U.PORTO

SEGUNDO CICLO DE ESTUDOS
DIREITO

Regulação no Mercado de Ativos Digitais

Joel Filipe Ferreira Silva

M

2023

Dissertação de mestrado elaborada sob a orientação do Professor Doutor José Reis e sob a coorientação do Professor Doutor Diogo Feio.

FACULDADE DE **DIREITO**

Resumo / Abstract:

A presente dissertação tem como objetivo a explicação de diferentes problemáticas no âmbito da regulação no mercado de ativos digitais, nomeadamente através da descrição dos diferentes ativos digitais e conceitos associados, explicitando a diferente natureza e função que pode ser desempenhada por um ativo digital e as dificuldades que as suas características colocam, não só quanto ao aspeto subjetivo e objetivo da regulação, como também potenciais conflitos de jurisdição regulamentar. Para isso, recorremos a uma análise detalhada do instrumento legislativo mais compreensivo elaborado até à data, e explicitamos a problemática do *ativo digital* nos Estados Unidos como contraposição da falta de um instrumento regulatório, como o criado na União Europeia. De realçar que o objetivo não seria a procura de soluções definitivas para as problemáticas enunciadas. Na verdade, assume o autor que essa tarefa se demonstra quase impossível face aos constantes desenvolvimentos da temática, e se encontra refém da entrada em vigor do do mais compreensivo instrumento regulatório criado até à data, que, de certa forma, será responsável por influenciar a abordagem adotada no resto mundo quanto à Regulação no Mercado de Ativos Digitais. A diferente análise permitiu-nos concluir que a terminologia usada e adotada tem uma grande influência no âmbito regulatório a aplicar, e que as principais dificuldades derivam da falta de clareza terminológica em algumas jurisdições.

PALAVRAS-CHAVE: ativo digital; tecnologia de registo distribuído; Moeda Digital de Banco Central; MiCA; livrete; “Howey Test”; contrato de investimento.

The present dissertation aims to explain different problems in the scope of regulation in the digital assets market, namely through the description of different digital assets and associated concepts, the different nature and function that can be performed by a digital asset and the difficulties that its characteristics pose, not only regarding the subjective and objective aspect of regulation, but also potential conflicts of regulatory jurisdiction. For this, we use a detailed analysis of the most comprehensive legislative instrument prepared to date, and we explain the problem of digital assets in the United States as a counterpoint to the lack of a regulatory instrument, such as that created in the European Union. It should be noted that the objective would not be to seek definitive solutions to the problems listed. In fact, the author assumes that this task proves almost impossible in view of the constant developments of the theme and is hostage to the entry into force of the most comprehensive regulatory instrument created to date, that, in a way, will be responsible for influencing the approach adopted in the rest of the world regarding the Regulation in the Digital Assets Market. The different analysis allowed us to conclude that the terminology used and adopted has a great influence on the regulatory scope to be applied, and that the main difficulties derive from the lack of terminological clarity in some jurisdictions.

KEYWORDS: digital asset; blockchain; Central Bank Digital Currency; MiCA; whitepaper; “Howey Test”; "investment contract".

Índice

1. INTRODUÇÃO 1

2. CONCEITOS.....3

3. ABORDAGEM REGULATÓRIA: QUANDO A TERMINOLOGIA DEFINE O ÂMBITO REGULATÓRIO.....10

3.1. União Europeia e o *MiCA*: o mais compreensivo instrumento regulatório.....11

3.1.1. Breve perspetiva histórica: razões e análise detalhada do *MiCA*.....11

3.1.2. Criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos ou criptofichas de moeda eletrónica.....14

3.1.3. Criptofichas referenciadas a ativos.....20

3.1.4. Criptofichas de moeda eletrónica.....33

3.1.5. Prestadores de serviços.....38

3.1.6. Abuso de mercado e informação privilegiada.....42

3.1.7. Poderes das autoridades competentes, EBA e ESMA.....44

3.2. Estados Unidos: o conceito de ativo digital, instrumento financeiro ("*security*") e a importância do "*Howey Test"*.....45

3.2.1. Breve descrição da problemática.....45

3.2.2. O conceito de ativo digital e de instrumento financeiro *("security")*.....47

3.2.3. O *"Howey Test"*.....48

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....51

5. REFERÊNCIAS.....53

1. Introdução

Será que um pedaço de papel ou metal terá o mesmo valor que uma linha de código criada por um computador? A resposta é simples: depende do tipo de papel ou metal e depende do tipo de linha de código…ou do valor que lhes atribuímos. E o valor que atribuímos depende, em grande parte, da confiança que existe nos diferentes intervenientes de um determinado setor, não só na idoneidade dos mesmos, mas como também no processo de implementação de regras e sanções: a Regulação.[1] Um mercado regulado não implica um maior valor dos ativos por si compostos, mas sim, uma maior estabilidade e confiança no mesmo, essencial para a sua subsistência. E é de subsistência que falamos. Subsistência de um mercado de milhares de milhões, interconectado com o sistema financeiro e cujo presente e futuro impacto a nível global exigem uma maior atenção dos diferentes responsáveis políticos e institucionais. Falamos do Mercado de Ativos Digitais. Em 2008, "Satoshi Nakamoto", pseudónimo utilizado por um indivíduo ou grupo de indivíduos, publicou um artigo denominado *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System.*[2] O objetivo do referido artigo seria a implementação de uma moeda que possibilitasse um conjunto de transações autenticadas e registadas na *blockchain*, um livro-razão distribuído na qual os detalhes de cada transação são mantidos em blocos de informação, posteriormente adicionados, através de um processo informatizado/computacional que valida as transações, a uma cadeia de blocos previamente existente[3]. Deste modo, "Satoshi Nakamoto" pretendia a criação de um sistema de transações financeiras sem intervenção de intermediários e/ou Bancos Centrais. Este tipo de moeda denomina-se de moeda descentralizada, que tem a *Bitcoin* como maior expoente e primeiro caso de sucesso.[4] A primeira transação com *bitcoin* deu-se em 2010: Laszlo Hanyecz comprou duas pizas por 10.000 bitcoin.[5] Atualmente, 10.000 bitcoin valem cerca de 301 milhões de dólares. Em outubro de 2021, valiam cerca de 610 milhões de dólares.[6] A partir deste exemplo podemos enunciar um dos principais problemas associados, não só à *Bitcoin*, como também às restantes criptomoedas e a todo o "ecossistema"

[1] De acordo com a definição dada pelo Glossário da área de estatística e dados da ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT [Consult. 20 Nov. 2022].
[2] *Vide* BATEY, Nadia - A Brief History of Bitcoin [Consult. 19 Nov. 2022] e GOMES DA SILVA, 2022 (p. 239) [Consult. 19 Nov. 2022].
[3] Definição pode ser encontrada em PRASAD & FMI, 2022 (p. 6 e 36) [Consult. 19 Nov. 2022].
[4] *Vide* GOMES DA SILVA, 2022 (p. 251) [Consult. 19 Nov. 2022] – A Bitcoin não foi a primeira tentativa de criar uma moeda digital. No final da década de 80 surgiu a DigiCash (empresa fundada por David Chaum), cujo modelo se baseava num sistema centralizado. O seu insucesso foi resultado do fraco desenvolvimento do comércio eletrónico na altura. Na década de 90 surge a B-money (desenvolvida por Wei Dai), o verdadeiro precursor da Bitcoin, mas que nunca chegou a sair do papel.
[5] *Vide* BATEY, Nadia - A Brief History of Bitcoin [Consult. 19 Nov. 2022].
[6] *Vide* DE BEST, Raynor - Bitcoin (BTC) price per day from Apr 2013 - Jun 21, 2023 [Consult. Jul 2023].

de ativos digitais: a instabilidade do seu valor e consequências no sistema financeiro e seus diversos agentes**.** As criptomoedas, e de forma abrangente, todos os ativos digitais, têm sido vistos como um instrumento de diversificação. No início de 2022, o Fundo Monetário Internacional (FMI)[7] divulgou dados que indicam a existência de uma correlação entre a *bitcoin* e o S&P 500, uma das maiores bolsas mundiais. Isto aumenta os receios de contágio entre os dois mercados. Esta instabilidade não é apenas derivada do caráter meramente especulativo de muitos dos ativos digitais[8], mas também a certos acontecimentos que abalam um mercado de cerca de 1 bilião de dólares[9] e suscitam dúvidas quanto à fiabilidade e a sua própria existência. Temos o exemplo recente da *FTX*.[10]

Muitos são os proponentes para a existência de um mercado regulado, não só devido ao ponto acima referido. Proteção do consumidor e investidor, prevenção do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo e promoção da inovação são outros dos fatores elencados. Novas aplicações e modelos tais como *tokens*, finanças descentralizadas e *NFTs*, desafiam os modelos e práticas instituídas, questionando-se a ideia de "valor" e como este "valor" pode ser transacionado.[11] A inexistência de um escopo regulamentar prévio que

[7] Estudo disponível em ADRIAN *et al* - Crypto Prices Move More in Sync with Stocks, Posing New Risks. IMF Blog. [Consult. 20 Nov. 2022].

[8] Como contraponto, podemos enunciar a existência das stabecoins, ou criptomoedas estáveis, que, como iremos referir a diante, visam manter um valor fixo relativo a um bem/ativo especificado, ou um conjunto de bens/ativos (quer fiduciários, quer digitais).

[9] Segundo dados de Julho de 2023.

[10] Sam Bankman-Fried (também conhecido como "SBF") fundou em 2019 a *FTX*, uma plataforma de negociação de ativos digitais. A *FTX* tornou-se rapidamente uma das maiores plataformas de negociação do mundo (setor liderado pela *Binance*), com um valor de mercado de 32 mil milhões de dólares. Mas as coisas começaram a mudar no início do mês de novembro de 2022, quando o balanço financeiro de uma empresa de investimento na área das criptomoedas, a *Alameda Research*, propriedade da Bankman-Fried, foi publicado, e demonstrava que detinha uma grande quantidade de uma moeda digital criada pela *FTX*, chamada *FTT*. Mas nem todas as moedas criptográficas funcionam da mesma forma, e muitas não se baseiam na tecnologia distribuída, como a *bitcoin*. A *FTT* serviria como recompensa aos utilizadores da *FTX*. Mas também era menos transparente do que outros ativos digitais, tornando difícil rastrear quantas criptomoedas tinham sido criadas. Segundo a Lei da Oferta e da Procura, quanto maior é o número de um bem para um determinado nível de procura, menor é o seu valor. Após as notícias sobre a *Alameda*, Changpeng "CZ" Zhao, CEO da *Binance*, rival da *FTX*, anunciou a 6 de Novembro que a sua empresa venderia todos os seus tokens *FTT*. À medida que o preço ia baixando, muitos clientes da *FTX* começaram a retirar os seus ativos da plataforma. A 8 de Novembro, a plataforma proibiu a retirada de ativos. Nas horas seguintes, descobriu-se que Bankman-Fried precisava de angariar 8 mil milhões de dólares para evitar a falência da *FTX*. Para além da *Alameda*, também as reservas financeiras da *FTX* (que serviriam de segurança para muitos clientes em caso de dificuldades da plataforma) eram compostas, em grande parte, pelo token por si criado (*FTT*) e cujo valor diminuíra drasticamente. Nesse mesmo dia, a *Binance* anunciou que compraria a *FTX*, resgatando a empresa. Mas tal não acounteceu. Zhao, através do Twitter, anunciou que os resultados obtidos através da *due diligence* feita à *FTX* eram negativos. A 11 de Novembro, Bankman-Fried deixou o cargo de CEO da *FTX*, entrando a plataforma em processo de falência. *SBF* encontra-se detido nas Bahamas e é alvo de uma disputa quanto à competência para investigar e julgar o caso.

[11] Baseado em GOEL *et al* - Cryptocurrency regulation: where are we now, and where are we going? World Economic Forum [Consult. 20 Nov. 2022].

possibilite a regulação deste tipo de ativos e a constante evolução e desenvolvimento da matéria são outras das dificuldades, não só em termos legislativos, como em termos de elaboração do presente trabalho. A escassa bibliografia existente sobre a matéria levou-nos a adotar uma pesquisa mais centrada em artigos científicos, institucionais e de sites especializados. Recorremos a diversos artigos e opiniões do Fundo Monetário Internacional, da Comissão e Parlamento Europeu, do Banco Central Europeu e do World Economic Forum. Procurámos um maior número de fontes para dar solidez ao aqui exposto e suprir a lacuna da falta de obra publicada. Em todo o mundo, bancos centrais e reguladores têm tomado medidas para a regulação no mercado de ativos digitais. No entanto, a abordagem varia de país para país. Por exemplo, na China existe uma proibição generalizada de transações com este tipo de *tokens*, ao passo que a União Europeia terminou a elaboração do *MiCA*, regulamento que entrará em vigor para regular o mercado em análise. Estas diferenças territoriais, do mesmo modo que oferecem oportunidades de arbitragem jurisdicional, criam incertezas e aumentam os encargos para as empresas que operam no sector. [12]

Procuraremos, ao longo da obra, tentar explicar e descrever os diferentes ativos digitais e conceitos associados, explicitando a diferente natureza e função que pode ser desempenhada por um ativo digital e as dificuldades que as suas características colocam, não só quanto ao aspeto subjetivo e objetivo da regulação, como também potenciais conflitos de jurisdição. Com isto, iremos recorrer a uma análise detalhada do instrumento legislativo mais compreensivo elaborado até à data, e explicitar a problemática do ativo digital nos Estados Unidos como contraposição da falta de um instrumento regulatório, como o criado na União Europeia. São estes os pontos que nos propomos abordar, e através deles, dar uma ampla perspetiva do estado atual da Regulação no Mercado de Ativos Digitais.

2. Conceitos

Para entendermos a Regulação no Mercado de Ativos Digitais, temos primeiro que compreender um conjunto complexo de conceitos multidisciplinares e em constante desenvolvimento, o que dificulta o exercício da tarefa a que nos propomos no presente capítulo. Este elemento tem e terá uma grande importância em toda a obra e no futuro (e presente) desenvolvimento de uma regulação neste mercado. De facto, a regulação e a resolução de potenciais problemas e lacunas, dependerá, em parte, da definição dos diversos elementos que

[12] Baseado em GOEL *et al* - Cryptocurrency regulation: where are we now, and where are we going? World Economic Forum [Consult. 20 Nov. 2022].

constituem o mercado e da sua natureza. Comecemos pelo conceito – chave: ativo digital. Ativo digital[13] é um instrumento digital emitido ou representado através da tecnologia de registo distribuído, ou outra tecnologia semelhante. Tecnologia de registo distribuído[14] (ou *DLT*) é, de acordo com o *MiCA*[15], um tipo de tecnologia que permite o registo distribuído de dados cifrados. Isto é, trata-se de uma base de dados onde a informação é armazenada, partilhada e sincronizada, através de um consenso entre os participantes, numa rede computacional. O maior exemplo de *DLT* é a *Blockchain* (em português, cadeia de blocos). Na *Blockchain*[16] os dados são armazenados, partilhados e sincronizados em blocos de informação, onde um novo bloco é adicionado à cadeia de blocos através de um processo computacional que valida uma dada transação – o consenso acima referido. O consenso (tradução literal da expressão correspondente em inglês, *consensus*) assume duas modalidades principais: a *proof-of-work* e a *proof-of-stake*. Na *proof-of-work*, um problema criptográfico é resolvido através de poder computacional. Só deste modo é que se consegue adicionar informação a uma cadeia de blocos. A este processo de uso de poder computacional para a resolução de equações criptográficas dá-se o nome de mineração. Os utilizadores que possuem o poder computacional responsáveis por esta, denominados *miners*, recebem uma recompensa, habitualmente no mesmo tipo de criptomoeda que acabaram de minerar, por cada bloco que consigam adicionar à cadeia. Este é o tipo de consenso utilizado na *bitcoin*.[17] Contrariamente ao processo anterior, onde o elemento central é o poder computacional, na *proof-of-stake* os *miners* são substituídos por validadores, que alocam fundos numa carteira, na forma da criptomoeda em causa. Ao projeto aqui descrito dá-se o nome de *staking*. Os fundos alocados a este processo não podem ser gastos durante um determinado período. Quanto maior é o número de fundos alocados por um determinado utilizador, maior é a probabilidade de serem chamados a validar e produzir um novo bloco de informação. Este é o tipo de consenso utilizado na *Ethereum*. A *proof-of-stake* não consegue criar moeda, apenas valida a transação. Como tal, os ativos destes projetos têm de ser inicialmente emitidos através da *proof-of-work* ou através de uma *Inicial Coin Offering (ICO)*

[13] Definição pode ser encontrada em PRASAD & FMI, 2022 (p. 36) [Consult. Dez. 2022].
[14] *Vide* artigo 3º, nº1
[15] Sempre que utilizarmos o termo *MiCA* e *Regulamento*, estaremos a indicar o REGULAMENTO (UE) 2023/1114 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 31 de maio de 2023, relativo aos mercados de criptoativos e que altera os Regulamentos (UE) n.o 1093/2010 e (UE) n.o 1095/2010 e as Diretivas 2013/36/UE e (UE) 2019/1937. Por outro lado, o termo *Proposta* refere-se à Proposta de REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937.
Exceto quando especificado, qualquer remissão utilizada nesta obra será feita para o REGULAMENTO (UE) 2023/1114 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 31 de maio de 2023.
[16] Definição pode ser encontrada em PRASAD & FMI, 2022 (p. 36) [Consult. Dez. 2022].
[17] Explicação pode ser encontrada em GOMES DA SILVA, 2022 (p. 242-243) [Consult. Dez. 2022].

ou *Initial Exchange Offering (IEO)*. A *Inicial Coin Offering (ICO)* e a *Initial Exchange Offering (IEO)* têm como finalidade a angariação de fundos para o financiamento de um projeto de criptomoeda. Deste modo, a equipa por detrás do futuro ativo apresenta o seu projeto de criptomoeda aos investidores, obtendo deste modo o financiamento necessário, em troca de criptomoedas nativas desse projeto. A única diferença entre a *ICO* e a *IEO* é que na última este processo é apoiado por uma corretora de criptomoeda, o que confere mais credibilidade ao projeto. O processo descrito tem alguma semelhança com *uma Initial Public Offering (IPO)* (ou Oferta Pública de Venda - OPV), que representa uma possibilidade de financiamento através da entrada em bolsa de uma empresa. Por esta razão, e como veremos, este momento de "criação" de um ativo digital é alvo de diverso conflito quanto à legislação a aplicar e entidade reguladora responsável, por se encontrar numa zona próxima da realidade do mercado de instrumentos financeiros, existindo uma posição sólida quanto à aplicação da legislação a si associada neste ponto. A diferença substancial entre uma *IPO* e uma *ICO* ou *IEO* é a reputação do projeto na altura da oferta. Em princípio, uma empresa que esteja a entrar em bolsa é uma entidade com um maior nível de reputação no mercado do que uma empresa criada com o propósito de criação de uma criptomoeda e que em grande parte das vezes acaba por não ser bem-sucedida. Ao contrário da *proof-of-work*, onde a capacidade e probabilidade de validar um novo bloco (e remuneração adjacente) depende da capacidade de poder computacional, na *proof-of-stake* a validação de um novo bloco na "cadeia de blocos" depende da quantidade de fundos alocados pelo utilizador. Do mesmo modo, os perigos associados (que neste contexto representam a possibilidade de validação de transações falsas) a cada um dos processos depende da possibilidade de existência de uma entidade que detenha mais de metade do poder computacional da rede ou da possibilidade de existência de uma entidade com controlo sobre mais de metade da criptomoeda alocada, respetivamente.[18]

Como referenciado, a forma de ativo digital mais conhecida é o criptoativo (comummente designada por criptomoeda), definido como "um ativo digital privado criado através da criptografia e da tecnologia *DLT*".[19] De acordo com o *MiCA*, trata-se de "uma representação digital de valor ou de direitos que pode ser transferida e armazenada eletronicamente, recorrendo à tecnologia de registo distribuído ou a outra tecnologia semelhante", sendo o termo

[18] Explicação pode ser encontrada em GOMES DA SILVA, 2022 (p. 243-246) [Consult. Dez. 2022].
[19] Definição pode ser encontrada em PRASAD & FMI, 2022 (p. 36) [Consult. Dez. 2022].

criptoficha o utilizado para descrever esta forma de ativo digital.[20] Criptoativo, criptomoeda e criptoficha apresentam-se como termos semelhantes.

O conceito de ativo digital, e de criptomoeda, não se deve confundir com o de *moeda eletrónica*. Segundo a DIRECTIVA 2009/110/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 16 de setembro de 2009, relativa ao acesso à atividade das instituições de moeda eletrónica, ao seu exercício e à sua supervisão prudencial, moeda eletrónica é definida como um valor monetário armazenado eletronicamente, inclusive de forma magnética, representado por um crédito sobre o emitente e emitido após receção de fundos para fazer operações de pagamento na aceção do ponto 5 do artigo 4.º da Diretiva 2007/64/CE (revogada pela Diretiva (UE) 2015/2366)[21] e que seja aceite por uma pessoa singular ou coletiva diferente do emitente de moeda eletrónica.[22] Numa aceção mais simples, representa um valor monetário armazenado num cartão pré-pago ou dispositivo eletrónico e que é aceite como instrumento de pagamento por outro que não o emissor.

