Almedina, Coimbra, 2002.

APOLINÁRIO, MARISA, *O Estado Regulador: o novo papel do Estado – Análise da perspectiva da evolução recente do Direito Administrativo – O Exemplo do sector da energia*, Almedina, Coimbra, 2015.

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, “Interpretação das leis: integração das lacunas: aplicação do princípio da analogia”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, Ano 57, n.º 3, Ordem dos Advogados Portugueses, Lisboa, 1997.

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

97 Cfr. JORGE REIS NOVAIS, *Princípios Estruturantes de Estado de Direito*, Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019, p. 151.

98 Não negamos que o incremento da exatidão e concisão dos textos jurídicos torna os negócios mais fáceis e mais seguros e permite a certificação das inovações contentuais serem necessárias ou úteis e qual o seu relacionamento com as categorias preexistentes, cfr. RUI PINTO DUARTE, “Considerações sobre Níveis de Regulação e Conceitos Legais a Propósito das Sociedades Comerciais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, n.º 51, Vol. 1, 2015, pp. 106 e 107, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/Caderno51-HomenagemAmadeuFerreira.aspx?v>.

- AWREY, DAN, “Regulating Financial Innovation: A More Principles-Based Proposal?” in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Volume 5, Issue 2, Article 1, 2011, disponível em: brooklynworks.brooklaw.edu.
- BLACK, JULIA, “Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation” in *LSE Legal Studies Working Paper No. 13/2008*, 2008, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.
- BLACK, JULIA, “The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation”, in *LSE Legal Studies Working Paper No. 17/2010*, 2010, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.
- BRONZE, FERNANDO, “Pessoa, Direito e Estado (Algumas Reflexões)”, in *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Volume I, Almedina, Coimbra, 2008.
- BUCKLEY, ROSS P., ARNER, DOUGLAS W. E BARBERIS, Janos Nathan, *150 Years of FinTech: An Evolutionary Analysis*, 2016, disponível em: <https://www.researchgate.net/>.
- BUSCH, CHRISTOPH, *Self-Regulation and Regulatory Intermediation in the Platform Economy*, 2019, disponível em <https://papers.ssrn.com/>.
- CAETANO, MARCELLO, *Manual de Direito Administrativo*, Volume I, Almedina, Coimbra, 1980.
- CÂMARA, PAULO, *A Regulação baseada em Princípios e a DMIF*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, 2007, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/43ffdf6896544a209c04b8468f5c4f89Artigo3.pdf>.
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina Coimbra, 2018.
- CANARIS, CLAUS-WILHELM, *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito*, 5.ª ed, tradução de António Menezes Cordeiro, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2012.
- CANAS, VITALINO, *O Princípio da proibição do excesso na conformação e no controlo de atos legislativos*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019.
- CANOTILHO, JOSÉ GOMES, “Relatório sobre programa, conteúdos e métodos de curso de teoria da legislação”, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Volume LXIII, Gráfica de Coimbra, Lda., 1992.
- CARDONA, MARIA CELESTE, *Contributo para o conceito e a natureza das entidades administrativas independentes As Autoridades Reguladoras*, Almedina, Coimbra, 2016.
- CARDOSO, JOSÉ LUCAS, “Do Problema dos Conceitos Jurídicos Indeterminados em Direito Administrativo – Para uma análise dos limites funcionais da jurisdição administrativa”, in *Polis – Revista de Estudos Jurídico-Políticos*, n.º 1, 1994, disponível em: <http://revistas.lis.ulusiada.pt/index.php/polis>.
- 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, *Inovação Financeira e ICOs: mercados privados alternativos?*, 2018, disponível em: https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1548431077icos_lgc_vf.pdf.
- CORDEIRO, ANTÓNIO BARRETO MENEZES, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Volume I, Coimbra, Almedina, 2015.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Da Sistematização das Leis como Problema de Política Legislativa” in *Cadernos de Ciência de Legislação – INA*, n.º 6, Centro de Estudos INA Instituto Nacional de Administração, Lisboa, 1993.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Das Obrigações Naturais: Direito ou Moral?” in *Liber Amicorum de José de Sousa Brito*, Almedina, Coimbra, 2009.
- CORREIA, SÉRVULO, *Legalidade e Autonomia Contratual nos Contratos Administrativos*, Dissertação de Doutoramento

