

A proposta de Regulamento europeu sobre mercados de criptoativos: breve sumário e análise

ANTÓNIO GARCIA ROLO*

SUMÁRIO: 1. *Introdução e contexto*. 2. *Âmbito de aplicação e arrumação sistemática dos criptoativos*: 2.1. *Âmbito de aplicação e classificação “clássica” de criptoativos*; 2.2. *Regime diferenciados em razão do criptoativo em causa*. 3. *Regime base de emissão: tokens que não sejam stablecoins*. 4. *Regime de emissão e prudencial aplicável aos emitentes de stablecoins*: 4.1. *Introdução*; 4.2. *Tokens com referência a ativos*; 4.3. *Tokens de moeda eletrónica*; 4.4. *Stablecoins significativas*. 5. *Breve referência aos Prestadores de Serviços de Criptoativos e às Normas de Proteção dos Investidores e sobre Abuso de Mercado*

1. Introdução e contexto

A Comissão Europeia publicou, no dia 24 de setembro de 2020, uma proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de criptoativos (já conhecida pelo seu acrónimo em inglês, *MiCA*, de *markets in crypto-assets Regulation*)¹, que tem sido objeto de muita e merecida atenção mediática e académica pela sua ambição e pelo seu caráter abrangente.

Esta proposta, inserida no Pacote de Financiamento Digital (ou *Digital Finance Package*)² e mandatada pelo Plano de Ação da Comissão sobre *Fin*

* Assistente Convocado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Doutorando em Direito. Investigador do Centro de Investigação de Direito Privado (CIDP). Jurista no Banco de Portugal. As opiniões expressas no presente trabalho são exclusivas do Autor.

¹ Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937, COM/2020/593 final, disponível em https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF.

² Que inclui ainda propostas de regulamentos sobre infraestruturas de mercado baseadas em DLT

*Tech*³, cria um regime relativamente abrangente e holístico para a esmagadora maioria dos criptoativos, contando com uma lista de objetivos bastante ambiciosa, entre os quais (i) tornar o setor europeu de emissão e prestação de serviços em criptoativos mais competitivo; (ii) fomentar o mercado dos criptoativos, ao permitir que os consumidores se sintam seguros no acesso a produtos inovadores; (iii) mitigar riscos e perigos comumente associados aos criptoativos; (iv) dar mais segurança jurídica a todos os operadores do mercado; e (v) assegurar a estabilidade financeira e a integridade dos mercados europeus de criptoativos⁴.

Encontrando-se previsto num Regulamento Europeu, o novo regime é um regime uniforme e diretamente aplicável em todos os Estados-Membros da União Europeia, não carecendo de transposição pelos Estados-Membros como as disposições de uma Diretiva.

Este breve texto procurará fazer uma apresentação geral do conteúdo da proposta de Regulamento, percorrendo os principais temas por esta abrangidas, com especial atenção dada à classificação e arrumação sistemática dos criptoativos, ao regime aplicável à respetiva emissão e ao regime prudencial aplicável a alguns emitentes, bem como uma breve referência ao regime aplicável aos prestadores de serviços de criptoativos e a regras de abuso de mercado.

Há que sublinhar que muito do que está aqui descrito pode sofrer alterações substanciais à medida que o processo legislativo for avançando. O Conselho da União Europeia publicou, a 24 de novembro de 2021, um mandato de negociação do Regulamento⁵ para guiar o processo legislativo que também envolverá o Parlamento Europeu (tendo tal mandato proposto alterações importantes ao conteúdo da proposta). Apesar do presente texto dizer respeito essencialmente à Proposta da Comissão, alterações importantes propostas pelo Conselho no seu mandato de negociação serão mencionadas quando relevantes.

A data da aprovação e publicação do Regulamento é ainda incerta. Uma vez aprovado, o Regulamento entra em vigor 18 meses depois, com algumas exceções.

e sobre resiliência digital no setor financeiro. Para mais detalhes, cfr. https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en.

³ Comunicação da Comissão, *Plano de Ação para a Tecnologia Financeira: rumo a um setor financeiro europeu mais competitivo e inovador*, COM(2018) 109 final, 08.03.2018, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0109&from=EN>.