Neste ponto, sabemos o que é um ativo digital e de que forma os mesmos são criados e transacionados na rede. Foquemo-nos agora nos diferentes (conceitos de) ativos digitais que podemos encontrar. Os ativos digitais são muitas vezes apresentados como *token*. De acordo com a Cambridge Dictionary[23], *token* poderá ser definido de diferentes formas: algo que se faz, ou uma coisa que se dá, que expressa os sentimentos ou intenções, um pedaço de papel, um cartão, ou um documento eletrónico com uma determinada quantia de dinheiro representado que pode ser trocado por bens desse valor, ou um pedaço de informação que é utilizado para representar e substituir outro, a fim de evitar que a informação privada seja vista por alguém que não está autorizado a fazê-lo. Atendendo à definição descrita, podemos definir de uma forma simples *token* como uma representação digital de uma realidade, de um valor. Desta forma, e atendendo à função económica[24] que desempenham, um ativo digital poderá ser um

[20] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 5)

[21] *Vide* DIRETIVA (UE) 2015/2366 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 25 de novembro de 2015 relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, que altera as Diretivas 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e o Regulamento (UE) n.o 1093/2010, e que revoga a Diretiva 2007/64/CE, 28/12/2022.

[22] Definição pode ser encontrada no artigo 2º, nº3, da DIRECTIVA 2009/110/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 16 de Setembro de 2009 relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica, ao seu exercício e à sua supervisão prudencial, que altera as Directivas 2005/60/CE e 2006/48/CE e revoga a Directiva 2000/46/CE.

[23] *Vide* CAMBRIDGE DICTIONARY. Significado de *token* [Consult. Nov. 2022].

[24] Como veremos oportunamente, existem jurisdições onde a abordagem regulatória não se baseia no critério da função económica do ativo digital, mas sim na tecnologia que utilizam e no elemento essencial/original na futura cadeia de transações.

utility token, um *payment token*, um *investment token*, ou um *non-fungible token* (ou *NFT)*[25]. *Utility token*, denominado criptoficha de consumo pelo *MiCA*, refere-se a um tipo de criptoativo destinado a fornecer acesso digital a um bem ou serviço, disponível através da DLT, e aceite apenas pelo emitente dessa criptoficha.[26] O exemplo paradigmático é o caso da *Ether*. *Ether* é o nome da criptomoeda nativa da *Ethereum Virtual Machine (EVM)* (comummente designada por *Ethereum*, criada em 2013 por Vitalik Buterin), que corresponde a uma plataforma computacional descentralizada. Isto é, trata-se de um programa que corre simultaneamente em milhares de dispositivos espalhados por todo o mundo. *Ethereum* é um exemplo de uma *DAPPS* (*Decentralized Apps*). Para aceder a esta rede computacional (*Ethereum*) (com o objetivo de criar uma *DAPP*, por exemplo), terá de pagar em *Ether*, cujo montante dependerá do poder computacional e espaço de armazenamento a ser utilizado.[27] Mas, para além desta função, a *Ether* pode ser utilizada também para transações. Nestas situações trata-se de um *payment token*, definido como um tipo de criptoativo cujo objetivo é ser utilizado como um meio de troca. Para o *MiCA*, só poderá ser um *payment token* caso se trate de uma espécie de criptoativo que procure manter um valor estável por referência ao valor de várias moedas fiduciárias com curso legal, uma ou várias mercadorias ou um ou vários criptoativos, ou a uma combinação desses tipos de ativos (designado por criptoficha referenciada a ativos) ou por referência ao valor de uma moeda fiduciária com curso legal (designado por criptoficha de moeda eletrónica pelo *MiCA*). Estas duas categorias são mais conhecidas por *stablecoin*[28]. A *Bitcoin* é um exemplo de *payment token*[29]. Mas, curiosamente, e como veremos oportunamente, não se enquadra nas duas categorias de *payment token* enunciadas pelo *MiCA*, por não ter um valor estável por referência ao valor de várias moedas fiduciárias com curso legal, uma ou várias mercadorias ou um ou vários criptoativos, ou a uma combinação desses tipos de ativos ou por referência ao valor de uma moeda fiduciária com curso legal. A cotação da *Bitcoin* é determinada pela lei da oferta e da procura do mercado, não existindo um objetivo de estabilidade do seu valor por referência ao valor de outras ou outra moeda fiduciária, mercadorias ou criptoativos.

[25] *Vide* ANNUNZIATA *et al*. - The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy (p. 4 -5) [Consult. Dez. 2022].
[26] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 9)
[27] Explicação pode ser encontrada em GOMES DA SILVA, 2022 (p. 252-253) [Consult. Dez. 2022].
[28] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 6) e 7)
[29] *Vide* ANNUNZIATA *et al*. - The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy (p. 5) [Consult. Dez. 2022].

Isto leva-nos ao próximo conceito: *investment token*. Também conhecido como *security token* ou *financial token*, refere-se a um criptoativo que cabe na definição de valor mobiliário nas jurisdições onde é emitido, comercializado, transferido, trocado ou armazenado.[30] Representa, pois, uma fração do valor do ativo, e não o ativo em si. Este tipo de token é normalmente alvo dos regimes regulatórios financeiros e do mercado de valores mobiliários, sendo tratado como um instrumento financeiro, de acordo com o *MiFID* (DIRETIVA 2014/65/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros)[31]. Como veremos adiante, os *investment token* não cabem no âmbito de aplicação do *MiCA*, sendo vistos pela doutrina como um instrumento financeiro. Por fim, os *non-fungible token* (ou *NFT*) são ativos digitais que incorporam características únicas que representam a sua infungibilidade. A sua definição (e consequente inserção num determinado âmbito regulatório) não é fácil. São criptoativos que existem na blockchain e não podem ser replicados. Os *NFT* representam artigos do mundo real, como obras de arte e bens imobiliários, e que, através da *tokenização* destes bens tangíveis, tornam a sua comercialização mais eficiente, reduzindo também a probabilidade de fraude associada.

Para além destes conceitos, é essencial explicitar outros relacionados com os diferentes intervenientes no mercado e suas atividades. Recorrendo à *Proposta* e ao *MiCA*, emitente/oferente de criptoativos seria qualquer pessoa coletiva que oferecesse ao público qualquer tipo de criptoativos ou que procure obter a admissão de tais criptoativos numa plataforma de negociação de criptoativos.[32] Da mesma forma, qualquer pessoa cuja ocupação ou atividade económica seja a prestação de um ou mais serviços de criptoativos a terceiros de forma profissional é denominada por prestador de serviços de criptoativos.[33] Podem ser serviços de criptoativos a custódia e administração de criptoativos por conta de terceiros, a operação de uma plataforma de negociação de criptoativos, a troca de criptoativos por moeda fiduciária com curso legal (ou fundos); a troca de criptoativos por outros criptoativos, a execução de ordens relativas a criptoativos em nome de terceiros (ou clientes), a colocação de criptoativos, a receção e transmissão de ordens relativas a criptoativos em nome de terceiros(ou clientes); e o

[30] Definição pode ser encontrada em PRASAD & FMI, 2022 (p. 36) [Consult. Dez. 2022].
[31] *Vide* DIRETIVA 2014/65/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros, artigo 4.º, n.º 1, ponto 15 e Secção C, 29/12/2022
[32] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 10) e 13)
[33] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 15)

aconselhamento em matéria de criptoativos.[34] Também encontramos entidades responsáveis pela custódia e administração de criptoativos, atividade definida como a conservação ou controlo, em nome de clientes, de criptoativos ou dos meios de acesso a esses criptoativos, quando aplicável sob a forma de chaves criptográficas privadas.[35] Uma das operações mais importantes e que mais impacto tem no mercado de ativos digitais é a operação de plataformas de negociação de criptoativos, que diz respeito à gestão de um ou mais sistemas multilaterais que reúnem ou permitem reunir, no sistema e nos termos das regras que o regem, múltiplos interesses de compra e venda de criptoativos de terceiros de uma forma que resulta num contrato, quer através da troca de criptoativos por fundos quer através da troca de criptoativos por outros criptoativos.[36]

Resta-nos explicitar um último conceito: Moeda Digital de Banco Central (MDBC) (mais conhecida pelo seu acrónimo em inglês *CBDC*). Como o próprio nome diz, uma MDBC corresponde a um valor monetário em formato eletrónico emitido por uma instituição pública, neste caso, por um Banco Central. Constituem reservas de valor e são reguladas pela entidade emissora. São universalmente aceites como forma de pagamento e apresentam um valor intrínseco e tendencialmente estável, que pode ser ou não paralelo ao valor que representa a moeda física, o que permite, neste caso, a possibilidade de conversão de uma MDBC em Euro e vice-versa. A Moeda Digital de Banco Central não é um criptoativo. As criptomoedas, em termos gerais, são moedas digitais que se baseiam em registos criptográficos, (ainda) não reguladas em termos globais em todos os seus aspetos e cujo valor é, em parte, determinado por pressões especulativas. As *stablecoins*, tal como as MDBC, apresentam um valor tendencialmente estável e a par com o valor atribuído a uma determinada unidade monetária fiduciária ou conjunto de moedas fiduciárias e/ou outros ativos digitais. A principal diferença é que este tipo de moeda é emitido por uma entidade privada e, regra geral, só pode ser usada como meio de pagamento em serviços prestados por essa entidade ou entidade associadas, não existindo um controlo direto por uma instituição pública, tal como ocorre com as criptomoedas.[37] Como veremos oportunamente, o *MiCA* não é aplicável às MDBCs.[38]

[34] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 16)
[35] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 17)
[36] *Vide* artigo 3º, nº1, alínea 18)
[37] *Vide* BANCO CENTRAL EUROPEU. Euro digital [Consult. 9 Jul. 2023].
[38] *Vide* artigo 2º, nº1, alínea c)

Como mencionado, a descentralização na criação e validação das transações de ativos é o núcleo essencial do mundo dos ativos digitais, opondo-se ao modelo tradicional onde os bancos centrais, governos e agentes intermediários, como os bancos comerciais, intervêm neste processo. Devido ao previsível impacto nas finanças e economia tradicionais, muitos são os fatores apontados para a criação de um instrumento regulatório específico, verificando-se diferentes desenvolvimentos em diversas jurisdições, como veremos no capítulo seguinte.

3. Abordagem regulatória: quando a terminologia define o âmbito regulatório

Como visto no capítulo anterior, para entendermos a regulação no mercado de ativos digitais, temos primeiro que compreender um conjunto complexo de conceitos multidisciplinares e em constante desenvolvimento, pois a regulação e a resolução, de potenciais problemas e lacunas dependerão, em parte, da definição dos diversos elementos que constituem o mercado e da sua natureza. Algumas autoridades adotaram uma definição regulatória abrangente. Segundo esta abordagem, são incluídos numa nova categoria de instrumento financeiro todos os ativos criados de forma digital, isto é, através da tecnologia de registo distribuído ou outra tecnologia semelhante. De facto, a falta de aprofundamento da matéria tem levado as diferentes autoridades nacionais competentes a tentar enquadrar estes ativos em legislação já existente. É o caso dos Estados Unidos da América. Apesar de ainda não existir legislação sobre a matéria, a tendência tem sido a de considerar os ativos digitais no âmbito regulatório da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, sendo assim equiparado a uma *security* ou produto financeiro. Por outro lado, tendo em consideração a necessidade de uma definição regulatória mais detalhada, outras autoridades decidiram adotar um critério tendo como base a função económica do ativo digital. Isto implicou o aprofundamento terminológico dos diferentes componentes do meio, articulando o desenvolvimento regulatório *ex novo* com entidades e instrumentos já existentes.[39] É esta a posição abordada no *MiCA*, o mais compreensivo documento criado até à data para a regulação do mercado de ativos digitais, que será analisado em detalhe.

O facto de Estados Unidos e União Europeia serem os maiores mercados financeiros mundiais, juntamente com a proibição alargada da utilização de ativos digitais noutras jurisdições (China, como maior exemplo), realçam a importância da análise destas duas realidades e possíveis impactos e contágio a outras jurisdições no tratamento destes

[39] Baseado em BLUMENFELD *et al*. - PwC Global Crypto Regulation Report 2023 [Consult. Mai. 2023].

instrumentos. Visto isto, nas páginas seguintes iremos observar as duas perspetivas e problemáticas associadas à inexistência ou existência de um escopo regulatório detalhado.

3.1. União Europeia e o *MiCA*: o mais compreensivo instrumento regulatório

3.1.1. Breve perspetiva histórica: razões e análise detalhada do *MiCA*

Em setembro de 2020, a Comissão Europeia deu os primeiros passos em resposta a estes apelos, adotando o pacote de financiamento digital (*DigFin*). O objetivo seria apoiar a transformação digital do sector financeiro e o desenvolvimento e utilização de novos produtos financeiros na União Europeia, ao mesmo tempo que se salvaguardam os direitos dos consumidores e a estabilidade financeira.[40] Juntamente com o *DigFin*, a Comissão adotou uma estratégia de pagamentos de retalho para reforçar e desenvolver diferentes soluções e inovações em matéria de pagamentos. O *DigFin* consistia no desenvolvimento da estratégia de financiamento digital da União Europeia nos cinco anos seguintes, corroborada com três propostas legislativas relativas[41] à resiliência operacional digital (Digital Operational Resilience Act – *DORA*); ao mercado de ativos digitais (*MiCA*); e a um regime piloto para infraestruturas de mercado baseado em *DLT*.

Foquemo-nos na Estratégia de Financiamento digital da União Europeia (*Digital Finance Strategy*). A *DigFin Strategy* consiste em quatro prioridades que orientam as ações necessárias para melhorar a transformação das finanças digitais na União. A primeira prioridade refere-se à eliminação da fragmentação regulamentar na UE e correspondente Mercado Único Digital, a fim de facilitar as actividades transfronteiriças dos atores financeiros. As *FinTechs*, em particular, experimentam actualmente obstáculos legislativos que dificultam a prestação de serviços transfronteiriços. A segunda prioridade consiste na adaptação do quadro regulamentar da UE para facilitar a inovação digital. O setor financeiro enfrenta constantes mudanças. Seria importante que toda a nova regulamentação fosse adaptável, favorável à inovação e neutra do ponto de vista tecnológico, a fim de continuar relevante. Os primeiros passos para alcançar estes objetivos já foram dados, uma vez que a Comissão apresentou duas propostas legislativas: a *Proposta* e o *Regulamento* sobre Mercados em criptoativos constitui um quadro legislativo coerente para este tipo de ativos e prestadores de serviços associados; e a proposta de um

[40] *Vide* Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre uma Estratégia em matéria de Financiamento Digital para a UE, de 24 de Setembro de 2020

[41] *Vide* COMISSÃO EUROPEIA. Digital finance package [Consult. Fev. 2023].

regulamento sobre um Regime Piloto para infra-estruturas de mercado baseadas na tecnologia de livro-razão distribuído (*DLT*). A terceira consiste na promoção da chamada *data-driven innovation*, isto é, a inovação orientada pelo estabelecimento de um espaço comum de dados financeiros. O objetivo é melhorar a disponibilidade dos dados e facilitar o acesso digital em tempo real a toda a informação financeira regulamentada, desenvolvendo a partilha de dados não só entre supervisores, mas também entre todos os atores financeiros. A última prioridade consiste no enfrentar de desafios e riscos associados à transformação digital. Por conseguinte, a Comissão considera importante salvaguardar a estabilidade financeira e proteger investidores e consumidores de novos tipos de risco.[42]

Como vimos, a regulação no mercado de ativos digitais é o produto desta sequência de opções políticas por parte da União. As razões para a existência desta regulação específica coincidem com as apontadas anteriormente: promoção da inovação tecnológica do setor financeiro; criação de um mecanismo unitário de regulação (isto é, responder à ação de vários Estados-Membros que promulgaram legislação relacionada com a questão deste tipo de ativos, o que resultou numa fragmentação do mercado); necessidade da existência de uma regulação e supervisão neste mercado para evitar situações de financiamento do terrorismo e branqueamento de capitais; e a garantia da estabilidade financeira.[43] É isto o referido no contexto da *proposta*, apresentando-se um conjunto de objetivos gerais e específicos. São objetivos gerais assegurar a clareza e a segurança jurídica para promover o desenvolvimento dos criptoativos e a utilização da *DLT* nos serviços financeiros em condições de segurança; apoiar a inovação e a concorrência leal, mediante a criação de um quadro propício à emissão e à prestação de serviços relacionados com criptoativos; assegurar um elevado nível de proteção dos consumidores e investidores e da integridade do mercado, e gerir potenciais riscos para a estabilidade financeira e política monetária que possam surgir com a crescente utilização dos criptoativos e da *DLT*. Em específico, eliminar os obstáculos regulamentares à emissão, negociação e pós-negociação de criptoativos que sejam classificados como instrumentos financeiros, respeitando simultaneamente o princípio da neutralidade tecnológica; aumentar as fontes de financiamento ao dispor das empresas através de Ofertas Iniciais de Moeda e Ofertas de Criptofichas de Investimento; limitar os riscos de fraude e práticas ilícitas nos mercados de

[42] *Vide* ponto 4 da Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre uma Estratégia em matéria de Financiamento Digital para a UE, de 24 de Setembro de 2020

[43] *Vide Exposição de Motivos* da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937

criptoativos; e viabilizar o acesso dos consumidores e investidores da UE a novas oportunidades de investimento ou a novos tipos de instrumentos de pagamento, em especial para situações transfronteiriças. [44]Quanto à necessidade da existência de uma regulamentação e supervisão neste mercado para evitar situações de financiamento do terrorismo e branqueamento de capitais, o facto, é que esta já está prevista em mecanismos legislativos existentes. Isto é, os ativos digitais, e as entidades que os fornecem ou exploram, estão já abrangidos pela Diretiva de combate ao branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo, como pela lei nacional que a transpôs, a Lei n.º 58/2020.[45] Se analisarmos o artigo 4.º, n.º 1, alínea o), da referida lei, vemos que estão abrangidas as "Entidades que exerçam qualquer atividade com ativos virtuais".[46] Por esta razão, vemos que o principal motivo para o surgimento do *MiCA* é a estabilidade do sistema financeiro. Neste ponto, assumem especial importância as chamadas criptomoedas estáveis (ou *stablecoins*).[47] De acordo com a exposição de motivos da *Proposta*, estas visam uma adesão em maior escala ao incorporarem características destinadas a estabilizar o seu valor e ao tirarem partido dos efeitos de rede decorrentes das empresas que promovem esses ativos.[48]

As criptomoedas estáveis (ou *stablecoins*), como referido anteriormente, são uma moeda digital vinculada a um ativo de reserva "estável" como o dólar, o ouro ou o euro. De acordo com o documento do G7 de outubro de 2019, "Investigating the impact of global stablecoins", as moedas estáveis têm muitas das características das criptomoedas chamadas "normais", mas procuram estabilizar o preço da "moeda", ligando o seu valor ao de um conjunto de bens. Devido à sua dimensão e alcance, as *stablecoins* podem colocar desafios, para além da estabilidade financeira, à concorrência, política monetária e, no extremo, a todo o sistema monetário internacional. Estes desafios decorrem do facto de as *stablecoins* poderem transformar-se em uma solução de pagamento transfronteiriço para bens com características semelhantes às do dinheiro (ou *fiat currency*).[49] Reguladores e autoridades financeiras

[44] *Vide Contexto da Proposta/Iniciativa* da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937
[45] *Vide* AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA. Report with advice for the European Commission on crypto-assets (p. 20) [Consult. Jun. 2023].
[46] *Vide* Lei n.º 58/2020, que transpõe a Diretiva (UE) 2018/843 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 30 de maio de 2018
[47] *Vide Exposição de Motivos* da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937, página 3
[48] Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937, página 3
[49] *Vide* BANCO DE PAGAMENTOS INTERNACIONAIS. G7 Working Group on Stablecoins - Investigating the impact of global stablecoins (p. 4, 8) [Consult. Dez. 2022].

expressaram preocupação com a ideia de uma moeda global gerida por uma entidade privada e os riscos que poderia acarretar para o sistema financeiro.[50] [51] Tendo em conta o referido previamente, a Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937[52], e pareceres do Banco Central Europeu e do Comité Económico e Social Europeu, surge o Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho de 31 de maio de 2023[53], aplicável a partir de 30 de dezembro de 2024.[54]

Por último, cabe-nos referir um ponto importante relativo ao âmbito de aplicação do *Regulamento*. Segundo o n.º 1 do artigo 2.º, o *Regulamento* não se aplica a um conjunto de entidades, de onde se destaca o Banco Central Europeu, quande atue na qualidade de autoridade monetária.[55] Neste sentido, e como já referido, o *Regulamento* não é aplicável às MDBCs. Da mesma forma, também não será aplicável aos criptoativos que sejam únicos e não fungíveis com outros criptoativos, comummente designados como *non-fungible token* (ou *NFT*). Tomando como base o Considerando (9) do *Regulamento*, e seguindo o princípio da neutralidade tecnológica e o princípio *"mesma atividade, mesmo risco, mesmas regras"*, aplicável aos atos legislativos da União em matéria de serviços financeiros, os ativos digitais já abrangidos por "atos legislativos da União já em vigor em matéria de serviços financeiros deverão, independentemente da tecnologia utilizada para a sua emissão ou transferência, continuar a ser regulamentados pelo quadro regulamentar em vigor e não pelo presente regulamento". Assim, de destacar o artigo 2.º do *Regulamento* relativo ao âmbito de aplicação.