- em Ciências Jurídico-Políticas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Almedina, Coimbra, 2020.
- CORTÊS, ANTÓNIO, *Jurisprudência dos princípios – ensaio sobre os fundamentos da decisão jurisdicional*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010.
- COSTA, JOSÉ DE FARIA, *O perigo em direito penal*, Coimbra Editora, Coimbra, 2000.
- COUTINHO, JULIANA FERRAZ, “Os princípios da justiça, da razoabilidade e da proporcionalidade”, in *Procedimento Administrativo – Jurisdição Administrativa e Fiscal*, 2020, disponível em: http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/Administrativo_fiscal/eb_ProcedimentoAdministrativo.pdf.
- DUARTE, RUI PINTO, “Considerações sobre níveis de regulação e conceitos legais a propósito das sociedades comerciais” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários -Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, n.º 51, Volume 1, 2015, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosE-Publicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/Caderno51-HomenagemAmadeuFerreira.aspx?v>.
- DWORKIN, RONALD, *Justice in Robes*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 2006.
- FERREIRA, ABEL SEQUEIRA, “A soft law e a juridicidade dos códigos de governo das sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2018.
- FERREIRA, AGATA, SANDNER, PHILIPP E DÜNSER, THOMAS, *Cryptocurrencies, DLT and crypto assets – the road to regulatory recognition in Europe*, 2021, disponível em: papers.ssrn.com.
- FONSECA, TÂNIA SCHNEIDER DA, “O Debate Entre Herbert L. A. Hart E Ronald Dworkin”, in *Revista de Filosofia*, n.º 4, 2011, disponível em: <https://periodicos.ufpel.edu.br/ojs2/index.php/searafilosofica/article/view/541>.
- FORD, CRISTIE, *Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis*, 2010, p. 41, disponível em: papers.ssrn.com
- FRAILE CARMONA, ALBERTO, GONZÁLEZ-QUELL LOMBARDO, AGUSTÍN, RIVERA PASTOR RAFAEL, TARÍN QUIRÓS, CARLOTA, VILLAR GARCÍA, JUAN PABLO, RAMOS MUÑOZ, DAVID, *Competition issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, Estudo encomendado pelo Comité Económico, Social e de Qualidade de Vida do Parlamento Europeu, Julho/2019, disponível em: [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU\(2018\)619027](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU(2018)619027).
- GOMES, CARLA AMADO, *Risco e Modificação do Acto Autorizativo Concretizador de Deveres de Protecção do Ambiente*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007.
- HADFIELD, GILLIAN, “Producing Law for Innovation”, in *Rules for Growth – Promoting Innovation and Growth through Legal Reform*, 2011, disponível em: https://www.kauffman.org/-/media/kauffman_org/research-reports-and-covers/2011/02/rulesforgrowth.pdf.
- HARBELE, PETER, “Demokratische Verfassungstheorie im Lichte des Möglichkeitsdenken”, in *Die Verfassung des Pluralismus*, Königstein/TS, Athenäum, 1980.
- HART, HERBERT L., *O Conceito de Direito*, tradução de Ribeiro Mendes, 2ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1996.
- HOWE, NEIL E STRAUSS, WILLIAM, *Rising: The next great generation*, 1.ª ed., Vintage Books, Nova Iorque, 2009.
- JÚNIOR, EDUARDO DOS SANTOS, *Da Responsabilidade Civil de Terceiro por Lesão do Direito de Crédito*, Dissertação em Ciências Jurídicas na Faculdade de Direito da Universidade Clássica de Lisboa, Almedina, Coimbra, 2003.
- KELSEN, HANS, *Teoria Pura do Direito*, tradução de JOÃO BAPTISTA MACHADO, 7ª edição da tradução portuguesa, Almedina, Coimbra, 2008.
- LAMEGO, JOSÉ, *Elementos de Metodologia Jurídica*, Almedina, Coimbra, 2018.