⁴ Cfr. texto da Proposta, p. 2.

⁵ Conselho da União Europeia, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets, and amending Directive (EU) 2019/1937*, Ficheiro Interinstitucional 2020/0265, 16.12.2021, disponível em <https://www.consilium.europa.eu/media/53105/st14067-en21.pdf>.

2. Âmbito de aplicação e arrumação sistemática dos criptoativos

2.1. Âmbito de aplicação e classificação “clássica” de criptoativos

A proposta de Regulamento indica que o seu *âmbito subjetivo* corresponde às pessoas que emitem criptoativos ou que prestam serviços de criptoativos na União Europeia (artigo 2.º, n.º 1, da proposta de Regulamento).

Um criptoativo é definido, no artigo 3.º, n.º 1, 2.º parágrafo, como uma “representação digital de valor ou de direitos que pode ser transferida e armazenada eletronicamente recorrendo à tecnologia de registo distribuído [distributed ledger-technology] ou outra tecnologia semelhante.”.

Esta definição ampla põe a ênfase em duas características capitais dos criptoativos: (i) são representações digitais de valor, sem valor intrínseco; e (ii) têm subjacente uma tecnologia de registo descentralizado (*distributed ledger technology* ou semelhante, sendo o exemplo mais conhecido a *blockchain*, doravante “**DLT**”) que define as circunstâncias da criação e transmissão do respetivo criptoativo, sem necessidade de autoridade central, e em que o controlo da criação, transmissão e a aferição da titularidade das unidades de criptoativos é feita exclusivamente por meios criptográficos⁶.

Mas nem todos os criptoativos entram no âmbito de aplicação objetivo do Regulamento proposto⁷, estando excluídos, entre outros:

- (i) Criptoativos já definidos como instrumentos financeiros nos termos da DMIF II⁸, o que corresponde essencialmente à definição clássica de *token* de investimento (*investment* ou *equity token*), cuja recondução à categoria de valor mobiliário ou de instrumento financeiro é geralmente aceite; e
- (ii) Criptoativos já definidos como moeda eletrónica nos termos da Diretiva da Moeda Eletrónica⁹.

⁶ O Autor, em estudo escrito em abril de 2018, ainda referindo-se a criptoativos como “criptomoedas”, havia identificado estas duas características, entre outras adicionais. *Vide*, para mais desenvolvimentos e referências para definições de outros autores, ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As criptomoedas como meio de financiamento e a qualificação dos *tokens* de investimento emitidos em ofertas públicas de moeda (ICO) como valores mobiliários”, em *Fintech II – Novos Estudos de Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2019, 249-298, (251-255).

⁷ Artigo 2.º, n.º 2, da Proposta de Regulamento.

⁸ 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/EU.

⁹ Diretiva 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.

Tomando como acertada e útil a tripartição funcional “clássica” dos criptoativos entre *tokens* monetários, *tokens* de utilização e *tokens* de investimento¹⁰, o âmbito objetivo do novo regime acabou por abarcar as duas primeiras categorias e por deixar de fora os *tokens* de investimento, agora firmemente no âmbito da DMIF II, e alguns *tokens* monetários definidos como moeda eletrónica.

Podemos então identificar duas escolhas da Comissão de importância capital na arrumação sistemática e conceptual dos criptoativos no direito da União Europeia.

Em primeiro lugar, a Comissão definiu criptoativo da forma mais ampla possível, procurando abranger expressões e configurações de criptoativos que ainda não existam ou que ainda não tenham visibilidade.

Apesar da referida amplitude ser positiva, parece não ter tido em conta o crescimento dos *tokens* infungíveis (*non-fungible tokens* ou “**NFT**”s), objeto de grande interesse mediático desde o início de 2021 e realidade completamente alheia ao que se procura regular no Regulamento MiCA. Apesar da amplitude da definição, a proposta de Regulamento isenta de publicação de *white paper* criptoativos “únicos e não fungíveis” com outros, o que se aplicaria a NFTs. Como os NFTs só ganharam destaque mediático depois da publicação da proposta de Regulamento, o mais recente mandato de negociação do Conselho indica já expressamente que o Regulamento não se aplica a “criptoativos únicos e infungíveis com outros criptoativos”¹¹.