3.1.2. Criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos ou criptofichas de moeda eletrónica

O título II regula as ofertas e a comercialização, junto do público, de criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos nem criptofichas de moeda eletrónica. De acordo com o artigo 3.º, e por exclusão de partes, criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a

[50] Em maio de 2019, o Facebook revelou a intenção de criar uma «criptomoeda estável mundial», a chamada "Libra" (posteriormente "Diem"). Devido a pressões relacionadas com esta problemática, o Facebook acabou por desistir, em janeiro de 2022, de lançar esta criptomoeda global.
[51] Baseado em notícia disponível em NUNES - Facebook vende Libra e desiste de lançar criptomoeda. Jornal ECO [Consult. Dez. 2022].
[52] Doravante referida como *Proposta*
[53] Doravante referido como *Regulamento*
[54] Os títulos III e IV são aplicáveis a partir de 30 de junho de 2024
[55] *Vide* artigo 2.º, n.º 1, alínea c).

ativos nem criptofichas de moeda eletrónica serão todos aqueles que não procuram a manutenção de um valor estável por referência ao valor de uma moeda fiduciária com curso legal ou várias moedas fiduciárias com curso legal, uma ou várias mercadorias, ou um ou vários criptoativos ou a uma combinação desses tipos de ativos. Os artigos 4.º e 5.º indicam que um emitente terá o direito de oferecer esta categoria de criptoativos ao público na União (denominado por oferta pública) ou a solicitar que os mesmos sejam admitidos à negociação numa plataforma de negociação, caso cumpra um conjunto de requisitos: a obrigação de ser uma pessoa coletiva e a obrigação de elaborar um livro branco[56] sobre criptoativos em conformidade com o artigo 6.º (e com o anexo I), bem como de notificar esse livro branco às autoridades competentes (artigo 8.º) e de publicar o mesmo (artigo 9.º). O n.º 2 do artigo 4.º contém algumas isenções à exigência de elaboração, notificação e publicação de um livrete, mantendo-se a obrigação inicial de estar estabelecido enquanto pessoa coletiva. Estas isenções aplicam-se, nomeadamente, nos casos de criptoativos oferecidos gratuitamente; de criptoativos criados automaticamente por mineração como recompensa pela manutenção do *DLT* ou pela validação de transações; de criptoativos que sejam únicos e não fungíveis com outros criptoativos; de criptoativos oferecidos a menos de 150 pessoas singulares ou coletivas por Estado-Membro, quando essas pessoas atuam por conta própria; quando o valor total de uma oferta pública de criptoativos na União não exceda, ao longo de um período de 12 meses, 1 000 000 EUR, ou o montante equivalente noutra moeda ou em criptoativos (ofertas de criptoativos com pequena dimensão); e quando a oferta pública de criptoativos se destinar exclusivamente a investidores qualificados e os criptoativos só possam ser detidos por esses investidores qualificados. (na aceção do Regulamento Prospetos (Regulamento (UE) 2017/1129), de acordo com o ponto 5 da Exposição de Motivos da Proposta).[57]

O artigo 6.º refere-se ao conteúdo e forma do livrete sobre criptoativos.[58] Este estabelece um conjunto de requisitos de informação no que se refere ao livrete sobre criptoativos que

[56] Definido como *livrete* nos termos do Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho de 31 de maio de 2023 relativo aos mercados de criptoativos e que altera os Regulamentos (UE) n.o 1093/2010 e (UE) n.o 1095/2010 e as Diretivas 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.
Todas as posteriores referências a *livro branco* (como definido na proposta de Regulamento) deverão ser interpretadas como *livrete* nos termos do presente Regulamento.

[57] Parece-nos que o disposto não representa um conjunto de critérios cumulativos, pela interpretação que retiramos da disposição do ponto 5 da Exposição de Motivos da referida Proposta: "*O artigo 4.º inclui também algumas isenções à exigência de publicação de um livro branco, nomeadamente para ofertas de criptoativos com pequena dimensão (inferiores a um milhão de euros ao longo de um período de doze meses) e para ofertas que visem investidores qualificados, na aceção do Regulamento Prospetos (Regulamento (UE) 2017/1129)*".

[58] O artigo 6º deve ser interpretado conjuntamente com o Anexo I do presente Regulamento.

acompanha uma oferta de criptoativos ao público ou uma admissão de criptoativos numa plataforma de negociação para criptoativos. De destacar que na *Proposta*, o n.º 1 previa a necessidade de uma descrição *detalhada*[59] do emitente e uma *apresentação* dos principais participantes envolvidos na conceção e no desenvolvimento do projeto, e de uma *descrição circunstanciada*, de entre outros, do projeto do emitente, do tipo de criptoativo, das razões e características inerentes à oferta ou admissão à negociação, dos direitos, obrigações e riscos inerentes. Esta não foi a abordagem adotada nos termos do Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho de 31 de maio de 2023, onde, como acima referido, o legislador adota o termo *informações*. Sendo assim, deve o livrete conter informações sobre o oferente ou sobre a pessoa que solicita a admissão à negociação; informações sobre o emitente, se for diferente do oferente ou da pessoa que solicita a admissão à negociação; informações sobre o operador da plataforma de negociação, caso redija o livrete do criptoativo; informações sobre o projeto de criptoativos; informações sobre a oferta pública do criptoativo ou sobre a sua admissão à negociação; informações sobre o criptoativo; informações sobre os direitos e obrigações associados ao criptoativo; informações sobre a tecnologia subjacente; informações sobre os riscos; e informações sobre os principais impactos negativos no clima e outros impactos negativos relacionados com o ambiente do mecanismo de consenso utilizado para emitir o criptoativo.[60] A informação fornecida deve ser correta, clara e não suscetível de induzir em erro (n.º 2). Destaca-se ainda o facto da exigência de um conjunto de advertências a inserir no conteúdo do livrete, viradas principalmente para a proteção do consumidor quanto à incerteza associada a este tipo de ativos (n.º 4 e n.º 5), a desresponsabilização das diversas autoridades competentes quanto ao conteúdo presente (n.º 3), e a inerente responsabilização do órgão de administração do emitente (esta última demonstrada pela obrigação de uma declaração que deve confirmar que o livrete sobre criptoativos cumpre os requisitos do presente título e que, tanto quanto é do conhecimento do órgão de administração, as informações apresentadas no livro branco sobre criptoativos são corretas e sem omissões significativas). De realçar, no n.º 7, a exigência de inclusão de um resumo que forneça as informações essenciais de forma

[59] Atente-seno facto de o legislador utilizar, na Proposta, o termo *descrição detalhada* e *apresentação* na alínea a), *descrição circunstanciada* nas alíneas b), c), d) e f), e *informações* na alínea e), o que parece implicar um diferente grau de exigência na descrição oferecida pelo emitente no sue livro branco. Esta não foi a abordagem adotada nos termos do Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho de 31 de maio de 2023, onde, como referido, o legislador adota o termo *informações*.

[60] De referir que o nº1 salvaguarda o facto de que nos casos em que o livrete do criptoativo não seja redigido pelas pessoas referidas no primeiro parágrafo, alíneas a), b) e c), o livrete do criptoativo deve também indicar a identidade da pessoa que o redigiu e a razão que levou essa pessoa a fazê-lo.

sucinta e numa linguagem não técnica. Do n.º 8 ao n.º 10 verificamos a existência de aspetos formais associados ao livrete. Comum ao longo da referida *proposta* é a existência de disposições que implicam uma futura intervenção de diferentes autoridades na concretização das referidas disposições de caráter formal (n.º 11). O artigo 7.º estipula determinados requisitos relacionados com os materiais promocionais elaborados pelos emitentes de criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos nem criptofichas de moeda eletrónica.

O livrete sobre criptoativos não será sujeito a um processo de aprovação prévia pelas autoridades nacionais competentes. É isto que postula o artigo 8º. Ao invés da exigência de uma aprovação *ex ante*, o emitente deve notificar o seu livrete à autoridade competente do respetivo Estado-Membro de origem, pelo menos 20 dias úteis antes da sua publicação. No nº4 verificamos um dever de explicar as razões pelo qual o criptoativo descrito no livrete não se enquadrar como um instrumento financeiro[61], moeda eletrónica[62] [63], depósito[64] ou depósito estruturado[65] (esta era a enumeração feita pela *Proposta*, substituída no presente Regulamento pela expressão "criptoativo excluído do âmbito de aplicação do presente regulamento nos termos do artigo 2.ª, n.º 4*"*, o qual apresenta um âmbito mais alargado[66]), uma criptoficha de moeda eletrónica[67] ou criptoficha referenciada a ativos[68]. [69] Após a publicação de um livrete, o

[61] Um instrumento financeiro na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 15, da Diretiva 2014/65/EU.
De acordo com o artigo 4.º, n.º 1, ponto 15 da referida Diretiva, será instrumento financeiro "*qualquer dos instrumentos especificados no Anexo I, Secção C*".

[62] Moeda eletrónica na aceção do artigo 2.º, ponto 2, da Diretiva 2009/110/CE.
De acordo com o artigo 2.º, ponto 2 da referida Diretiva, será moeda eletrónica o *valor monetário armazenado eletronicamente, inclusive de forma magnética, representado por um crédito sobre o emitente e emitido após receção de fundos para fazer operações de pagamento na aceção do ponto 5 do artigo 4.o da Diretiva 2007/64/CE e que seja aceite por uma pessoa singular ou coletiva diferente do emitente de moeda eletrónica*.
A Diretiva 2007/64/CE considera operação de pagamento todo *o ato, praticado pelo ordenante ou pelo beneficiário, de depositar, transferir ou levantar fundos, independentemente de quaisquer obrigações subjacentes entre o ordenante e o beneficiário*.

[63] Substituido pelo termo *fundos* (exceto se forem criptofichas de moeda eletrónica) no presente *Regulamento*. Segundo o artigo 4.º, ponto 25), da Diretiva (UE) 2015/2366 do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de novembro de 2015 relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, serão *fundos as notas de banco e moedas, moeda escritural ou moeda eletrónica na aceção do artigo 2.º, ponto 2, da Diretiva 2009/110/CE.*

[64] Um depósito na aceção do artigo 2.º, n.º 1, ponto 3, da Diretiva 2014/49/EU.

[65] Um depósito estruturado na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 43, da Diretiva 2014/65/EU.

[66] Estão também excluídos do âmbito de aplicação um conjunto de situações enunciadas no n.º.4 do artigo 2.º do *Regulamento.*

[67] Segundo o artigo 3.º, n.º.1, alínea (4), será criptoficha de moeda eletrónica qualquer criptoativo cujo objetivo principal é ser utilizado como meio de troca e que procura manter um valor estável por referência ao valor de uma moeda fiduciária com curso legal.

[68] Será designado por criptoficha referenciada a ativos toda a espécie de criptoativo que procure manter um valor estável por referência ao valor de várias moedas fiduciárias com curso legal, uma ou várias mercadorias ou um ou vários criptoativos, ou a uma combinação desses tipos de ativos (*vide* artigo 3.º, n.º.1, alínea (3)).

[69] Como referido, a expressão utilizada no presente Regulamento é "*criptoativo excluído do âmbito de aplicação do presente regulamento nos termos do artigo 2.º, n.º.4"*. Nos termos da anterior proposta, caberiam neste âmbito os termos *instrumento financeiro , moeda eletrónica , depósito ou depósito estruturado*. Também foi adicionado

emitente dos criptoativos pode oferecer os mesmos na UE ou solicitar a sua admissão à negociação numa plataforma de negociação (artigo 9.º).

O título II inclui ainda disposições específicas sobre as ofertas de criptoativos limitadas no tempo (artigo 10.º)[70], sobre os direitos dos oferentes e das pessoas que solicitam a admissão à negociação (artigo 11.º), e sobre alterações à versão inicial de um livrete sobre criptoativos (artigo 12.º). De realçar a existência de um direito de retratação conferido aos adquirentes de criptoativos. Segundo o n.º 1 do artigo 13.º, os oferentes de criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos e criptofichas de moeda eletrónica devem conceder o direito de retratação a qualquer detentor não profissional que compre esses criptoativos diretamente[71] ao oferente ou a um prestador de serviços de criptoativos que proceda à colocação de criptoativos em nome desse emitente. Este direito pode ser exercido num prazo de 14 dias de calendário[72], tendo inicio no dia em que o detentor não profissional deu o seu acordo para a compra desses criptoativos.O detentor não profissional terá direito ao reembolso de todos os pagamentos e quaisquer encargos com a compra desses criptoativos no prazo de 14 dias[73] a partir do dia em que o oferente dos criptoativos ou um prestador de serviços de criptoativos que proceda à colocação desses criptoativos em nome desse emitente sejam informados da decisão de retratação do detentor não profissional, a efetuar com recurso ao mesmo meio de pagamento utilizado pelo detentor não profissional na transação inicial, salvo acordo expresso em contrário.[74] [75] O artigo 14.º postula as obrigações impostas a todos os oferentes e pessoas que solicitam a admissão à negociação de criptoativos, devendo estes *atuar com honestidade, equidade e profissionalismo; comunicar com os detentores de ativos com criptoativos de forma*

neste Regulamento o dever de explicar as razões pelo qual o criptoativo descrito no livrete não se enquadrar como uma criptoficha de moeda eletrónica ou uma criptoficha referenciada a ativos.

[70] Também aqui existem diferenças entre a Proposta e o presente Regulamento. Na Proposta, o título do artigo é *Ofertas públicas limitadas no tempo de criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos ou criptofichas de moeda eletrónica*, ao passo que no Regulamento o legislador optou por *Resultado da oferta pública e mecanismos de salvaguarda*. Também o prazo para a publicação do resultado da oferta pública difere: dos 16 dias úteis para os atuais 20 dias úteis a contar do fim do período de subscrição.

[71] De realçar que só assiste ao detentor não profissional o direito de retração caso haja um compra direta ao oferente ou prestador de serviços de criptoativos que proceda à colocação de criptoativos em nome desse emitente, não sendo possível, como postulado no n.º.4 do artigo 13.º, o exercício do referido direito na compra de *criptoativos que tiverem sido admitidos à negociação antes da sua aquisição pelo detentor não profissional*.

[72] Atente-se que o termo utilizado é 14 dias de calendário, e não 14 dias úteis, computando-se no prazo, quer dias úteis, como dias não úteis.

[73] Neste ponto, o legislador não distingue entre dias de calendário e dias úteis.

[74] *Vide* artigo 13.º, n.º 2.

[75] Como referido, existem diferenças entre a Proposta e o presente Regulamento. Na Proposta, são utilizados os conceitos de *emissor* e *consumidor*, ao passo que no Regulamento o legislador optou por utilizar os termos *oferente* e *detentor não profissional*.

equitativa, clara e sem induzir em erro; prevenir, identificar, gerir e divulgar quaisquer conflitos de interesse que possam surgir; manter todos os seus sistemas e protocolos de acesso de segurança de acordo com as normas aplicáveis da União; e atuar no melhor interesse dos detentores desses criptoativos, tratando os mesmos de forma equitativa. O n.º 2 do referido artigo permite a existência de um tratamento preferencial de uns detentores de criptoativos face a outros detentores, sempre que divulgado no livrete sobre criptoativos e, quando aplicável, nas comunicações comerciais.

As disposições sobre a responsabilidade pelas informações decorrente do livrete sobre criptoativos encontram-se no artigo 15.º, à luz do qual os detentores deste tipo de ativos podem exigir uma indemnização ao oferente, pessoa que solicita a admissão à negociação ou operador de uma plataforma de negociação, e ao respetivo órgão de administração, direção ou supervisão pelos danos causados. Para que tal ocorra, deve o oferente, pessoa que solicita a admissão à negociação ou operador de uma plataforma de negociação, e respetivo órgão de administração, direção ou supervisão infringir o disposto no artigo 6.º [76] *através da inclusão de informações que não são completas, corretas ou claras ou da inclusão de informações suscetíveis de induzir em erro no seu livrete sobre criptoativos ou num livrete sobre criptoativos alterado.*[77] O ónus da prova recairá sobre o detentor. Caberá ao detentor do ativo demonstrar, em primeiro lugar, a existência de uma infração do artigo 6.º, e em segundo lugar, que essa infração teve um impacto na sua decisão de compra, venda ou troca dos referidos criptoativos.[78]

O Título II apresenta um conjunto de disposições próprias para as criptofichas de consumo[79] (comummente designadas pela expressão *utility tokens*). A primeira referência encontra-se no artigo 4.º n.º 6 e diz respeito à duração da oferta pública relativa a um serviço que ainda não está disponível, a qual não deve exceder 12 meses. Relativamente ao conteúdo e forma do livrete, quando se trate de uma oferta pública que diga respeito a este tipo de ativos, o mesmo deve conter uma declaração clara e inequívoca no sentido que estes não podem ser trocados

[76] O artigo 6.º refere-se ao conteúdo e forma do livrete sobre criptoativos

[77] *Vide* artigo 15.º, n.º 1. De realçar que existe, no nº5, um caso particular face à regra geral apresentada.
Segundo o referido número, um detentor de criptoativos não poderá exigir indemnização pelas informações incluídas num resumo (artigo 6.º, n.º 7), exceto quando:
(a) lido em conjunto com as outras partes do livrete sobre criptoativos, induzir em erro, for inexato ou incoerente; ou
(b) lido em conjunto com as outras partes do livrete do criptoativo, não prestar informação fundamental para ajudar os potenciais detentores do criptoativo quando ponderam comprar o criptoativo em causa.

[78] *Vide* artigo 15.º, n.º 4.