- LARENZ, KARL, *Metodologia da Ciência do Direito*, 3.^a ed., tradução de José Lamego, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2009.
- LIMA, MÁRIO FRANZEN DE, *Da Interpretação Jurídica*, 2.^a ed., Ed. Forense, Rio de Janeiro, 1955.
- LOPES, PEDRO MONIZ, *Princípio da Boa Fé e Decisão Administrativa*, Almedina, Coimbra, 2011.
- LUHMANN, NIKLAS, *Fin y Racionalidad en los Sistemas: sobre la función de los fines en los sistemas sociales*, tradução de Jaime Nicolás Muñiz, Torregalindo, Madrid, 1983.
- MACHADO, JOÃO BAPTISTA, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 26.^a reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019.
- MAGNUSSON, WILLIAM, “Regulating FinTech”, in *Vanderbilt Law Review*, Forthcoming Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper n.º 17-55, 2017, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.
- MANUEL, LEONILDO, E MANUEL, JACINTO, “FinTech: experiências e desafios no contexto africano” in *Escritos sobre FinTech e Corporate Finance – Experiências e Desafios no Contexto Africano*, AAFDL, Lisboa, junho 2019.
- MELO, BARBOSA DE, “Introdução às formas de concertação social”, in *Boletim da Faculdade de Direito*, Volume LIX, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 1985.
- MENDES, JOÃO PEDRO CASTRO, “Estabilidade Financeira, Princípio da Proporcionalidade e Supervisão Microprudencial”, in *Estudos de Direito Bancário I*, Almedina, Coimbra, 2018.
- MONIZ, ANA RAQUEL GONÇALVES, *Estudos sobre os Regulamentos Administrativos*, Almedina, Coimbra, 2013.
- MORAIS, CARLOS BLANCO DE, *As Leis Reforçadas – As Leis Reforçadas pelo Procedimento no Âmbito dos Critérios Estruturantes das Relações Entre Actos Legislativos*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998.
- NEVES, ANTÓNIO CASTANHEIRA, *Metodologia Jurídica – Problemas Fundamentais*, Coimbra Editora, Coimbra, 2013.
- NOVAIS, JORGE REIS, *Princípios Estruturantes de Estado de Direito*, Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019.
- OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE, “As Recentes Tendências da FinTech: Disruptivas e Colaborativas”, in *FinTech – Desafios da Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2017.
- OTERO, PAULO, *Legalidade e Administração Pública – O sentido da vinculação administrativa à juridicidade*, Almedina, Coimbra, 2003.
- PARSONS, TALCOTT, “Sugestions for a Sociological Approach to a Theory of Organization” in *Administrative Science Quaterly*, Volume 1, n.º 1, Sage Publications, Inc., New York, 1956.
- PINTO, CARLOS MOTA, *Cessão da Posição Contratual*, Almedina Coimbra, 2003.
- QUEIRÓ, AFONSO, *O poder discricionário da administração*, Tese de doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 1944, disponível em: <https://estudogeral.sib.uc.pt/handle/10316/12575>.
- RANCHORDAS, SOFIA, “Does Sharing Mean Caring? Regulating Innovation in the Sharing Economy”, in *Minnesota Journal of Law, Science and Technology*, Volume 16, Issue 1, Article, 9, 2015, disponível em: scholarship.law.umn.edu.
- RIBEIRO, JOAQUIM DE SOUSA, “Autonomia Privada e atipicidade dos valores mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006.
- ROSALINO, HÉLDER, “Fintech e Banca Digital”, in *FinTech – Desafios da Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2017.
- SANTOS, FILIPA FERRO DOS, “Importância da informação no mercado de capitais”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2018.

- SOARES, GUIDO FERNANDO SILVA, *Curso de Direito Internacional Público*, Volume I, Atlas, São Paulo, 2002.
- SOUSA, ANTÓNIO FRANCISCO DE, «*Conceitos Indeterminados*» no *Direito Administrativo*, Almedina, Coimbra, 1994.
- STRAZISAR, BORUT, *Principle Based Legislation Smart Choice for Capital Market's Regulation?*, 2011, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1999798.
- TERRINHA, LUÍS HELENO, *O Direito Administrativo na Sociedade – Função, prestação e reflexão do sistema jurídico-administrativo*, Universidade Católica Editora, Porto, 2017.
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Contratos Atípicos*, Dissertação de Doutoramento, Almedina, Coimbra, 1995.
- VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO DA, “Idoneidade e Supervisão”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 55, 2016, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2055E.pdf>.
- VERMEULEN, ERIK, FENWICK, MARK E KAAL, WULF A., “Regulation Tomorrow: What Happens when Technology is Faster than the Law?”, *TILEC Discussion Paper*, Tilburg University, 2016, disponível em <https://papers.ssrn.com>.
- VICENTE, DÁRIO MOURA, *Direito Comparado - Volume I*, 4ª ed. Almedina, Coimbra, 2019.
- VON BERTALANFFY, *Teoria Generale dei Sistemi*, tradução de ENRICO BELLONE, ILI, Milano, 1971.
- ZETZSCHE, DIRK, BUCKLEY, ROSS P., ARNER, DOUGLAS W. E BARBERIS, JANOS NATHAN, “Regulating a Revolution From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation”, in *EBI Working Paper Series*, n.º 11, 2017, disponível em <https://papers.ssrn.com>.