[79] Segundo o artigo 3.º, n.º 1, alínea (5), é um *tipo de criptoativo destinado a fornecer acesso digital a um bem ou serviço, disponível através da DLT, e aceite apenas pelo emitente dessa criptoficha.*

pelo bem ou serviço prometido no livrete, especialmente em caso de falha ou interrupção do projeto.[80] Por último, "*sempre que a oferta pública diga respeito a uma criptoficha de consumo que faculte o acesso a bens e serviços que ainda não existem ou ainda não estão em funcionamento, as alterações introduzidas no livrete do criptoativo modificado e, se for caso disso, nas comunicações comerciais modificadas não podem prorrogar o prazo de 12 meses referido no artigo 4.º, n.º 6".*[81]

3.1.3. Criptofichas referenciadas a ativos

Como referido anteriormente, será designado por criptoficha referenciada a ativos toda a espécie de criptoativo que procure manter um valor estável por referência ao valor de várias moedas fiduciárias com curso legal, uma ou várias mercadorias ou um ou vários criptoativos, ou a uma combinação desses tipos de ativos.[82]

Ao contrário do que se passa na categoria de ativos precedente, em que não existe um processo de aprovação prévia pelas autoridades nacionais competentes, o artigo 16.º descreve o procedimento de autorização dos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos. Para estarem autorizados a operar na União (pela autoridade competente do seu Estado-Membro de origem), os emitentes deste tipo de ativos têm de estar constituídos enquanto entidade jurídica estabelecida na UE. Isto é, uma pessoa coletiva ou uma empresa estabelecida na União, autorizada nos termos do artigo 21.º pela autoridade competente do seu Estado-Membro de origem, ou instituição de crédito, de acordo com o disposto no artigo 17.º. O n.º 2 inclui ainda isenções para as criptofichas referenciadas a ativos emitidas em pequena escala[83] e para as criptofichas referenciadas a ativos que são promovidas, distribuídas e exclusivamente detidas por investidores qualificados.[84] Neste caso, os emitentes devem elaborar um livrete sobre criptoativos[85] e notificar à autoridade competente do seu Estado-Membro de origem[86] esse

[80] *Vide* artigo 6.º, n.º 5, alínea d).
[81] *Vide* artigo 12.º, n.º 8.
[82] *Vide* artigo 3.º, n.º 1, alínea (3).
[83] De acordo com o artigo 16.º, n.º 2, alínea (a), serão criptofichas referenciadas a ativos emitidas em pequena escala quando *ao longo de um período de 12 meses o valor médio pendente da criptoficha referenciada a ativos, calculado no final de cada dia de calendário, nunca exceda 5 000 000 EUR ou o montante equivalente noutra moeda oficial e o emitente não esteja associado a uma rede de outros emitentes isentos.*
[84] De acordo com o artigo 16.º, n.º 2, alínea (b), serão criptofichas referenciadas a ativos que promovidas, distribuídas e exclusivamente detidas por investidores qualificados quando *a oferta pública da criptoficha referenciada a ativos seja exclusivamente dirigida a investidores qualificados e a criptoficha referenciada a ativos só possa ser detida por esses investidores qualificados..*
[85] Como referido no artigo 19.º
[86] De acordo com o artigo 8.º, a partir da leitura conjunta com a Proposta, que remetia para o artigo 7.º da mesma.

livrete sobre criptoativos e, se for caso disso, as suas comunicações comerciais. Caso o emitente não esteja autorizado na União e não tenha publicado um livrete sobre criptoativos aprovado pela respetiva autoridade competente, não poderá oferecer ao público na União criptofichas referenciadas a ativos, nem podem estas ser admitidas à negociação numa plataforma de negociação de criptoativos. De acordo com a *Proposta*, qualquer entidade jurídica que esteja autorizada como instituição de crédito nos termos do artigo 8.º da Diretiva 2013/36/UE[87] não necessita de solicitar uma autorização à autoridade competente do seu Estado-Membro de origem. Ao invés, estas instituições *devem elaborar um livro branco sobre criptoativos, como referido no artigo 17.º, e apresentá-lo para aprovação pela autoridade competente do seu Estado-Membro de origem em conformidade com o n.º 7*.[88] A abordagem utilizada pelo legislador no presente Regulamento parece-nos um pouco diferente. Existe um artigo próprio relativo aos requisitos para as instituições de crédito.[89] De acordo com o artigo 17.º, uma instituição de crédito apenas poderá oferecer ou admitir à negociação apenas no caso de redigir, apresentar e obter aprovação do livrete do criptoativo pela autoridade competente do Estado-Membro de origem, e notificar à mesma um conjunto de informações, pelo menos 90 dias úteis antes de emitir pela primeira vez a criptoficha referenciada a ativos em questão. A instituição de crédito não pode proceder a uma oferta pública nem solicitar a admissão à negociação da criptoficha referenciada a ativos enquanto a notificação estiver incompleta. Além disso, a autoridade competente poderá exigir à instituição de crédito que não proceda a uma oferta pública nem solicite a admissão à negociação da criptoficha referenciada a ativos nos casos em que o BCE ou o banco central do Estado- -Membro[90], emita um parecer desfavorável por motivos relacionados com riscos para o bom funcionamento dos sistemas de pagamento, a transmissão da política monetária ou a soberania monetária. Uma instituição de crédito que tenha anteriormente notificado a autoridade competente, aquando da emissão de outra

[87] Relativo às condições gerais de acesso à atividade das instituições de crédito

[88] Artigo 15.º, n.º 7, da Proposta, de acordo com o qual, *cabe à EBA, em estreita cooperação com a ESMA, elaborar projetos de normas técnicas de regulamentação a fim de especificar o procedimento de aprovação de um livro branco sobre criptoativos a que se refere o n.º 4. A EBA deve apresentar esses projetos de normas técnicas de regulamentação à Comissão até [inserir data correspondente a 12 meses após a data de entrada em vigor]. É delegado na Comissão o poder de adotar as normas técnicas de regulamentação a que se refere o primeiro parágrafo, nos termos dos artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1093/2010.*

[89] *Vide* artigo 17.º

[90] De acordo com o n.º 5 do presente artigo, deve a autoridade competente transmitir a informação recebida, ao abrigo do n.º 1, ao BCE e, se a instituição de crédito estiver estabelecida num Estado-Membro cuja moeda oficial não seja o euro, ou se uma moeda oficial de um Estado-Membro que não seja o euro for referenciada pela criptoficha referenciada a ativos, também ao banco central nacional do Estado-Membro em causa.

criptoficha referenciada a ativos, não é obrigada a apresentar nenhumas informações que tenham anteriormente sido apresentadas, caso se afigurem idênticas.[91]

O pedido de autorização encontra-se descrito no artigo 18.º. O mesmo deve conter um largo conjunto de informações descritos no n.º 2 (que difere, em parte, daquilo previsto na *Proposta*)[92], e especificados no n.º 3, 4 e 5.[93] O pedido de autorização contém, no artigo 18.º, n.º 2, alínea k), a obrigação da elaboração de um livrete. O conteúdo e forma dos mesmos estão descritos no artigo 19.º. Como já referido em outros pontos, também aqui existem diferenças formais face à *Proposta*, pois parece-nos que a *ratio* de cada uma das suas alíneas acaba por se encontrar refletida no presente artigo.[94] O pedido de autorização é alvo de uma dupla

---

[91] Uma instituição de crédito que emita criptofichas referenciadas a ativos, incluindo criptofichas referenciadas a ativos significativas, não está sujeita aos artigos 16.º, 18.º, 20.º, 21.º, 24.º, 35.º, 41.º e 42.º.

[92] De acordo com o n.º 2 do artigo 16.º da Proposta, *o pedido a que se refere o n.º 1 deve incluir todas as informações que se seguem:*
(a) O endereço do emitente requerente;
(b) Os estatutos do emitente requerente;
(c) Um programa de atividades que indique o modelo de negócios que o emitente requerente tenciona seguir;
(d) Um parecer jurídico no sentido de que as criptofichas referenciadas a ativos não são elegíveis como instrumentos financeiros, moeda eletrónica, depósitos ou depósitos estruturados;
(e) Uma descrição pormenorizada dos mecanismos de governação do emitente requerente;
(f) A identidade dos membros do órgão de administração do emitente requerente;
(g) Um comprovativo de que as pessoas a que se refere a alínea f) preenchem os requisitos de idoneidade e possuem os conhecimentos e experiência adequados para assumir a direção do emitente requerente;
(h) Se for caso disso, um comprovativo de que as pessoas singulares que detêm, direta ou indiretamente, mais de 20 % do capital social ou dos direitos de voto do emitente requerente ou que exercem, por qualquer outro meio, controlo sobre o referido emitente requerente têm idoneidade e competência;
(i) Um livro branco sobre criptoativos, tal como referido no artigo 17.º;
(j) As políticas e os procedimentos referidos no artigo 30.º, n.º 5, alíneas a) a k);
(k) Uma descrição dos acordos contratuais com terceiros referidos no último parágrafo do artigo 30.º, n.º 5;
(l) Uma descrição da política de continuidade das atividades do emitente requerente a que se refere o artigo 30.º, n.º 8;
(m) Uma descrição dos mecanismos de controlo interno e dos procedimentos de gestão de riscos a que se refere o artigo 30.º, n.º 9;
(n) Uma descrição dos procedimentos e sistemas para garantir a segurança, incluindo a cibersegurança, a integridade e a confidencialidade das informações a que se refere o artigo 30.º, n.º 10;
(o) Uma descrição dos procedimentos de tratamento das queixas do emitente requerente a que se refere o artigo 27.º.

[93] De realçar que ao longo deste instrumento legislativo encontramos várias normas que atribuem à EBA, e em estreita cooperação com a ESMA, a responsabilidade de especificar o conteúdo de certas normas e a elaboração e apresentação à Comissão de projetos de normas técnicas de regulamentação e/ou execução.

[94] Segundo a *proposta*, o livrete deveria incluir todas as informações que se seguem:
(a) Uma descrição pormenorizada dos mecanismos de governação do emitente, incluindo uma descrição do papel, das responsabilidades e da prestação de contas pelas entidades terceiras a que se refere o artigo 30.º, n.º 5, alínea h);
(b) Uma descrição pormenorizada da reserva de ativos a que se refere o artigo 32.º;
(c) Uma descrição pormenorizada dos acordos de custódia para os ativos de reserva, incluindo a segregação dos ativos, conforme referido no artigo 33.º;
(d) No caso de um investimento dos ativos de reserva a que se refere o artigo 34.º, uma descrição pormenorizada da política de investimento desses ativos de reserva;
(e) Informações pormenorizadas sobre a natureza e a aplicabilidade dos direitos, incluindo qualquer direito de resgate direto ou quaisquer créditos, que os detentores de criptofichas referenciadas a ativos e qualquer pessoa

apreciação. Num primeiro momento, as autoridades competentes devem, no prazo de 25 dias úteis[95] a contar da receção do pedido, avaliar se o pedido, incluindo o livrete, está completo, notificando ao emitente requerente de que o pedido, incluindo o livrete sobre criptoativos, está completo.[96] Caso contrário, deverá fixar um prazo para que o requerente forneça as informações em falta. Num segundo momento, após a receção de um pedido completo, as autoridades competentes devem avaliar, no prazo de 60 dias úteis[97] a contar da sua receção, se o emitente requerente cumpre os requisitos enunciados no presente título e adotar um projeto de decisão devidamente fundamentado no sentido de conceder ou recusar a autorização. Após este período, o projeto de decisão deve ser transmitido ao requerente, e, acompanhado do processo de pedido, à EBA[98], ESMA[99] e BCE[100].[101] [102] Após este processo, a EBA, a ESMA, o BCE e, se for caso disso, um banco central a que se refere o n.º 4, emitem um parecer não vinculativo sobre o pedido no prazo de 20 dias úteis[103] a contar da receção do projeto de decisão e do processo de pedido, transmitindo os seus pareceres não vinculativos à autoridade competente em causa.[104] Apesar de não vinculativos, é com base nestes pareceres que as autoridades competentes devem, num prazo de um mês[105] após a sua receção, adotar uma decisão devidamente fundamentada

singular ou coletiva a que se refere o artigo 35.º, n.º 3, possam ter sobre os ativos de reserva ou contra o emitente, incluindo a forma como esses direitos poderão ser tratados nos processos de insolvência;
(f) Se o emitente não oferecer um direito direto sobre os ativos de reserva, informações pormenorizadas sobre os mecanismos referidos no artigo 35.º, n.º 4, para assegurar a liquidez das criptofichas referenciadas a ativos;
(g) Uma descrição pormenorizada do procedimento de tratamento das queixas a que se refere o artigo 27.º;
(h) Os elementos de divulgação especificados nos anexos I e II.
Para efeitos da alínea e), sempre que não tenha sido concedido um direito de crédito ou de resgate direto a todos os detentores de criptofichas referenciadas a ativos, o livro branco sobre criptoativos deve incluir uma declaração clara e inequívoca no sentido de que um crédito sobre os ativos de reserva ou a possibilidade de resgatar esses ativos de reserva junto do emitente a qualquer momento não estão assegurados para todos os detentores dos criptoativos.

[95] Diferença face à Proposta, onde estava previsto o prazo de 20 dias úteis.
[96] *Vide* artigo 20.º, n.º 1. De realçar o facto de o legislador "sublinhar", por duas vezes, a necessidade de apreciação do livrete, e a obrigação de *notificar imediatamente* o emitente de que o pedido está completo.
[97] Diferença conceitual face à Proposta, onde estava previsto o prazo de três meses.
[98] European Banking Authority (Autoridade Bancária Europeia)
[99] European Securities and Markets Authority (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados)
[100] Banco Central Europeu
[101] *Vide* artigo 20.º, n.º 4 e 5.
[102] O n.º 4 contém uma ressalva quanto a situações em que o emitente requerente tem a sua sede num Estado-Membro cuja moeda não seja o euro ou se os ativos de reserva incluírem uma moeda diferente do euro. Neste caso, as autoridades competentes devem consultar o banco central desse Estado-Membro e os emitentes requerentes têm o direito de apresentar à sua autoridade competente observações e comentários sobre os seus projetos de decisão. Pela leitura do nº4, parece-nos que nestas situações o projeto e o processo de pedido devem ser apresentados a quatro entidades: EBA, ESMA, BCE e banco central do Estado-Membro da sua sede e/ou do Estado-Membro cuja moeda compõem os ativos de reserva.
[103] Diferença face à Proposta, onde estava previsto o prazo de dois meses.
[104] *Vide* artigo 20.º, n.º 5.
[105] Diferença face à Proposta, onde estava previsto o prazo de um mês.

de concessão ou recusa da autorização ao emitente requerente e, no prazo de cinco dias úteis, notificar essa decisão aos emitentes requerentes.

Pende sobre as autoridades competentes uma obrigação de recusa da autorização quando existam um conjunto de *motivos objetivos e comprováveis,* como descrito no artigo 21.º.[106]

As autoridades competentes devem informar a EBA, a ESMA e o BCE e, se for caso disso, os bancos centrais, de todas as autorizações concedidas. Face à *Proposta*, o presente *Regulamento* acrescenta dois pontos. O primeiro é relativo à comunicação de informação sobre criptofichas referenciadas a ativos.[107] Sempre que cada criptoficha referenciada a ativos tenha valor de emissão superior a cem milhões de euros, deve o emitente comunicar à autoridade competente, numa base trimestral, um conjunto de informações, de onde se destacam informações relativas ao número de detentores, valor do ativo e volume da reserva de ativos.[108]O segundo ponto diz respeito à imposição de restrições para a emissão de criptofichas referenciadas a ativos amplamente utilizadas como meio de troca.[109] De facto, as "criptomoedas estáveis" (ou *stablecoins*) são uma moeda digital vinculada a um ativo de reserva "estável" como o dólar, o ouro ou o euro. De acordo com o documento do G7 de outubro de 2019, *Investigating the impact of global stablecoins*, "*as moedas estáveis têm muitas das características das criptomoedas chamadas "normais", mas procuram estabilizar o preço da "moeda", ligando o seu valor ao de um conjunto de bens"*. Devido à sua dimensão e alcance, as "criptomoedas estáveis mundiais" (*global stablecoins*) podem colocar desafios, para além da estabilidade financeira, à concorrência, política monetária e, no extremo, a todo o sistema monetário internacional. Estes desafios decorrem do facto destas poderem transformar-se numa solução de pagamento transfronteiriço para bens com características semelhantes às do dinheiro

---

[106] *Vide* artigo 21.º, n.º 2. Deste modo, existe uma obrigação de recusa da autorização quando existam um conjunto de *motivos objetivos e comprováveis para acreditar* que:
(a) O órgão de administração do emitente requerente pode constituir uma ameaça para a sua gestão eficaz, sã e prudente e para a continuidade das atividades, bem como para a consideração adequada dos interesses dos seus clientes e a integridade do mercado;
b) Os membros do órgão de administração não preenchem os critérios estabelecidos no artigo 34.º, n.º 2;
c) Os acionistas ou sócios, diretos ou indiretos, que detêm participações qualificadas não preenchem os critérios de idoneidade estabelecidos no artigo 34.º , n.º 4;
d) O emitente requerente não preenche ou pode não preencher algum dos requisitos estipulados no presente título;
e) O modelo de negócio do emitente requerente poderá constituir uma ameaça grave para a integridade do mercado, a estabilidade financeira ou o bom funcionamento dos sistemas de pagamento ou expõe o emitente ou o sector a riscos graves de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo.

[107] *Vide* artigo 22.º.

[108] São outras informações a média do número e do valor agregado de transações diárias durante o trimestre relevante, e uma estimativa da média do número e do valor agregado das transações diárias durante o trimestre relevante que estão associadas às suas utilizações como meio de troca numa área de moeda única.

[109] *Vide* artigo 23.º.

(ou *fiat currency*).[110] Face aos riscos específicos de grandes acordos relacionados com este tipo de ativos e o seu impacto no mercado[111], o legislador impõe que quando a média trimestral estimada do número de transações diárias associadas às suas utilizações como meio de troca numa área de moeda única for superior a um milhão de transações, e o respetivo valor agregado superior a duzentos milhões de euros. Verificados estes dois critérios, o emitente deixa de poder emitir o ativo em causa e deve, no prazo de 40 dias úteis após ter atingido esse limiar, apresentar um plano à autoridade competente para assegurar que a média trimestral estimada do número e do valor agregado dessas transações diárias não ultrapassa duplo limite imposto. O emitente só voltará a estar autorizado a emitir quando apresentar provas de que os fatores supra referidos se encontrem abaixo dos limiares impostos. A revogação de uma autorização é descrita no artigo 24.º, apresentando este um conjunto alargado de situações. Pela sua leitura, esta tarefa pressupõe uma posição ativa e de constante supervisão das autoridades competentes. Também de realçar o poder da autoridade competente de revogar a autorização de um emitente de criptofichas referenciadas a ativos sempre que considerem que os factos referidos nas alíneas do n.º 4 *afetam a idoneidade de quaisquer acionistas ou sócios, diretos ou indiretos, que detêm participações qualificadas no emitente ou que haja outra indicação no sentido de existir uma falha a nível dos sistemas de governação ou dos mecanismos de controlo interno referidos no artigo 34.º.*

O artigo 26.º estabelece a responsabilidade dos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos pelas informações incluídas num livrete sobre criptoativos. Não nos parece que exista diferença entre o enunciado no referido artigo face às disposições sobre a responsabilidade dos emitentes decorrente do livrete sobre criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos ou criptofichas de moeda eletrónica.[112] Sendo assim, e como referido anteriormente, os detentores deste tipo de ativos podem exigir uma indemnização ao emitente e membros do seu órgão de administração, direção ou supervisão pelos danos causados. Para que tal ocorra, deve o emitente infringir o disposto no artigo 19.º [113] através da inclusão de informações que não são completas, corretas ou claras ou da inclusão de informações suscetíveis de induzir em erro no

[110] *Vide* BANCO DE PAGAMENTOS INTERNACIONAIS. G7 Working Group on Stablecoins - Investigating the impact of global stablecoins (p. 4, 8) [Consult. Dez. 2022].
[111] Baseado em KLINGENBRUNN, Daniel, & SANDEMAN, Mhairi - DigiTalks: Implications of MiCA – the EU's Markets in Crypto-Assets Regulation. HSBC. [Consult. Jun. 2023].
[112] *Vide* artigo 15.º.
[113] O artigo 19.º refere-se ao conteúdo e forma do livrete sobre criptoativos para criptofichas referenciadas a ativos.

seu livrete sobre criptoativos ou num livro branco sobre criptoativos alterado.[114] O ónus da prova recairá sobre o detentor. Caberá ao detentor do ativo demonstrar, em primeiro lugar, a existência de uma infração do artigo 19.º, e em segundo lugar, que essa infração teve um impacto na sua decisão de compra, venda ou troca dos referidos criptoativos.[115]

O capítulo 2 do título III estabelece as obrigações para os emitentes de criptofichas referenciadas a ativos. O artigo 27.º postula as obrigações impostas a todos os emitentes de criptoativos, devendo estes atuar com honestidade, equidade e profissionalismo, comunicar com os detentores de criptofichas referenciadas a ativos de forma equitativa, clara e não enganosa, e atuar no melhor interesse dos detentores desses criptoativos, tratando os mesmos de forma equitativa. O n.º 2 do referido artigo permite a existência de um tratamento preferencial de uns detentores de criptoativos face a outros detentores, sempre que divulgado no livrete sobre criptoativos e, quando aplicável, nas comunicações comerciais. Os artigos 28.º e 29.º estabelecem, respetivamente, as regras relativas à publicação do livrete sobre criptoativos e eventuais comunicações promocionais, bem como os requisitos aplicáveis a tais comunicações. Pende sobre os emitentes de criptofichas referenciadas a ativos o dever de divulgar periodicamente um conjunto de informações.[116] Devem ainda cumprir outros requisitos, como a criação de um procedimento de tratamento das queixas (artigo 31.º), regras em matéria de conflitos de interesses (artigo 32.º), e notificação à respetiva autoridade competente das alterações no seu órgão de gestão (artigo 33.º).

Os mecanismos de governação encontram-se presentes no artigo 34.º. Os sistemas implementados devem ser sólidos, implicando "uma estrutura organizativa clara, com linhas de responsabilidade bem definidas, transparentes e coerentes, processos eficazes de identificação,

---

[114] Artigo 26.º, n.º 1. De realçar que existe, no nº4, um caso particular face à regra geral apresentada.
Segundo o referido número, um detentor de criptoativos não poderá exigir indemnização pelas informações incluídas num resumo (artigo 19.º, n.º 6), exceto:
a) Quando lido em conjunto com as outras partes do livrete do criptoativo, induzir em erro, for inexato ou incoerente; ou
b) Quando lido em conjunto com as outras partes do livrete do criptoativo, não prestar a informação fundamental para ajudar os potenciais detentores a decidirem se devem comprar a criptoficha referenciada a ativos.

[115] *Vide* artigo 26.º, n.º 3

[116] *Vide* artigo 30.º. De acordo com o descrito, devem os emitentes divulgar:

- Pelo menos mensalmente, de forma clara, exata e transparente, o montante das criptofichas referenciadas a ativos em circulação e o valor e composição dos ativos de reserva referidos no artigo 36.º;
- Com a maior brevidade possível, de forma clara, exata e transparente, os resultados da auditoria aos ativos de reserva a que se refere o artigo 36.º;
- Do mesmo modo, com a maior brevidade possível e de forma clara, exata e transparente, qualquer evento que tenha ou possa ter um efeito significativo sobre o valor das criptofichas referenciadas a ativos ou sobre os ativos de reserva referidos no artigo 32.º.

gestão, controlo e comunicação dos riscos a que estejam ou possam vir a estar expostos e mecanismos adequados de controlo interno, nomeadamente procedimentos administrativos e contabilísticos sólidos*"*. Para que tal ocorra, o legislador é especialmente exigente para com órgão de administração e os membros que o compõem. Refere o n.º 2 que os mesmos devem possuir a idoneidade e a competência necessárias, quer em qualificações, quer em experiência e competências, para desempenharem as suas funções e assegurarem uma gestão sã e prudente. Devem ainda demonstrar que são capazes de dedicar tempo suficiente à realização eficaz das suas funções, o que implica uma profissionalização da atividade e a assunção, por parte do legislador, da importância do controlo a estabelecer. O referido também é demonstrado, não só pela avaliação da idoneidade e competência dos membros do órgão de administração, como também de todos os acionistas. De acordo com a *Proposta*, nenhuma das *pessoas singulares que detêm, direta ou indiretamente, mais de 20 % do capital social ou dos direitos de voto dos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos ou que exercem, por qualquer outro meio, um poder de controlo sobre esses emitentes*, (como referido no nº3 do artigo 30º da *Proposta*, em termos de capital social, direitos de voto, ou outro meio) *pode ter sido condenada por infrações relacionadas com o branqueamento de capitais, o financiamento do terrorismo ou outros crimes financeiros.* Vemos que a redação dada pelo legislador no presente Regulamento é diferente. De acordo com o n.º 4, *os acionistas ou sócios, diretos ou indiretos, que detêm participações qualificadas em emitentes de criptofichas referenciadas a ativos devem ter idoneidade suficiente e não podem, em especial, ter sido condenadas por infrações relacionadas com branqueamento de capitais ou financiamento do terrorismo, nem por quaisquer outras infrações que afetariam a sua idoneidade*. Observamos que o legislador substituiu o limiar de 20% pelo conceito de participação qualificada. Segundo o artigo 2.º-A, alínea ee) do RGICSF[117] [118] e o artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de Maio[119], será participação qualificada uma participação, direta ou indireta, numa empresa que represente percentagem não inferior a 10% do capital social ou dos direitos de voto ou que permita exercer uma influência significativa na gestão dessa empresa. O conjunto de políticas e procedimentos

[117] Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

[118] Baseado em BANCO DE PORTUGAL. Aquisição ou aumento de participação qualificada: Instituição de crédito [Consult. Jun. 2023].

[119] *Vide* Código dos Valores Mobiliários (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, republicado pela Lei n.º 35/2018 e consolidado com as alterações introduzidas pela Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto, pelo Decreto-Lei n.º 144/2019, de 23 de setembro, pela Lei n.º 25/2020, de 07 de julho, pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, pelo Decreto-Lei n.º 56/2021, de 30 de junho, pelo DecretoLei n.º 109-H/2021, de 10 de dezembro, pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro e pelo Decreto-Lei n.º 31/2022, de 6 de maio). Diário da República n.º 88/2022, Série I de 2022-05-06.

a estabelecer, manter e aplicar é vasto, abrangendo aqueles relacionados com a reserva e custódia dos ativos de reserva, direitos, mecanismos de criação, emissão e destruição dos ativos, protocolos de validação das transações e funcionamento da DLT, mecanismos de resgate e liquidez, entre outros.[120] De realçar as políticas e procedimentos a estabelecer, manter e aplicar relativamente a acordos com entidades terceiras para a operação da reserva de ativos e para o investimento dos ativos de reserva, a custódia dos ativos de reserva e, se for caso disso, a distribuição ao público das criptofichas referenciadas a ativos. Neste caso, os emitentes devem estabelecer e manter acordos contratuais com essas entidades terceiras que definam com precisão as funções, as responsabilidades, os direitos e as obrigações tanto dos primeiros como de cada uma dessas entidades terceiras. Em caso de acordo contratual que envolva várias jurisdições, deve ser estipulado de forma inequívoca o direito que o rege.

Quanto aos requisitos de fundos próprios[121], a todo o momento, os emitentes devem dispor de fundos *equivalentes a um montante pelo menos igual ao maior dos seguintes montantes:*

- *350 000 EUR;*
- *2 % do montante médio dos ativos de reserva[122] referidos no artigo 36.º;*
- *um quarto das despesas gerais fixas do ano anterior.[123]*

Estes limites poderão ser alterados consoante exigência das autoridades competentes, tendo por base a avaliação de risco dos processos de gestão e mecanismos de controlo interno, qualidade e volatilidade dos ativos de reserva, direitos concedidos, politica de investimento dos ativos de reserva, valor e número de transações do criptoativo, importância do mercado em que se dá a comercialização, e, se for o caso, a capitalização bolsista das criptofichas referenciadas a ativos.[124] Consoante o resultado da avaliação, o limite do montante de fundos próprios pode ser até 20 % superior ou inferior ao montante resultante da aplicação do n.º 1, alínea b) (isto é, *2 % do montante médio dos ativos de reserva[125] referidos no artigo 36.º*).

---

[120] *Vide* artigo 34.º

[121] *Vide* Regulamento (UE) n.º 575/2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento

[122] Como referido no artigo 35.º, n.º 1, *entende-se por "«montante médio dos ativos de reserva» o montante médio dos ativos de reserva no final de cada dia de calendário, calculado ao longo dos últimos seis meses".*

[123] O critério referente ao montante de *um quarto das despesas gerais fixas do ano anterior* não está presente na Proposta, sendo uma inovação apresentada pelo Regulamento.

[124] *Vide* artigo 35.º, n.º 3

[125] Como referido no artigo 35.º, n.º 1, *entende-se por "«montante médio dos ativos de reserva» o montante médio dos ativos de reserva no final de cada dia de calendário, calculado ao longo dos últimos seis meses".*

Como já referido, pende sobre os emitentes da presente categoria de ativos uma obrigação[126] de possuir ativos de reserva e cumprir requisitos quanto à sua composição e gestão. De sublinhar que o número de classes de reservas de ativos depende do tipo/categoria de criptofichas referenciadas a ativos oferecidas ao público. Isto é, os emitentes que ofereçam ao público duas ou mais categorias de ativos devem operar, gerir e manter reservas de ativos separadas para cada uma delas. Segundo uma lógica de gestão prudente e eficaz imposta pelo *Regulamento*, deverá existir uma relação direta entre o número de criptofichas referenciadas a ativos oferecidas no mercado e o montante de reservas de ativos subjacentes. Esta relação é um dos fatores que compõem o mecanismo de estabilização[127]. Os ativos de reserva devem ser alvo de custódia por um prestador de serviços de criptoativos[128], caso os ativos de reserva assumam a forma de criptoativos, ou por uma instituição de crédito, para todos os outros tipos de ativos de reserva. Além disso, inova o presente *Regulamento* (face à *Proposta*) ao adicionar ao escopo empresas de investimento que prestem serviços auxiliares de custódia e administração de instrumentos financeiros por conta de clientes[129], sempre que os ativos de reserva assumam a forma de instrumentos financeiros. Os acordos contratuais de custódia devem garantir a segregação entre os ativos próprios do emitente e os ativos de reserva, os quais não podem ser onerados nem penhorados[130], a possibilidade de acesso imediato (para dar resposta a pedidos de resgate dos detentores da categoria de criptoativos), e a detenção em custódia de acordo com o n.º 6 do presente artigo. Aconselha ainda o legislador que se evite as concentrações de entidades de custódia dos ativos de reserva e o risco de concentração dos próprios ativos de reserva. O artigo 38.º refere que um emitente apenas deve investir os ativos que compõem a

[126] De acordo com o n.º 1 do artigo 36.º, esta obrigação consiste num dever de *manter a todo o momento uma reserva de ativos*.

[127] O mecanismo de estabilização de ativos impõe um dever de definição de uma política e procedimento (pela EBA, em estreita cooperação com a ESMA e o BCE) que deve enunciar um conjunto de matérias a tratar, como disposto no número 8.

[128] De acordo com a alínea (a) do n.º 2 do artigo 33.º da Proposta, quando *autorizado nos termos do artigo 53.º para o serviço referido no artigo 3.º, n.º 1, ponto 10* da mesma.
O serviço referido no artigo 3.º, n.º 1, ponto 10 da Proposta é a *Custódia e administração de criptoativos por conta de terceiros*, definindo-se como *a conservação ou controlo, por conta de terceiros, de criptoativos ou dos meios de acesso a esses criptoativos, quando aplicável sob a forma de chaves criptográficas privadas*.

[129] Como referido na secção B, ponto 1, do anexo I da Diretiva 2014/65/UE.

[130] De acordo com a alínea (a) do artigo 37.º, os ativos de reserva não devem ser onerados nem penhorados *no quadro de um «acordo de garantia financeira» conforme definido pelo artigo 2.º, n.º 1, alínea a), da Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.* De referir que a proposta fazia referência a mais duas situações, nomeadamente nos casos em que os ativos de reserva *não devem ser onerados nem penhorados no quadro um «acordo de garantia financeira com transferência de titularidade» ou um «acordo de garantia financeira com constituição de penhor» na aceção do artigo 2.º, n.º 1, alíneas b) e c), da Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho*.

reserva em ativos seguros e de baixo risco[131]. Todos os lucros ou perdas devem ser suportados pelo emitente. Ainda não existe uma definição de quais os instrumentos financeiros que podem ser considerados de elevada liquidez e com um risco mínimo de crédito e de mercado. O número 5 postula que caberá à EBA, após consulta da ESMA e do Sistema Europeu de Bancos Centrais, esta especificação. O legislador oferece uma pequena concretização no n.º 2, relativo às unidades de participação num organismo de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM)[132]. Estas são consideradas ativos com um risco mínimo de mercado, de crédito e de concentração, quando este mecanismo invista "*exclusivamente em ativos especificados pela EBA nos termos do n.º 5 e caso o emitente da criptoficha referenciada a ativos assegure que a reserva de ativos é investida de uma forma que minimiza o risco de concentração*".

O artigo 35.º da *Proposta* impunha aos emitentes a divulgação dos direitos associados às criptofichas emitidas (concedidos a todos ou a alguns detentores), incluindo os eventuais créditos diretos sobre o emitente ou sobre a reserva de ativos. Neste caso, deverão ser definidas as condições de exercício dos direitos, mecanismos e procedimentos e comissões cobradas pelo emitente pelo exercício destes direitos por parte do detentor. Nos casos em que o emitente das criptofichas referenciadas a ativos não concede direitos de resgate ou créditos diretos a todos os detentores de criptofichas referenciadas a ativos, o n.º 4 conferia direitos mínimos a esses detentores.[133] O legislador optou por substituir o referido, no presente *Regulamento*, por um direito de reembolso no artigo 39.º. Este direito pode ser exercido a todo o tempo pelos detentores do ativo sobre os emitentes das criptofichas referenciadas a ativos, e sobre os ativos

[131] *O legislador utiliza a expressão instrumentos financeiros de elevada liquidez com um risco mínimo de mercado e de crédito.* De referir que ainda não existe uma definição de quais os instrumentos financeiros que podem ser considerados de elevada liquidez e com um risco mínimo de crédito e de mercado. O número 5 postula que caberá à EBA, após consulta da ESMA e do Sistema Europeu de Bancos Centrais, esta especificação.

[132] De acordo com a Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, sobre Regime geral dos organismos de investimento coletivo, no artigo 2.º, n.º 1, alínea i), são organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) todos aqueles cujo objeto exclusivo é o investimento coletivo de capitais de investidores não exclusivamente qualificados em valores mobiliários ou outros ativos financeiros líquidos e cujas unidades de participação são, a pedido dos seus titulares, readquiridas ou resgatadas, direta ou indiretamente, a cargo destes organismos, equiparando-se a estas reaquisições ou resgates o facto de um OICVM agir de modo a que o valor das suas unidades de participação em mercado regulamentado não se afaste significativamente do seu valor patrimonial líquido.

[133] Segundo o artigo 35.º, n.º 4, da *Proposta*, seriam direitos mínimos:

- o direito de receber ofertas de preços firmes a preços competitivos, que resulta do dever do emitente de assegurar que um número suficiente de prestadores de serviços de criptoativos sejam obrigados a publicar, numa base regular e previsível, estes preços;
- o direito de resgatar diretamente os criptoativos junto do emitente dos mesmos, sempre que o valor de mercado das criptofichas referenciadas a ativos varie significativamente em relação ao valor dos ativos de referência ou dos ativos de reserva; e
- o direito de receber as receitas geradas pelos ativos de reserva, sempre que o emitente decida deixar de operar ou tenha sido colocado sob liquidação ordenada, ou quando a sua autorização tiver sido revogada

de reserva, caso os emitentes não estejam em condições de cumprir as obrigações referidas no capítulo 6 do presente título, referentes aos planos de recuperação e de reembolso. Sendo o direito exercido, deve o emitente "*proceder ao reembolso ou mediante o pagamento, em fundos que não sejam moeda eletrónica, de um montante equivalente ao valor de mercado dos ativos referenciados pelas criptofichas referenciadas a ativos detidas, ou mediante a entrega dos ativos referenciados pelas criptofichas*".[134]

É proibido o pagamento de juros (ou qualquer outro benefício relacionado com o período durante o qual o detentor de criptofichas referenciadas a ativos detém ativos referenciados a ativos) aos detentores de criptofichas referenciadas a ativos pelos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos ou prestadores de serviços de criptoativos.[135]Relativamente à aquisição de emitentes de criptofichas referenciadas a ativos, o artigo 41.º descreve em pormenor a avaliação de um projeto de aquisição e o artigo 48.º o teor dessa avaliação.[136]

No capítulo 5 do título III estabelecem-se as regras relativas às criptofichas referenciadas a ativos significativas. O artigo 43.º estabelece os critérios a aplicar pela EBA (através da informação facultada pela autoridade competente) ao determinar se uma criptoficha referenciada a ativos é significativa. São critérios a dimensão da base de clientes dos promotores das criptofichas referenciadas a ativos, o valor ou a capitalização de mercado dessas criptofichas, a quantidade de transações e o respetivo valor, a dimensão da reserva de ativos, a importância das atividades transfronteiriças dos emitentes e a interconectividade com o sistema financeiro. De realçar que as responsabilidades de supervisão dos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos significativas são transferidas para a EBA.[137]A *proposta* previa a possibilidade de a Comissão adotar um ato delegado a fim de melhor especificar em que circunstâncias e acima de que limiares se considera que um emitente de criptofichas referenciadas a ativos é significativo, impondo no n.º 6 do artigo 39.º limiares mínimos que o

[134] *Vide* artigo 39.º, n.º 2.
[135] *Vide* artigo 40.º.
[136] A avaliação deve ser efetuada pelas autoridades competentes.
[137] *Vide* artigo 43.º,n.º 7.

ato delegado deveria respeitar em todo o caso[138]. No *Regulamento*, estes limiares já se encontram definidos.[139]

A EBA classifica as criptofichas referenciadas a ativos como significativas quando pelo menos três dos critérios descritos estiverem preenchidos, com base nas informações comunicadas pelas autoridades competentes do Estado-Membro de origem do emitente. O artigo 44.º especifica a possibilidade de, ao requerer uma autorização, um emitente de uma criptoficha referenciada a ativos se classificar voluntariamente como significativo. Face à importância e ao impacto que um ativo considerado como significativo pode ter no mercado, o artigo 45.º dispõe de um conjunto de obrigações adicionais aplicáveis aos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos significativas, que incluem requisitos adicionais em matéria de fundos próprios[140], uma política de gestão da liquidez[141] e a interoperabilidade.

---

[138] De acordo com o n.º 6 do artigo 39.º da Proposta, o ato delegado deveria determinar:
(a) Os limiares para os critérios referidos nas alíneas a) a e) do n.º 1, sob reserva do seguinte:
i) o limiar aplicável à base de clientes não pode ser inferior a dois milhões de pessoas singulares ou coletivas;
ii) o limiar aplicável ao valor da criptoficha referenciada a ativos emitida ou, se for caso disso, à capitalização bolsista dessa criptoficha referenciada a ativos não pode ser inferior a mil milhões de EUR;
iii) o limiar aplicável ao número e ao valor das operações nessas criptofichas referenciadas a ativos não pode ser inferior a 500 000 transações ou 100 milhões de EUR por dia, respetivamente;
iv) o limiar aplicável à dimensão dos ativos de reserva a que se refere a alínea d) não pode ser inferior a mil milhões de EUR;
v) o limiar aplicável ao número de Estados-Membros em que as criptofichas referenciadas a ativos são utilizadas, incluindo para pagamentos e remessas transfronteiras, ou em que estão estabelecidas as entidades terceiras a que se refere o artigo 30.º, n.º 5, alínea h), não pode ser inferior a sete;
(b) As circunstâncias em que as criptofichas referenciadas a ativos e os respetivos emitentes são considerados interligados com o sistema financeiro;
(c) O conteúdo e o formato das informações facultadas pelas autoridades competentes à EBA nos termos do n.º 2;
(d) O procedimento e o calendário das decisões tomadas pela EBA ao abrigo dos n.º 3 a 5.

[139] De acordo com o artigo 43.º, n.º 1, são limiares:
a) O número de detentores da criptoficha referenciada a ativos ser superior a 10 milhões;
b) O valor da criptoficha referenciada a ativos emitidas, a sua capitalização bolsista ou a dimensão da reserva de ativos do emitente da criptoficha referenciada a ativos ser superior a 5 000 000 000 EUR;
c) A média do número e do valor agregado das transações diárias dessa criptoficha referenciadas a ativos durante o período relevantes ser superior a 2,5 milhões de transações e 500 000 000 EUR, respetivamente;
d) O emitente da criptoficha referenciada a ativos ser um prestador de serviços essenciais de plataforma designado como um controlador de acesso nos termos do Regulamento (UE) 2022/1925 do Parlamento Europeu e do Conselho;
e) A importância das atividades do emitente da criptoficha referenciada a ativos à escala internacional, incluindo a utilização da criptoficha referenciada a ativos para pagamentos e remessas;
f) A interconectividade da criptoficha referenciada a ativos ou do seu emitente com o sistema financeiro;
g) O facto de o mesmo emitente emitir pelo menos mais uma criptoficha referenciada a ativos ou criptoficha de moeda eletrónica adicional e prestar pelo menos um serviço de criptoativos.

[140] A percentagem referida no artigo 35.º, n.º 1, alínea b), deve ser fixada em 3 % do montante médio dos ativos de reserva para os emitentes de criptofichas referenciadas a ativos significativas, ao contrário dos 2% aplicável aos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos.

[141] *Vide* artigo 45.º, n.º 4.

Por último, a *Proposta* previa uma obrigação de o emitente dispor de um procedimento destinado a assegurar uma liquidação ordenada das suas atividades, tendo em vista evitar prejuízos económicos aos detentores de criptofichas referenciadas a ativos ou colocar em causa a estabilidade dos mercados de ativos de reserva.[142] No *Regulamento*, esta obrigação não se encontra individualizada, optando o legislador por adicionar dois artigos referentes ao dever de elaboração e manutenção de planos de recuperação e de reembolso. De acordo com o artigo 46.º, o emitente deve elaborar e manter um plano de recuperação que preveja medidas a tomar a fim de restabelecer a conformidade com os requisitos aplicáveis à reserva de ativos, sempre que não seja possível cumprir esses requisitos. Caso o emitente não cumpra os requisitos aplicáveis à reserva de ativos ou, devido a uma frágil situação financeira, esteja em risco de não cumprir esses requisitos num futuro próximo, o *Regulamento* atribui à autoridade competente poderes para exigir que o emitente aplique um ou mais dos mecanismos ou medidas previstos no plano de recuperação, ou que atualize esse plano de recuperação quando as circunstâncias forem diferentes dos pressupostos estabelecidos no plano de recuperação inicial (colocando em prática um ou mais dos mecanismos ou medidas previstos no plano de recuperação atualizado dentro de um determinado período de tempo). Do mesmo modo, e como postula o artigo 47.º, deve o emitente elaborar e manter um plano de reembolso ordenado de cada criptoficha referenciada a ativos, a executar com base numa decisão da autoridade competente, onde seja estabelecido que o emitente *não tem, ou está em risco de não ter, a capacidade para cumprir as suas obrigações, nomeadamente em caso de insolvência ou, se for caso disso, de resolução, ou em caso de revogação da autorização do emitente*. Ambos os planos devem ser notificados à autoridade competente no prazo de seis meses a contar da data de autorização (nos termos do artigo 21.º) ou no prazo de seis meses a contar da data de aprovação do livrete do criptoativo (de acordo com o artigo 17.º).

3.1.4. Criptofichas de moeda eletrónica

Segundo o artigo 3.º, n.º 1, alínea (4), será *criptoficha de moeda eletrónica* qualquer *criptoativo cujo objetivo principal é ser utilizado como meio de troca e que procura manter um valor estável por referência ao valor de uma moeda fiduciária com curso legal*.

O artigo 48.º indica que as criptofichas de moeda eletrónica só podem ser oferecidas ao público na União ou admitidas à negociação numa plataforma de negociação de criptoativos

[142] *Vide* artigo 42.º da Proposta.

caso o emitente esteja autorizado enquanto instituição de crédito ou instituição de moeda eletrónica, na aceção do artigo 2.º, n.º 1, da Diretiva 2009/110/CE[143] (neste último caso, as "criptofichas de moeda eletrónica" são consideradas moeda eletrónica para efeitos da Diretiva 2009/110/CE[144]). Para além disso, terá que preencher os requisitos aplicáveis a instituições de moeda eletrónica (enunciados nos títulos II e III da Diretiva 2009/110/CE) e publicar um livrete sobre criptoativos, posteriormente notificado à autoridade competente. Existem exceções ao mencionado. Da leitura conjunta dos n.º 4 e 5, o suprarreferido não se aplica a *criptofichas de moeda eletrónica que são comercializadas, distribuídas e detidas por investidores qualificados e apenas podem ser detidas por investidores qualificados*, caso *o montante médio das criptofichas de moeda eletrónica em circulação não exceder 5 000 000 EUR ou o equivalente correspondente noutra moeda, durante um período de 12 meses, calculado no final de cada dia de calendário*[145]. Nestes casos, os emitentes devem elaborar um livrete sobre criptoativos e notificá-lo à autoridade competente.

O artigo 49.º descreve de que modo se procede o carácter reembolsável do ativo.[146] Em derrogação do disposto no artigo 11.º da Diretiva 2009/110/CE, apenas os requisitos previstos neste artigo são aplicáveis aos emitentes de criptofichas de moeda eletrónica. Os detentores de criptofichas de moeda eletrónica têm direito de crédito sobre os emitentes dessas criptofichas de moeda eletrónica. Deste modo, as criptofichas de moeda eletrónica são emitidas pelo valor nominal aquando da receção dos fundos e, mediante pedido do detentor de tais criptofichas, os emitentes têm de proceder ao reembolso das mesmas em qualquer momento e pelo valor nominal. O artigo 50.º impede que os emitentes de criptofichas de moeda eletrónica e os prestadores de serviços de criptoativos paguem juros aos detentores de criptofichas de moeda eletrónica.

Como já referido para as outras categorias de criptoativos abrangidas pelo *MiCA*, o artigo 51.º (juntamente com o anexo III) estabelecem os requisitos relativos ao livrete sobre

---

[143] De acordo com a referida diretiva, são "instituição de moeda eletrónica" as *pessoas colectivas autorizadas a emitir moeda electrónica ao abrigo do título II* da Diretiva 2009/110/CE.

[144] Do mesmo modo, será "moeda eletrónica" o *valor monetário armazenado electronicamente, inclusive de forma magnética, representado por um crédito sobre o emitente e emitido após recepção de fundos para fazer operações de pagamento na aceção do ponto 5 do artigo 4.º da Directiva 2007/64/CE e que seja aceite por uma pessoa singular ou colectiva diferente do emitente de moeda electrónica*.

[145] De acordo com o artigo 9.º, n.º 1, da Diretiva 2009/110/CE, e artigo 1.º, n.º 4 e 5 da Diretiva 2009/110/CE. Caso um limiar inferior a 5 000 000 EUR tenha sido fixado pelo Estado-Membro, em conformidade com o artigo 9.º, n.º 1, alínea a), da Diretiva 2009/110/CE, aplica-se esse limiar.

[146] Em substituição do artigo referente à concessão de um crédito sobre o emitente aos detentores de moeda eletrónica, presente na Proposta.

criptoativos que acompanha a emissão de criptofichas de moeda eletrónica. Não existem diferenças significativas face ao que já foi exposto relativo a esta matéria. São requisitos: uma descrição do emitente, do seu projeto, uma indicação sobre se o projeto envolve uma oferta de criptofichas de moeda eletrónica ao público ou a admissão das mesmas numa plataforma de negociação, bem como informações sobre os riscos associados ao emitente de moeda eletrónica, às criptofichas de moeda eletrónica e sobre os principais impactos negativos no clima e outros impactos negativos relacionados com o ambiente do mecanismo de consenso utilizado para emitir a criptoficha de moeda eletrónica. Posteriormente, deverá o emitente notificar à autoridade competente o seu projeto de livro branco. Após a notificação a autoridade competente do Estado-Membro de origem pode exercer os poderes estipulados no título VII[147]. Como acontece com as outras categorias já enunciadas, também aqui está prevista a possibilidade de os detentores de criptofichas de moeda eletrónica poderem exigir uma indemnização ao emitente e membros do seu órgão de administração, direção ou supervisão pelos danos causados. Assim, deve o emitente ou o seu órgão de administração infringir o disposto no artigo 51.º[148] *através da inclusão de informações que não são completas, corretas ou claras ou da inclusão de informações suscetíveis de induzir em erro no seu livrete sobre criptoativos ou num livrete sobre criptoativos alterado.*[149] O ónus da prova recairá sobre o detentor. Caberá ao detentor do ativo demonstrar, em primeiro lugar, a existência de uma infração do artigo 51.º, e em segundo lugar, que essa infração teve um impacto na sua decisão de compra, venda ou troca dos referidos criptoativos.[150]

[147] O referido título estabelece um vasto leque de disposições pormenorizadas sobre os poderes de supervisão e investigação das autoridades nacionais competentes.

[148] O artigo 51.º refere-se ao conteúdo e forma do livro branco sobre criptoativos para criptofichas de moeda eletrónica.

[149] Artigo 52.º, n.º 1. De realçar que existe, no n.º 4, um caso particular face à regra geral apresentada.
Segundo o referido número, um detentor de criptoativos não poderá exigir indemnização pelas informações incluídas num resumo (artigo 51.º, n.º 6), exceto:
a) Quando lido em conjunto com as outras partes do livrete do criptoativo, induzir em erro, for inexato ou incoerente; ou
b) Quando, lido em conjunto com as outras partes do livrete do criptoativo, não prestar a informação fundamental para ajudar os potenciais detentores a decidirem se devem adquirir essas criptofichas de moeda eletrónica.

[150] *Vide* artigo 52.º, n.º 2.

O articulado relativo aos planos de recuperação e de reembolso previamente referidos aplicam-se, com as devidas adaptações[151] [152], aos emitentes de criptofichas de moeda eletrónica. Deste modo, o emitente deve elaborar e manter um plano de recuperação que preveja medidas a tomar a fim de restabelecer a conformidade com os requisitos aplicáveis à reserva de ativos, sempre que não seja possível cumprir esses requisitos. Caso o emitente não cumpra os requisitos aplicáveis à reserva de ativos ou, devido a uma frágil situação financeira, esteja em risco de não cumprir esses requisitos num futuro próximo, o *Regulamento* atribui à autoridade competente poderes para exigir que o emitente aplique um ou mais dos mecanismos ou medidas previstos no plano de recuperação, ou que atualize esse plano de recuperação quando as circunstâncias forem diferentes dos pressupostos estabelecidos no plano de recuperação inicial (colocando em prática um ou mais dos mecanismos ou medidas previstos no plano de recuperação atualizado dentro de um determinado período de tempo). Além disso, deve o emitente elaborar e manter um plano de reembolso ordenado de cada criptoficha referenciada a ativos, a executar com base numa decisão da autoridade competente, onde seja estabelecido que o emitente não tem, ou está em risco de não ter, a capacidade para cumprir as suas obrigações, nomeadamente em caso de insolvência ou, se for caso disso, de resolução, ou em caso de revogação da autorização do emitente.

Como acontece no caso das criptofichas referenciadas a ativos, também aqui o legislador prevê a existência de criptofichas de moeda eletrónica significativas. Caberá à EBA classificar este tipo de ativos com base nos critérios indicados no artigo 56.º e 43.º, *e caso sejam preenchidos pelo menos três desses critérios*.[153] O artigo 43.º estabelece os critérios a aplicar

[151] Em derrogação do disposto no artigo 46.º, n.º 2, a data até à qual o plano de recuperação deve ser notificado à autoridade competente deve, no que diz respeito aos emitentes de criptofichas de moeda eletrónica, ocorrer no prazo de seis meses a contar da data da oferta pública ou da admissão à negociação.

[152] Em derrogação do disposto no artigo 47.º, n.º 3, a data até à qual o plano de reembolso deve ser notificado à autoridade competente deve, no que diz respeito aos emitentes de criptofichas de moeda eletrónica, ocorrer no prazo de seis meses a contar da data da oferta pública ou da admissão à negociação.

[153] São critérios (enunciados pelo artigo 43.º, n.º 1):

a) O número de detentores da criptoficha referenciada a ativos ser superior a 10 milhões;

b) O valor da criptoficha referenciada a ativos emitidas, a sua capitalização bolsista ou a dimensão da reserva de ativos do emitente da criptoficha referenciada a ativos ser superior a 5 000 000 000 EUR;

c) A média do número e do valor agregado das transações diárias dessa criptoficha referenciadas a ativos durante o período relevantes ser superior a 2,5 milhões de transações e 500 000 000 EUR, respetivamente;

d) O emitente da criptoficha referenciada a ativos ser um prestador de serviços essenciais de plataforma designado como um controlador de acesso nos termos do Regulamento (UE) 2022/1925 do Parlamento Europeu e do Conselho (43);

e) A importância das atividades do emitente da criptoficha referenciada a ativos à escala internacional, incluindo a utilização da criptoficha referenciada a ativos para pagamentos e remessas;

f) A interconectividade da criptoficha referenciada a ativos ou do seu emitente com o sistema financeiro;

pela EBA (através da informação facultada pela autoridade competente) ao determinar se uma criptoficha referenciada a ativos é significativa. São critérios a dimensão da base de clientes dos promotores das criptofichas referenciadas a ativos, o valor ou a capitalização de mercado dessas criptofichas, a quantidade de transações e o respetivo valor, a dimensão da reserva de ativos, a importância das atividades transfronteiriças dos emitentes e a interconectividade com o sistema financeiro. De realçar que as responsabilidades de supervisão dos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos significativas são transferidas para a EBA.[154]Tal como acontece para a categoria de ativos antecedente, também o artigo 57.º especifica a possibilidade de, ao requerer uma autorização, o emitente se classificar voluntariamente como significativo. Como tal, deve demonstrar, através de um programa de atividades detalhado, a probabilidade de que venha a preencher pelo menos três dos critérios mencionados no artigo 43.º. Um conjunto de obrigações suplementares também é aplicável. Segundo o artigo 58º, os emitentes de criptofichas de moeda eletrónica significativas devem aplicar os requisitos dos artigos 36.º, 37.º e 38.º e no artigo 45.º, n.º 1 a 4, e os requisitos referidos no artigo 35.º, n.º 2, 3 e 5 e no artigo 45.º, n.º 5, do presente *regulamento*, em vez do artigo 5.º da Diretiva 2009/110/CE.

Face ao carácter extenso do *Regulamento*, e após enunciarmos aquilo que nos parece mais importante a nível da problemática da Regulação no Mercado de Ativos Digitais (nomeadamente, a categorização e definição do escopo regulatório adotado para cada um dos oferentes e emitentes de cada um dos ativos adotada), propomo-nos, no presente capítulo, a uma breve enunciação dos restantes pontos previstos no MiCA, nomeadamente os relativos à autorização e condições de funcionamento dos prestadores de serviços de criptoativos, proibições e requisitos com vista a evitar o abuso de mercado envolvendo criptoativos, e poderes das autoridades nacionais competentes, da EBA e da ESMA.

g) O facto de o mesmo emitente emitir pelo menos mais uma criptoficha referenciada a ativos ou criptoficha de moeda eletrónica adicional e prestar pelo menos um serviço de criptoativos.

[154] *Vide* artigo 43.º, n.º 7.

3.1.5. Prestadores de serviços

Para que esteja autorizado a operar na União, qualquer prestador de serviços terá que ser uma pessoa coletiva[155] [156] ou uma entidade financeira. Caberão neste último instituições de crédito[157], centrais de valores mobiliários[158], empresas de investimento[159], operadores de mercado[160], instituições de moeda eletrónica[161], sociedades gestoras de OICVM ou gestores de fundos de investimento alternativo[162]. Pela leitura do artigo 3.º, n.º 33, alínea (f)[163], verificamos que para operar na União, o prestador de serviços terá de ter a sua sede social na União. Isto implica que entidades estabelecidas num país terceiro terão de estabelecer sucursais na União para desenvolver a sua atividade. Também aqui se aplica o mecanismo do *passaporte europeu*[164], isto é, através do direito de estabelecimento e da liberdade de prestação de serviços, os prestadores de serviços de criptoativos são autorizados a prestar serviços de criptoativos em toda a União. O pedido de autorização deve ser apresentado à autoridade competente do Estado-Membro de origem do prestador de serviço e conter um leque alargado de informações.[165] De referir que as autoridades competentes não podem exigir ao prestador o fornecimento destas informações caso as mesma já tenham sido fornecidas ao abrigo dos respetivos procedimentos de autorização[166] ou do direito nacional aplicável aos serviços de criptoativos antes de 29 de

[155] Alternativamente, também se enquadra na referida alínea outras empresas que tenham sido autorizadas como prestador de serviços de criptoativos nos termos do artigo 63.º. Nestes termos, e de acordo com o n.º 2 do artigo 59.º, devem ter sede social num Estado-Membro em que exerçam pelo menos parte da sua atividade de prestação de serviços de criptoativos, o seu local de direção efetiva na União, e pelo menos um dos membros do seu órgão de administração residente na União.

[156] De realçar que o n.º 3 prevê a possibilidade de prestação de serviços por empresas que não sejam pessoas coletivas, caso "*a sua forma jurídica garantir um nível de proteção dos interesses de terceiros equivalente ao proporcionado pelas pessoas coletivas e se estiverem sujeitas a uma supervisão prudencial equivalente, adequada à sua forma jurídica*". No caso português, e salvaguardando-se as questões relativas ao "*nível de proteção dos interesses de terceiros equivalente ao proporcionado pelas pessoas coletivas e se estiverem sujeitas a uma supervisão prudencial equivalente, adequada à sua forma jurídica"*, vislumbramos nesta categoria o Empresário em Nome Individual (ENI). Apesar de constituir uma problemática interessante, a análise deste ponto não cabe no objeto da presente dissertação.

[157] *Vide* artigo 60.º, n.º 1.

[158] *Vide* artigo 60.º, n.º 2.

[159] *Vide* artigo 60.º, n.º 3.

[160] *Vide* artigo 60.º, n.º 7.

[161] *Vide* artigo 60.º, n.º 4.

[162] *Vide* artigo 60.º, n.º 5, e nos termos do artigo 65.º.

[163] De acordo com o qual, será Estado-Membro de Origem aquele em que o prestador de serviços de criptoativos tem a sua sede social, caso se trate de um prestador de serviços de criptoativos.

[164] *Vide* artigo 59.º, n.º 7.

[165] Deverão ser incluídas no pedido o conjunto de informações enunciados pelo artigo 62.º, n.º 2.

[166] Nos termos das Diretivas 2009/110/CE, 2014/65/UE ou (UE) 2015/2366, relativas à atividade das instituições de moeda electrónica, aos mercados de instrumentos financeiros, e aos serviços de pagamento no mercado interno, respetivamente.

junho de 2023, sempre que essas informações e documentos apresentados continuem atualizados. Em primeiro lugar, as autoridades competentes têm um prazo de 25 dias úteis (a contar da receção do pedido) para avaliar se o pedido está completo; em segundo lugar, um prazo de 40 dias úteis a contar da data de receção desse pedido completo, para adotar uma decisão fundamentada para a concessão ou recusa da autorização, notificando-a ao requerente no prazo de cinco dias úteis a contar da data da referida decisão. São motivos de recusa o não preenchimento de qualquer um dos requisitos previstos no artigo 63.º e no correspondente título, o não cumprimento dos critérios de idoneidade por parte de acionistas ou sócios com participações qualificadas ou membros do órgão de administração[167], ou se esse órgão de administração for considerado como uma ameaça para a gestão do prestador, integridade do mercado, ou risco de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo.[168]Como acontece para os oferentes das categorias de criptoativos enunciadas anteriormente, também aqui existe a possibilidade da revogação da autorização, nos termos do artigo 64.º.

Devem todos os prestadores de serviços (incluindo órgão de administração, seus membros e participantes qualificados) atuar com honestidade, lealdade, profissionalismo, e no melhor interesse dos clientes[169], dispondo de um conjunto de requisitos prudenciais em matéria de garantias (composta por fundos próprios e/ou uma apólice de seguro)[170] e guarda dos criptoativos e dos fundos dos clientes[171]. Neste ponto, e talvez como resposta ao caso *FTX*[172], dispõe o legislador que todos os prestadores devem dispor de mecanismos adequados para salvaguardar os direitos de titularidade dos clientes e para impedir que criptoativos de clientes sejam utilizados por conta própria, demonstrado pela obrigação de colocar os fundos de clientes junto de uma instituição de crédito ou de um banco central[173]. Comum a todos os prestadores de serviços são as regras relativas à sua aquisição. Deve a autoridade competente avaliar a aquisição potencial[174] sempre que qualquer pessoa singular ou coletiva tome a decisão de adquirir uma participação qualificada no prestador de serviços ou de aumentar essa participação (de modo que a sua percentagem de direitos de voto ou de participação no capital atinja ou

[167] Nos termos do artigo 68.º.
[168] *Vide* artigo 63.º, n.º 10.
[169] *Vide* artigo 66.º e 68.º.
[170] *Vide* artigo 67.º.
[171] *Vide* artigo 70.º.
[172] Referido nas primeiras páginas da presente dissertação.
[173] Excetuando os casos em que os prestadores de serviços de criptoativos são instituições de moeda eletrónica, instituições de pagamento ou instituições de crédito, onde é aplicável legislação própria.
[174] De acordo com o artigo 84.º, n.º 4.

exceda os limiares de 20%, 30% ou 50%) ou que o prestador de serviços de criptoativos passe a ser sua filial.[175]

Existe um conjunto alargado de prestadores de serviços cuja natureza é especifica do universo em que desempenha a sua atividade. É o caso dos prestadores de serviços de custódia de criptoativos, plataformas de negociação de criptoativos, troca de criptoativos por moeda fiduciária ou por outros criptoativos, execução de ordens, colocação de criptoativos, receção e transmissão de ordens em nome de terceiros, e prestação de aconselhamento sobre criptoativos. Em face disto, optou o legislador por postular um conjunto de obrigações relativas a estes serviços específicos de criptoativos. Foquemo-nos nos mais comuns: prestadores de serviços de custódia de criptoativos, plataformas de negociação de criptoativos, e troca de criptoativos por moeda fiduciária ou por outros criptoativo.

Relativamente à custódia e administração de criptoativos[176], destaca-se a necessidade da celebração de um acordo entre prestador e clientes, a fim de especificar funções e responsabilidades, contendo, nomeadamente, a identidade das partes no acordo, natureza do serviço de criptoativos prestado e uma descrição desse serviço, política de custódia, meios de comunicação entre o prestador de serviços de criptoativos e o cliente, descrição dos sistemas de segurança utilizados pelo prestador de serviços de criptoativos, comissões, custos e encargos aplicados pelo prestador de serviços de criptoativos, e lei aplicável. Deve ser mantido um registo de quaisquer movimentos feitos em cumprimento de instruções dadas pelo cliente, destacando o legislador a obrigação de assegurar que, no registo distribuído, os criptoativos dos clientes sejam conservados separadamente dos próprios criptoativos. Assim, existe uma segregação jurídica e operacional entre os criptoativos detidos em custódia e o património do prestador de serviços de criptoativos, a fim de impedir a possibilidade de credores do prestador de serviços de criptoativos recorrerem aos mesmos, especialmente em caso de insolvência.[177] Os serviços de custódia e administração de criptoativos são responsáveis perante os seus clientes pela perda de quaisquer criptoativos ou dos meios de acesso aos criptoativos, desde que o incidente que levou a essa perda que lhes seja imputável. Define o legislador, no n.º 8, não imputabilidade (e portanto, não aplicação do pressuposto supra referido) como *qualquer evento em relação ao qual o prestador de serviços de criptoativos demonstre ter ocorrido*

[175] *Vide* artigos 83.º e 84.º.
[176] *Vide* artigo 75.º.
[177] *Vide* artigo 75.º, n.º 7.

independentemente da prestação do serviço pertinente ou das operações do prestador de serviços de criptoativos, dando como exemplo qualquer *problema inerente ao funcionamento do registo distribuído que o prestador de serviços de criptoativos não controla*. Por último, realçar que a responsabilidade é limitada ao valor de mercado do criptoativo perdido no momento em que esta ocorra.[178]

Quanto à operação de uma plataforma de negociação de criptoativos, destaca-se a opção do legislador por exigir um duplo grau de averiguação a estes prestadores de serviços. Primeiramente, devem estes manter e aplicar um conjunto de regras de operação e utilização[179] aplicáveis à plataforma de negociação, a fim de garantir a resiliência dos seus sistemas de negociação, e prevenção e deteção de casos de abuso de mercado, branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo.[180] Em segundo lugar, deve o prestador, antes de admitir qualquer criptoativo à negociação, averiguar que o mesmo cumpra as regras de operação e utilização supra referidas, avaliando a adequação do criptoativo em questão, tendo como referência a *experiência, o histórico e a idoneidade do emitente desses criptoativos e da sua equipa de desenvolvimento*, e correspondente *fiabilidade das soluções técnicas utilizadas e a potencial associação a atividades ilícitas ou fraudulentas*.[181] Encontra-se proibida a possibilidade de os prestadores de serviços que operam a plataforma negociarem por conta própria na plataforma de negociação de criptoativos que operam, incluindo no caso de prestarem o serviço de troca de criptoativos por fundos ou por outros criptoativo.[182]

Ainda de referir que, como ocorre no caso de criptofichas referenciadas a ativos e nas criptofichas de moeda eletrónica, também os prestadores de serviços de criptoativos podem ser classificados como significativos, sempre que tiverem *pelo menos 15 milhões de utilizadores ativos na União, em média, num ano civil, sendo a média calculada como a média do número diário de utilizadores ativos durante o ano civil anterior*.[183] Neste caso, deve o prestador de serviços notificar a autoridade competente[184], e esta, caso concorde, notificar a ESMA. Ao contrário do que acontece no caso de criptofichas referenciadas a ativos e nas criptofichas de moeda eletrónica, onde a competência de supervisão é assumida pela EBA, aqui existirá uma

[178] *Vide* artigo 75.º, n.º 8.
[179] De acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 76.º.
[180] *Vide* artigo 76.º, n.º 7.
[181] *Vide* artigo 76.º, n.º 2.
[182] *Vide* artigo 76.º, n.º 5.
[183] *Vide* artigo 85.º, n.º 1.
[184] Esta notificação deve ocorrer no prazo de dois meses após se ter atingido o número a que se refere o n.º 1.

coordenação de competências entre as autoridades competentes e a ESMA, através do seu Conselho de Supervisores.[185]

3.1.6. Abuso de mercado e informação privilegiada

O título VI do *Regulamento* estabelece algumas regras relativas à prevenção e proibição dos abusos de mercado ligados a criptoativos. Para além dos requisitos comuns relativos à proibição de manipulação de mercado[186] e prevenção e deteção de abuso de mercado[187], foca-se o legislador na definição e divulgação de informação privilegiada, aplicadas aos atos realizados por *qualquer pessoa que digam respeito a criptoativos admitidos à negociação ou em relação aos quais tenha sido efetuado um pedido de admissão à negociação*, a *qualquer transação, ordem ou conduta* relacionada com os mesmos, e quaisquer *ações e omissões na União e em países terceiros* relacionadas com o referido.[188] Define o n.º 3 do artigo 378.º do CdVM[189] como informação privilegiada *toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito directa ou indirectamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado*. Desta definição retiramos quatro características: a informação deve ser *não pública, específica, precisa e idónea para influenciar de maneira sensível o preço*.[190] É desta forma que o legislador, no *Regulamento*, engloba o conceito como toda a informação *com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes, oferentes ou pessoas que solicitam a admissão à negociação ou a um ou mais criptoativos e que, caso fosse tornada pública, seria suscetível de influenciar de forma significativa os preços desses criptoativos ou o preço de um criptoativo conexo*.[191] Considera o legislador, para efeitos do *Regulamento*, informação *específica* e *precisa* toda aquela que *indicar um conjunto de circunstâncias que exista ou que possa razoavelmente prever-se que venha a existir, ou um acontecimento que tenha ocorrido ou possa razoavelmente prever-se que venha a ocorrer, e que seja*

[185] *Vide* artigo 85.º, n.º 3.
[186] *Vide* artigo 91.º.
[187] *Vide* artigo 92.º.
[188] *Vide* artigo 86.º.
[189] Refere-se ao Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, republicado pela Lei n.º 35/2018 e consolidado com as alterações introduzidas pela Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto, pelo Decreto-Lei n.º 144/2019, de 23 de setembro, pela Lei n.º 25/2020, de 07 de julho, pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, pelo Decreto-Lei n.º 56/2021, de 30 de junho, pelo DecretoLei n.º 109-H/2021, de 10 de dezembro, pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro e pelo Decreto-Lei n.º 31/2022, de 6 de maio.
[190] *Vide* artigo 378.º, n.º 4, do CdVM.
[191] *Vide* artigo 87.º, n.º 1, alínea a).

suficientemente específica para permitir que sejam extraídas conclusões acerca do possível efeito desse conjunto de circunstâncias ou desse acontecimento sobre os preços de criptoativos.[192] [193] Da mesma forma, entende por informação *não pública* toda aquela informação que se fosse *tornada pública, seria suscetível de influenciar de forma significativa os preços dos criptoativos*, e provavelmente utilizada por um *detentor razoável de criptoativos* como um dos elementos para *fundamentar as suas decisões de investimento*.[194]

Face a esta definição, impõe o *Regulamento* o dever de emitentes, oferentes e pessoas que solicitam a admissão à negociação, de informar o público, da forma mais rápida possível[195], da informação privilegiada que lhes diga diretamente respeito.[196] Proíbe expressamente o legislador os casos em que *uma pessoa dispõe de informação privilegiada e utiliza essa informação para adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, criptoativos a que essa informação diz respeito*, ou, nos casos de admissão à negociação, a *utilização de informação privilegiada para anular ou alterar uma ordem relativa a um criptoativo a que essa informação diz respeito, quando a ordem tenha sido colocada antes de a pessoa em causa dispor da informação privilegiada*. É este o conceito de proibição de abuso de informação privilegiada dado pelo artigo 89.º e aplicável a membros dos órgãos de administração, direção ou fiscalização do emitente, do oferente ou da pessoa que solicita a admissão à negociação, seus sócios ou acionistas, e qualquer pessoa que, pela sua atividade laboral e funções desempenhadas na tecnologia de registo distribuído, tenha acesso a essas informações. [197]

---

[192] *Vide* artigo 87.º, n.º 2.

[193] Também prevê o legislador como informação *específica* e *precisa* as situações em que exista um *processo continuado no tempo que se destina a concretizar, ou que tem como resultado, determinadas circunstâncias ou um determinado acontecimento*, e se essas *circunstâncias futuras ou esse acontecimento futuro* poderem ser *considerados informação com um caráter preciso, tal como as etapas intermédias desse processo que estão relacionadas com a concretização dessas circunstâncias futuras ou desse acontecimento futuro ou que têm como resultado essas circunstâncias ou esse acontecimento*.

[194] *Vide* artigo 87.º, n.º 4.

[195] Regra geral. O n.º 2 do artigo 88.º possibilita o diferimento da divulgação da informação no caso do preenchimento cumulativo das seguintes condições: quando a divulgação imediata é suscetível de prejudicar os interesses legítimos dos emitentes, dos oferentes ou das pessoas que solicitam a admissão à negociação; quando o diferimento da divulgação não é suscetível de induzir o público em erro; e quando os emitentes, oferentes ou pessoas que solicitam a admissão à negociação estão em condições de assegurar a confidencialidade dessa informação. Neste caso, devem os sujeitos informar a autoridade competente de que a divulgação da informação foi adiada e prestar uma explicação por escrito do modo como foram verificadas as três condições.

[196] *Vide* artigo 88.º.

[197] *Vide* artigo 89.º.

3.1.7. Poderes das autoridades competentes, EBA e ESMA

Para terminar a análise feita ao *MiCA*, resta-nos demonstrar alguns pontos abordados pelo legislador relativos aos poderes das autoridades competentes, EBA e ESMA.

Fica sob encargo dos Estados-Membros a designação das autoridades competentes responsáveis pelo exercício das funções e dos deveres previstos no presente *Regulamento*, e posterior comunicação à EBA e ESMA. [198] Estas funções e deveres estão descritos detalhadamente no artigo 94.º, as quais foram também enunciadas ao longo da presente dissertação. No caso português, e pelas funções que já desempenha relativamente ao registo das entidades que pretendam exercer atividades com ativos virtuais[199] e pela verificação do cumprimento das disposições legais e regulamentares aplicáveis às entidades registadas em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo[200], presume-se que seja o Banco de Portugal a assumir a designação de autoridades competente. De relembrar que a competência já assumida pelo Banco de Portugal limita-se à prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, não se alargando a outras áreas de natureza prudencial ou comportamental, abrangidas pelo presente *Regulamento*.[201]

Em certas situações, é conferido à ESMA e à EBA poderes de intervenção temporária, em caso de preocupação relevante em matéria de proteção dos investidores, ameaça ao funcionamento e integridade dos mercados de criptoativos ou à estabilidade de todo o sistema financeiro da União ou de parte dele, ou em caso de inação da autoridade competente face a tal ameaça.[202] [203] Neste ponto, a competência da ESMA refere-se a atividades relacionadas com criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos nem criptofichas de moeda eletrónica[204], e a da EBA a atividades relacionadas com criptofichas referenciadas a ativos ou criptofichas de moeda eletrónica.[205]

---

[198] *Vide* artigo 93.º.
[199] Competência conferida ao abrigo do artigo 112.º-A da Lei n.º 83/2017 e Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2021, de 23 de abril.
[200] Competência conferida ao abrigo da Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto.
[201] Consultado em BANCO DE PORTUGAL. Registo de entidades que exercem atividades com ativos virtuais [Consult. Jun. 2023].
[202] *Vide* artigo 103.º, n.º 2, e artigo 104.º, n.º 2.
[203] De realçar que estes critérios são de preenchimento cumulativo.
[204] *Vide* artigo 103.º, n.º 1, alínea a).
[205] *Vide* artigo 104.º, n.º 1, alínea a).

Caberá à ESMA estabelecer um registo de todos os livretes do criptoativo para criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos nem criptofichas de moeda eletrónica, dos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos, dos emitentes de criptofichas de moeda eletrónica, e dos prestadores de serviços de criptoativos.[206] Recairá sobre a EBA os poderes e competências em relação aos emitentes de criptofichas referenciadas a ativos significativas e aos emitentes de criptofichas de moeda eletrónica significativas.[207] [208]

O artigo 107.º prevê a cooperação com países terceiros. Esta é conseguida através da celebração de acordos de cooperação entre as autoridades competentes dos Estados-Membros e as autoridades de supervisão de países terceiros. Um dos principais problemas apontados a este tipo de legislação é o seu caráter limitado. Isto é, aplicando-se o presente *Regulamento* em toda a União Europeia, questiona-se a exequibilidade de um instrumento regional face às problemáticas levantas a nível global, nomeadamente quanto ao uso das chamadas *global stablecoins*, e que pedem a intervenção de diferentes jurisdições. Isto implica um aprofundado sistema de cooperação que, apesar de presente no *Regulamento*, obriga também à tomada de posição de outras jurisdições e assunção de um regime regulatório que ainda não têm presente. Por essa razão, haverá sempre falhas a este nível.[209]

3.2. Estados Unidos: o conceito de ativo digital, instrumento financeiro ("*security*") e a importância do "*Howey Test*"

3.2.1. Breve descrição da problemática

Como referido, a regulação e a resolução, de potenciais problemas e lacunas, dependerão, em parte, da definição de diversos elementos que constituem um determinado mercado e a sua natureza. Este princípio assume relevante importância num universo constituído por um conjunto complexo de conceitos multidisciplinares e em constante desenvolvimento, como é o mercado de ativos digitais. Desta forma, podemos mesmo dizer que a terminologia (e a interpretação de que dela se faz) tende a definir o âmbito regulatório, independentemente da jurisdição em que nos econtramos.

---

[206] *Vide* artigo 109.º.
[207] *Vide* artigos 121.º e seguintes.
[208] *Vide* ANNUNZIATA *et al*. - The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy (p. 13) [Consult. Dez. 2022].
[209] *Vide* ANNUNZIATA *et al*. - The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy (p. 29-30) [Consult. Dez. 2022].

A *SEC* (*Securities and Exchange Commission*) é a autoridade norte-americana responsável pela regulação do mercado e instrumentos financeiros e agentes intervenientes.[210] Em 2017, a agência criou uma unidade responsável por investigar violações da lei financeira (*securities law violations*, o que diz muito da sua posição) relativas a ofertas, trocas e seviços de criptoativos, *stablecoins*, plataformas *DeFi*, e *NFTs*. Desde a sua criação, foram intentadas mais de oitenta *enforcement actions*[211], resultando num valor em compensações monetárias de mais de dois mil milhões de dólares.[212] A principal razão apontada nestas *enforcement actions* é a oferta e admissão à negociação de criptoativos de forma fraudulenta e não registada[213], em violação da Secção 5(a) e 5 (c) do *Securities Act*[214]. Esta é a posição adotada no *SEC vs Coinbase*[215], uma das mais importantes *enforcement actions complaint* até à data. Segundo o sumário da *complaint*, a *Coinbase*, em seu nome (*Coinbase, Inc.)* e através de uma entidade do grupo (*Coinbase Global, Inc.)*, violou o *Securities Act*, demonstrado em três pontos:

- o programa de *staking*[216] da instituição permitiria aos clientes um retorno financeiro através dos esforços e ações da instituição, consistindo esta ação como um *investment contract*, e por isso, caberia na definição de *security* ou instrumento financeiro;
- deste modo, a instituição operou como uma plataforma de negociação de ativos financeiros, não registada como tal;
- oferecendo na sua plataforma ativos digitais classificados como instrumento financeiro (de acordo com o primeiro ponto).

---

[210] Disponível em GOVERNMENT OF THE UNITED STATES OF AMERICA. Securities and Exchange Commission [Consult. Jun. 2023].

[211] *Enforcement action* diz respeito a qualquer ação levado a cabo por uma instituição pública, por sua iniciativa ou a pedido de um interessado, e de acordo com as atribuições e competências conferidas pela lei, de executar ou assegurar o cumprimento da lei - consultado em CORNELL LAW SCHOOL. Legal Information Institute – Definição de "enforcement action" [Consult. Jun. 2023]).

[212] Disponível em U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. SEC Nearly Doubles Size of Enforcement's Crypto Assets and Cyber Unit. Nota de Imprensa 2022-78, de 3 de maio de 2022 [Consult. Jun. 2023].

[213] Disponível em *U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. SEC Nearly Doubles Size of Enforcement's Crypto Assets and Cyber Unit*. Nota de Imprensa 2022-78, de 3 de maio de 2022 [Consult. Jun. 2023], cuja expressão em inglês é "*fraudulent and unregistered crypto asset offerings and platforms*".

[214] Disponível em *SEC v. Coinbase, Inc. ("Coinbase") and Coinbase Global, Inc. ("CGI"). 23 Civ. 4738* (Referente a uma *enforcement action complaint* da *SEC* contra a *Coinbase, Inc. ("Coinbase")* e *Coinbase Global, Inc. ("CGI")*).

[215] Disponível em *SEC v. Coinbase, Inc. ("Coinbase") and Coinbase Global, Inc. ("CGI"). 23 Civ. 4738* (Referente a uma *enforcement action complaint* da *SEC* contra a *Coinbase, Inc. ("Coinbase")* e *Coinbase Global, Inc. ("CGI")*).

[216] Na *proof-of*-stake, o poder computacional e a atividade de *miners* são substituídos por *validadores* e pela alocação de fundos numa carteira virtual, na forma da criptomoeda em causa. Ao projeto aqui descrito dá-se o nome de *staking*.

A posição da *Coinbase* não se fez tardar.[217] O ponto principal da discórdia e litigação diz respeito à interpretação dos ativos digitais oferecidos como enquadrando-se ou não no conceito de instrumento financeiro. Segundo a *Coinbase*, não existe, no momento, um claro enquadramento legislativo e regulatório que enquadre um ativo digital como instrumento financeiro ou como outro tipo de ativo, como por exemplo, uma *commodity*. [218] Este é o ponto principal da problemática do presente capítulo.

3.2.2. O conceito de ativo digital e de instrumento financeiro *(security)*

Muito se tem discutido, no contexto norte-americano, mais do que o conceito de ativo digital *per se*, qual o enquadramento que deve ser dado a este tipo de ativo. Recorrendo novamente a *SEC vs Coinbase*[219]*,* no ponto II, o regulador define "ativo digital" como um ativo emitido ou transferido usando a tecnologia *DLT* ou tecnologia semelhante. Neste ponto, não nos parece existir uma diferença significativa entre o conceito dado pela *SEC* e a abordagem adotada noutras jurisdições e instrumentos regulatórios, como o *MiCA*. Diferente é a discussão quanto à natureza assumida por este tipo de ativo. Num primeiro grau, a discussão tem sido feita quanto ao regulador adequado. Como em tudo nesta problemática, o conflito de jurisdição entre a *SEC* e a *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)* deriva da interpretação quanto à natureza desempenhada pelo criptoativo.[220]Por um lado, se visto como um elemento representativo de um direito sobre uma determinada entidade que atue como emitente desse elemento, tais como ações, obrigações e derivados, caberá na competência da *SEC* e do *Securities Act*. Por outro, se entendido como um bem físico negociado e transacionado em certas quantidades, como o ouro e a prata, a supervisão estará a cargo da *CFTC*. Este ponto interessa face ao nível de exigência necessário em termos de requisitos, atendendo aos supervisores correspondentes, assumindo-se que seria mais benéfico para os diferentes agentes do mercado a consideração do ativo digital como alvo da competência da *Commodity Futures Trading Commission.* Apesar de ainda ser uma discussão em aberto, não é assim que tem sido entendido,

[217] Baseado em GODOY, Jody - What makes a crypto asset a security in the U.S.? Reuters [Consult. Jul 2023].
[218] Baseado em entrevista realizada ao CEO da Coinbase - WALL STREET JOURNAL. Coinbase CEO on SEC Lawsuit and Whether Crypto Is a Security [Consult. Jun. 2023].
[219] Referente a *SEC v. Coinbase, Inc. ("Coinbase") and Coinbase Global, Inc. ("CGI"). 23 Civ. 4738* (Referente a uma e*nforcement action complaint* da *SEC* contra a *Coinbase, Inc. ("Coinbase")* e *Coinbase Global, Inc. ("CGI"))* - ponto II.
[220] Baseado em STEVENS, Robert - Securities vs. Commodities: Why It Matters for Crypto. CoinDesk [Consult. Jul. 2023].

elemento facilmente verificável pelo elevado número de *enforcement actions* levado a cabo pela *SEC*.

Tem entendido o regulador (*SEC*) que a maioria, se não a totalidade, dos ativos digitais se enquadram na definição de instrumento financeiro[221]. O facto é que, segundo várias opiniões e artigos científicos, o conceito de ativo digital não se encontra definido, como tal, no elenco apresentado no *Securities Act*.[222] [223]Assim, tem recorrido a *SEC* a uma construção jurisprudencial que permite uma abordagem mais ampla quanto à consideração de um ativo como um instrumento financeiro, e consequentemente, sob a alçada da *SEC* e do *Securities Act*: o *investment contract*.[224]

3.2.3. O *"Howey Test"*

O termo *investment contract* deriva de um dos mais famosos e importantes casos da jurisprudência norte-americana. Em *SEC vs W. J. Howey Co.*[225] discutia-se se o facto de um determinado contrato ser classificado como um instrumento financeiro. A *W. J. Howey Co.* era uma empresa que operava um hotel na Flórida, detendo também um grande pomar de citrinos nas redondezas. Durante visitas guiadas, os turistas (e potenciais investidores) seriam encorajados por funcionários da empresa em comprar parte do pomar. Nesse contrato e compra estaria previsto que seriam os funcionários da empresa a cuidar do pomar, enviando ao comprador qualquer lucro derivado dos frutos vendidos.[226]Face ao descrito, o Supremo

---

[221] De acordo com o *Securities Act*, será instrumento financeiro ("*security*") (na versão original):
(a) When used in this title, unless the context otherwise requires -
(1) The term ''security'' means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ''security'', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing.

[222] Baseado em GODOY, Jody - What makes a crypto asset a security in the U.S.? Reuters [Consult. Jul 2023].

[223] Baseado em BARTON *et al.* - Are cryptocurrencies securities? The SEC is answering the question. Reuters [Consult. Jul 2023].

[224] Baseado em MASSARI, Jai - Why Cryptoassets Are Not Securities. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. [Consult. Jul 2023] … *APUD* COHEN, Lewis R., STRONG, Gregory, LEWIN, Freeman, & CHEN, Sara - The Ineluctable Modality of Securities Law: Why Fungible Crypto Assets are Not Securities.

[225] *S.E.C. v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)* – caso de 1946 do Supremo Tribunal dos EUA ("*Supreme Court*").

[226] Baseado em KIM, Paul, & SUAREZ, Jasmine - The Howey test: A set of rules that determine if an investment is a security. Business Insider (Personal Finance) [Consult. Jun. 2023].

Tribunal concordou com a visão da *SEC*, afirmando que através do referido contrato, os clientes do hotel estavam a celebrar um negócio com a empresa que materialmente se assemelhava a um *contrato de investimento,* como se de uma oferta de ações de uma empresa em bolsa se tratasse. Deste modo, a *W. J. Howey Co.* foi condenada por violação do *Securities Act*, por oferta não registada de um instrumento financeiro. Para chegar à conclusão de o referido contrato seria um contrato de investimento, o Tribunal elaborou certos critérios. Desta forma, será sempre um contrato de investimento quando verificados cumulativamente as seguintes condições:[227] [228]

- exista um investimento de dinheiro;
- num objetivo comum;
- com uma expectativa de lucros;
- derivada da atividade do promotor ou de um terceiro.[229]

Recorrendo à análise do caso, verificamos que os quatro pressupostos estão preenchidos. Em primeiro lugar, ao celebrar o contrato de compra de parcela do pomar, os clientes do hotel estão a proceder um *investimento de dinheiro*. *Ambas as partes têm o objetivo* de que os (futuros) frutos se tornem comercialmente aptos, através do *cultivo e tratamento efetuado diariamente pelos funcionários da empresa*, *tendo em vista a venda do fruto e a obtenção de lucro*. A conclusão do *SEC vs W. J. Howey Co.*, onde a *W. J. Howey Co.* foi condenada por violação do *Securities Act* por oferta não registada de um instrumento financeiro, é muito semelhante ao enunciado atualmente nas diferentes *enforcement actions* levadas a cabo contra agentes do setor. Vejamos se os pressupostos do "*Howey test*" se cumprem quando aplicados aos ativos digitais.

Neste ponto, teremos que proceder a uma distinção essencial entre a *transação original* e *transações secundárias* do ativo. A *transação original* remete-nos para o conceito de *Inicial Coin Offering (ICO).* Como já referido, a *Inicial Coin Offering (ICO)* e, do mesmo modo, a

[227] *S.E.C. v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) – caso de 1946 do Supremo Tribunal dos EUA ("Supreme Court").*
[228] Baseado em U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets [Consult. Jul. 2023].
[229] Na versão original:
(1) an investment of money;
(2) in a common enterprise;
(3) with an expectation of profits to come;
(4) solely from the efforts of the promoter or a third party.

Initial Exchange Offering (IEO) têm como finalidade a *angariação de fundos* para o financiamento de um projeto de criptomoeda. Deste modo, a *equipa por detrás do futuro ativo* apresenta o seu *projeto de criptomoeda* aos investidores, *obtendo deste modo o financiamento necessário*, em *troca de criptomoedas nativas desse projeto*. A única diferença entre a *ICO* e a *IEO* é que na última este processo é apoiado por uma corretora de criptomoeda, o que confere mais credibilidade ao projeto. O processo descrito tem alguma semelhança com *uma Initial Public Offering (IPO)* (ou *Oferta Pública de Venda - OPV*), que representa uma possibilidade de financiamento através da entrada em bolsa de uma empresa. A diferença substancial entre uma *IPO* e uma *ICO* ou *IEO* é a reputação do projeto na altura da oferta. Em princípio, uma empresa que esteja a entrar em bolsa é uma entidade com um maior nível de reputação no mercado do que uma empresa criada com o propósito de criação de uma criptomoeda e que em grande parte das vezes acaba por não ser bem-sucedida.[230] Pelo processo descrito, existe um investimento em dinheiro através da *angariação de fundos* para o financiamento do projeto, com o objetivo comum de desenvolvimento *projeto de criptomoeda*, tendo em vista a obtenção de *criptomoedas nativas desse projeto* e consequente valor que representam, pelas ações da *equipa por detrás do futuro ativo*. Desta forma, parece-nos pacífico considerar as *Inicial Coin Offering (ICO)* como uma atividade enquadrada no âmbito do "*Howey test*", e por isso, sob alçada da *SEC* e do *Securities Act.* Já não será tão pacífico se falarmos de *transações secundárias* do ativo. Num primeiro ponto, será difícil distinguir o momento no qual possamos dizer que terminou o âmbito da *transação original* e se deu início às *transações secundárias*. Em termos amplos, tem-se entendido que estamos perante uma *transação secundária* quando existam transações em que os seus intervenientes sejam pessoas diferentes da pessoa do promotor ou criador do ativo, afiliados ou agentes que atuem em nome destes.[231]

Independentemente do tipo de transação, quando esta ocorre, existe sempre um investimento de dinheiro com uma expectativa de lucros, em parte derivada da atividade do promotor ou de um terceiro face ao meio onde se dão as transações. Só existirá uma transação caso haja uma ação levada a cabo por um *minerador*, em caso de *Proof-of-Work*, ou de um *validador*, no caso de *Proof-of-Stake*.

[230] Explicação pode ser encontrada em GOMES DA SILVA, 2022 (p. 244) [Consult. Dez. 2022].

[231] Baseado em MASSARI, Jai - Why Cryptoassets Are Not Securities. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. [Consult. Jul 2023] … *APUD* COHEN, Lewis R., STRONG, Gregory, LEWIN, Freeman, & CHEN, Sara - The Ineluctable Modality of Securities Law: Why Fungible Crypto Assets are Not Securities.

A questão surge quanto à existência de um *objetivo comum*. Este critério pressupõe uma relação direta de dependência entre as partes. Por um lado, o promotor necessita do financiamento para desenvolver o projeto, e, por outro, o cliente precisa das ações do promotor para a obtenção de resultados. Isto não existe numa transação secundária, pois o promotor já não intervém no processo, e, pela própria natureza do meio em que se insere o ativo digital, é muito difícil o estabelecimento de uma ligação direta entre qualquer parte. Neste ponto, relembrar o conceito de ativo digital: qualquer ativo emitido ou transferido usando a tecnologia *DLT* ou tecnologia semelhante[232]. Partindo da premissa de que qualquer ativo para ser considerado como ativo digital terá que utilizar *um tipo de tecnologia que permite o registo distribuído de dados cifrados*, através de um consenso entre os participantes numa rede computacional onde intervêm vários mineradores e validadores, e cuja descentralização é o conceito-chave e original da criação da ideia de ativo digital, é difícil assumir a possibilidade de encontrar um *objetivo comum*, tal como definido nos termos do "*Howey test*".

Ainda não existe uma resposta quanto ao ponto enunciado. Sabemos que a problemática subsistirá enquanto regulador e diferentes intervenientes não encontrarem uma solução comum. Pensamos que a solução pode ser encontrada caso seja adotada um tipo de legislação com um âmbito e aprofundamento comparável ao elaborado na União Europeia, apesar de, face aos últimos acontecimentos, não nos parecer que ocorra num futuro próximo.

4. Considerações finais

A presente dissertação tinha como objetivo a explicação de diferentes questões no âmbito da regulação no mercado de ativos digitais. Pensamos que o mesmo foi cumprido. Para a sua consumação, tentámos ao longo da obra explicar e descrever os diferentes ativos digitais e conceitos associados, explicitando a sua diferente natureza e as funções que podem desempenhar. Com isto, vimos que a terminologia usada e adotada tem uma grande influência no âmbito regulatório a aplicar.

Sinal indicador de que quanto maior for a clareza atribuída a cada um dos elementos componentes deste universo, tanto maior será a certeza jurídica, tentámos analisar detalhadamente os principais pontos do mais compreensivo instrumento regulatório criado até à data: o *MiCA*. Este regulamento caracteriza-se por prever um amplo conjunto de regras

[232] Disponível em SEC v. Coinbase, Inc. ("Coinbase") and Coinbase Global, Inc. ("CGI"). 23 Civ. 4738 (Referente a uma enforcement action complaint da SEC contra a Coinbase, Inc. ("Coinbase") and Coinbase Global, Inc. ("CGI")).

baseadas no critério da função económica desempenhada pelo ativo. Articulando este critério com os princípios da neutralidade tecnológica e da *"mesma atividade, mesmo risco, mesmas regras"*, vemos que o *MiCA* apresenta um conjunto de requisitos referentes à proteção de investidores, consumidores, e da integridade do mercado, não abrangidos por outra legislação financeira pré-existente. Cada uma destas matérias é abordada especificamente consoante o tipo de ativo, operação e agente em questão, com regras relativas à oferta e comercialização de criptoativos que não sejam criptofichas referenciadas a ativos ou criptofichas de moeda eletrónica, de criptofichas referenciadas a ativos, e de criptofichas de moeda eletrónica, pressupostos de atuação dos diferentes prestadores de serviços, regras relativas ao abuso de mercado e a importância do conceito de informação privilegiada, e os diferentes poderes das autoridades nacionais competentes, EBA e ESMA. Por contraposição, e seguindo as preocupações apontadas por diversos agentes do mercado, corroboramos a ideia de que as principais dificuldades derivam da falta de clareza regulatória presente em algumas jurisdições (Estados Unidos da América, como expoente máximo aqui apresentado), derivam das especiais características que podem ser assumidas por estes tipos de ativo. Verificamos que a tendência é a de equiparar ativo digital a uma *security*, partindo de uma construção jurisprudencial (o "*Howey test*") e do termo *investment contract*, e de que forma esta ideia tem sido contraposta, principalmente através da desconstrução do conceito de *common enterprise*.

Além disso, surgem-nos várias questões que só poderão ser respondidas com o devido afastamento temporal. Por exemplo, que impacto prático terá o *MiCA*? Que discussões irão resultar da sua aplicação e possíveis lacunas? Qual o seu impacto global? Que mercado de ativos digitais existirá em 2024? Será que o futuro peso do mercado e dos diferentes agentes terá impacto na posição adotada pela *SEC*? Que implicações terá para os mercados financeiros e economia internacional? Como se articularão as diferentes perspetivas existentes com outro tipo de ativos não regulados ou ainda em desenvolvimento, como *NFTs* e *MDBCs*? São várias as questões que se colocam. Mas, como referido, o objetivo da presente dissertação não seria a procura de soluções definitivas para as problemáticas enunciadas. Na verdade, essa tarefa assume-se quase impossível face aos constantes desenvolvimentos da temática, e refém da entrada em vigor do mais compreensivo instrumento regulatório criado até à data, que de certa forma, será responsável por influenciar a abordagem adotada no resto mundo quanto à Regulação no Mercado de Ativos Digitais.

5. Referências

a) Referências bibliográficas e doutrinárias

ADRIAN, Tobias, IYER, Tara, & QURESHI, Mahvash S. - **Crypto Prices Move More in Sync with Stocks, Posing New Risks**. IMF Blog. [Em linha]. [Consult. 20 Nov. 2022]. Disponível em https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/01/11/crypto-prices-move-more-in-sync-with-stocks-posing-new-risks».

ANNUNZIATA, Filippo, ARNER, Douglas, BUCKLEY, Ross P., & ZETZSCHE, Dirk Andreas - **The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy**. European Banking Institute Working Paper Series No. 2020/77, University of Luxembourg Law Working Paper Series No. 2020-018, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2020/059. [Em linha]. [Consult. Abr. 2023]. Disponível em https://ssrn.com/abstract=3725395 e http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3725395».

BATEY, Nadia - **A Brief History of Bitcoin**. James Moore & Co. [Em linha]. [Consult. 19 Nov. 2022]. Disponível em https://www.jmco.com/articles/tax/brief-history-bitcoin/».

BLUMENFELD, Matt, HUERTAS, Michael, TALVITIE, Laura, & TRAUM, Andreas - **PwC Global Crypto Regulation Report 2023**. PricewaterhouseCoopers LLP. [Em linha]. [Consult. Mai. 2023]. Disponível em https://www.pwc.com/gx/en/about/new-ventures/global-crypto-regulation-report-2023.html».

GOEL, Sandra, WALICZEK, Sandra, & WHITE, Kathryn - **Cryptocurrency regulation: where are we now, and where are we going?** World Economic Forum. [Em linha]. [Consult. 20 Nov. 2022]. Disponível em https://www.weforum.org/agenda/2022/03/where-is-cryptocurrency-regulation-heading».

GOMES DA SILVA, Miguel – **Bolsa: Investir nos Mercados Financeiros**. 11ª ed. Lisboa: Bookout, 2022. ISBN 978-989-53132-6-6

KLINGENBRUNN, Daniel, & SANDEMAN, Mhairi - **DigiTalks: Implications of MiCA – the EU's Markets in Crypto-Assets Regulation**. HSBC. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.gbm.hsbc.com/en-gb/feed/market-and-regulatory-insights/podcasts/markets-securities-services-talks/implications-of-mica-the-eus-markets-in-crypto-assets-regulation».

MASSARI, Jai - **Why Cryptoassets Are Not Securities**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. [Em linha]. [Consult. Jul 2023]. Disponível em https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/06/why-cryptoassets-are-not-securities/». *APUD* COHEN, Lewis R., STRONG, Gregory, LEWIN, Freeman, & CHEN, Sara - **The Ineluctable Modality of Securities Law: Why Fungible Crypto Assets are Not Securities**. Disponível em https://dlxlaw.com/wp-content/uploads/2022/11/The-Ineluctable-Modality-of-Securities-Law-%E2%80%93-DLx-Law-Discussion-Draft-Nov.-10-2022.pdf».

PRASAD, Eswar, & FMI - A New Era for Money. The Money Revolution - Crypto, CBDCs, and the future of finance. **Finance & Development**. [Em linha]. Volume 59, Número 3, Setembro 2022, Páginas 6, 36. [Consult. 19 Nov. 2022]. Disponível em https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues». ISSN 0145-1707

b) Documentos institucionais

AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA. **Report with advice for the European Commission on crypto-assets**. [Em linha]. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets».

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Euro digital**. [Em linha]. [Consult. 9 Jul. 2023]. Disponível em https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/html/index.pt.html».

BANCO DE PAGAMENTOS INTERNACIONAIS. **G7 Working Group on Stablecoins - Investigating the impact of global stablecoins**. [Em linha]. [Consult. Dez. 2022]. Disponível em https://www.banque-france.fr/en/economics/international-relations/international-groups-g20g7/focus-g7-work-stablecoins».

BANCO DE PORTUGAL. **Aquisição ou aumento de participação qualificada: Instituição de crédito**. [Em linha]. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.bportugal.pt/aquisicao-ou-aumento-inst-credito».

BANCO DE PORTUGAL. **Registo de entidades que exercem atividades com ativos virtuais**. [Em linha]. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.bportugal.pt/page/registo-de-entidades-que-exercem-atividades-com-ativos-virtuais».

COMISSÃO EUROPEIA. **Digital finance package**. [Em linha]. [Consult. Fev. 2023]. Disponível em https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en#files».

COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU, AO CONSELHO, AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU E AO COMITÉ DAS REGIÕES sobre uma Estratégia em matéria de Financiamento Digital para a UE, de 24 de Setembro de 2020. COM/2020/591 final. Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:52020DC0591».

GOVERNMENT OF THE UNITED STATES OF AMERICA. **Securities and Exchange Commission**. [Em linha]. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.usa.gov/agencies/securities-and-exchange-commission#:~:text=The%20Securities%20and%20Exchange%20Commission,information%2C%20and%20to%20prevent%20fraud».

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Glossário da área de estatística e dados**. [Em linha]. [Consult. 20 Nov. 2022]. Disponível em https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3295».

SEC v. Coinbase, Inc. ("Coinbase") and Coinbase Global, Inc. ("CGI"). 23 Civ. 4738 (Referente a uma enforcement action complaint da SEC contra a Coinbase, Inc. ("Coinbase") and Coinbase Global, Inc. ("CGI")). Disponível em https://www.sec.gov/litigation/complaints/2023/comp-pr2023-102.pdf e https://www.sec.gov/news/press-release/2023-102».

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets**. [Em linha]. [Consult. Jul. 2023]. Disponível em https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf».

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC Nearly Doubles Size of Enforcement's Crypto Assets and Cyber Unit**. Nota de Imprensa 2022-78, de 3 de Maio de 2022. [Em linha]. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.sec.gov/news/press-release/2022-78».

c) Artigos de imprensa, sites especializados e opinião

BARTON, Roger E., MCNAMARA, Christopher J., & WARD, Michael C. - **Are cryptocurrencies securities? The SEC is answering the question**. Reuters. [Em linha]. [Consult. Jul 2023]. Disponível em https://www.reuters.com/legal/transactional/are-cryptocurrencies-securities-sec-is-answering-question-2022-03-21/».

CAMBRIDGE DICTIONARY. **Significado de *token***. [Em linha]. [Consult. Nov. 2022]. Disponível em https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/token».

CORNELL LAW SCHOOL. **Legal Information Institute – Definição de "enforcement action"**. [Em linha]. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.law.cornell.edu/cfr/text/49/5.57».

DE BEST, Raynor - **Bitcoin (BTC) price per day from Apr 2013 - Jun 21, 2023**. Statista. [Em linha]. [Consult. Jun 2023]. Disponível em https://www.statista.com/statistics/326707/bitcoin-price-index/».

GODOY, Jody - **What makes a crypto asset a security in the U.S.?** Reuters. [Em linha]. [Consult. Jul 2023]. Disponível em https://www.reuters.com/business/finance/what-makes-crypto-asset-security-us-2023-06-07/».

KIM, Paul, & SUAREZ, Jasmine - **The Howey test: A set of rules that determine if an investment is a security**. Business Insider (Personal Finance). [Em linha]. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.businessinsider.com/personal-finance/howey-test?r=US&IR=T».

NUNES, Flávio - Facebook vende Libra e desiste de lançar criptomoeda. Jornal ECO. [Em linha]. [Consult. Dez. 2022]. Disponível em https://eco.sapo.pt/2022/01/27/facebook-vende-libra-e-desiste-de-lancar-criptomoeda/».

STEVENS, Robert - **Securities vs. Commodities: Why It Matters for Crypto**. CoinDesk. [Em linha]. [Consult. Jul. 2023]. Disponível em https://www.coindesk.com/learn/securities-vs-commodities-why-it-matters-for-crypto/».

WALL STREET JOURNAL. **Coinbase CEO on SEC Lawsuit and Whether Crypto Is a Security**. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em https://www.youtube.com/watch?v=ZjLGyWsgbTA».

d) Legislação

Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2021, de 23 de abril (que regulamenta as normas relativas ao processo de registo junto do Banco de Portugal aplicável às entidades que exerçam atividades com ativos virtuais, previstas no artigo 112.º-A da Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto). DR, 2.ª Série, n.º 79, Parte E, de 23-04-2021. Disponível em https://www.bportugal.pt/aviso/32021».

Código dos Valores Mobiliários (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, republicado pela Lei n.º 35/2018 e consolidado com as alterações introduzidas pela Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto, pelo Decreto-Lei n.º 144/2019, de 23 de setembro, pela Lei n.º 25/2020, de 07 de julho, pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, pelo Decreto-Lei n.º 56/2021, de 30 de junho, pelo DecretoLei n.º 109-H/2021, de 10 de dezembro, pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro e pelo Decreto-Lei n.º 31/2022, de 6 de maio). Diário da República n.º 88/2022, Série I de 2022-05-06. Disponível em https://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/codigodosvaloresmobiliarios/pages/codigo-dos-valores-mobiliarios.aspx?pg».

Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de maio (Aprova normas processuais e critérios para a avaliação prudencial dos projetos de aquisição e de aumento de participações qualificadas em entidades do sector financeiro, transpondo para o direito interno a Diretiva n.º 2007/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 05-09. Altera, entre outros, o DL n.º 298/92, de 31-12, que aprovou o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras). DR, 1.ª Série, n.º 102, de 26-05-2010. Disponível em https://www.bportugal.pt/legislacao/decreto-lei-no-522010-de-26-de-maio».

DIRECTIVA 2009/110/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 16 de Setembro de 2009 relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica, ao seu exercício e à sua supervisão prudencial, que altera as Directivas 2005/60/CE e 2006/48/CE e revoga a Directiva 2000/46/CE. OJ L 267, 10.10.2009, p. 7–17. Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32009L0110».

DIRETIVA 2014/65/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros, e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE. OJ L 173, 12.6.2014, p. 349–496. Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014L0065».

DIRETIVA (UE) 2015/2366 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 25 de novembro de 2015 relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, que altera as Diretivas 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e o Regulamento (UE) n.o 1093/2010, e que revoga a Diretiva 2007/64/CE, 28/12/2022. OJ L 337, 23.12.2015, p. 35–127. Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32015L2366».

Lei nº 58/2020, que transpõe a Diretiva (UE) 2018/843 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 30 de maio de 2018, que altera a Diretiva (UE) 2015/849 relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo e a Diretiva (UE) 2018/1673 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de outubro de 2018, relativa ao combate ao branqueamento de capitais através do direito penal. Diário da República n.º 169/2020, Série I de 2020-08-31. Disponível em https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/2020-141469921-141589004».

Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto (Medidas de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo). Diário da República n.º 159/2017, Série I de 2017-08-18. Disponível em https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/2017-108024643-141705247».

Proposta de REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937. COM/2020/593 final. Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A52020PC0593».

REGULAMENTO (UE) 2023/1114 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 31 de maio de 2023, relativo aos mercados de criptoativos e que altera os Regulamentos (UE) n.o 1093/2010 e (UE) n.o 1095/2010 e as Diretivas 2013/36/UE e (UE) 2019/1937. OJ L 150, 9.6.2023, p. 40–205. Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1114».

THE SECURITIES ACT OF 1933. 15 U.S.C. § 77e (1988). Secção 5. [Consult. Jun. 2023]. Disponível em http://www.columbia.edu/~hcs14/S5.htm».