Em segundo lugar, ao referir expressamente que os criptoativos que se qualifiquem como instrumentos financeiros nos termos da DMIF II não entram no âmbito objetivo de aplicação do regime proposto, a Comissão está a confirmar a colocação firme dos *investment tokens* no seio do direito financeiro e dos valores mobiliários.

Note-se que a versão constante do mandato de negociação do Conselho suprime a referida exclusão do seu âmbito objetivo.

¹⁰ A propósito, entre outros, DIRK ZETSCHE/ROSS BUCKLEY/DOUGLAS ARNER/LINUS FÖHR, *The ICO Gold Rush: it's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators*, Law Working Paper Series 2017-011, Universidade do Luxemburgo, 2018, 7-8; PHILIP HACKER/CHRIS THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law”, *European Company and Financial Law Review* 15 (2018), 645-696, (657-658); JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Desafios Jurídicos e Regulatórios das *Initial Coin Offerings*”, em *Fintech II – Novos Estudos de Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2019, 299-325, (308-310); LUÍS ROQUETTE GERALDES/MARIANA SOLÁ DE ALBUQUERQUE/JOÃO LIMA DA SILVA, “ICO: *security tokens vs. utility tokens*”, em *Fintech II – Novos Estudos de Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2019, 327-361, (337-348); ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As criptomonedas como meio de financiamento e a qualificação dos *tokens* de investimento emitidos em ofertas públicas de moeda (ICO) como valores mobiliários”, cit., 260-263.

¹¹ Mandato de negociação do Conselho da União Europeia, cit., 56.

Tal colocação é orientada por um *princípio de neutralidade de tecnologia*, i.e., não é o facto de a tecnologia subjacente a um *token* de investimento ser diferente da de um instrumento financeiro tradicional que justificará um regime distinto¹².

2.2. Regime diferenciados em razão do criptoativo em causa

Concluindo que a maioria dos *tokens* que não sejam *tokens* de investimento entra no âmbito objetivo do Regulamento proposto, vejamos, sem prejuízo de descrição mais detalhada *infra*, como é que a proposta de Regulamento lida com as várias categorias de criptoativos.

Em primeiro lugar, a proposta de Regulamento define, no seu artigo 3.º, apenas três categorias de criptoativos:

- a. *Token* de utilização/“criptoficha de consumo” (*utility token*), definido como o criptoativo cujo objetivo principal¹³ é dar acesso digital a um

¹² Cfr., a propósito, o Considerando 6 da proposta de Regulamento, onde se diz que a legislação europeia não deve favorecer uma dada tecnologia e que instrumentos financeiros conforme definidos na DMIF II devem continuar regulados pelo regime aplicável aos instrumentos financeiros, “*independentemente da tecnologia utilizada para a sua emissão ou transferência*”. A exclusão clara de muitos *tokens* de investimento do âmbito objetivo deste regime e, consequentemente, a confirmação da sua inclusão no âmbito objetivo da DMIF II como instrumentos financeiros e, na maioria dos casos, como valores mobiliários nos termos dos direitos nacionais (muitos certamente serão valores mobiliários no direito português), é uma notícia importante, ao confirmar o que anos de discussão e pensamento de autoridades, práticos e teóricos já antecipavam. A propósito, cfr., entre outros, PHILIP HACKER/CHRIS THOMALE, “Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law”, cit., 665-678; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Regulação dos Criptoativos”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 50-54 e “Desafios Jurídicos e Regulatórios das *Initial Coin Offerings*”, cit., 312-317; LUÍS ROQUETTE GERALDES/MARIANA SOLÁ DE ALBUQUERQUE/JOÃO LIMA DA SILVA, “ICOs: *security tokens vs. utility tokens*”, cit., 343-344; BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Revisitando o conceito de valor mobiliário: o caso especial dos *tokens* emitidos no âmbito de ICOs”, em *Direito dos Valores Mobiliários e dos Mercados de Capitais: Angola, Brasil e Portugal* (coord. BARRETO MENEZES CORDEIRO e FRANCISCO SATIRO), Almedina, Coimbra, 2019, 61-81, (76-77); ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As criptomoedas como meio de financiamento e a qualificação dos *tokens* de investimento emitidos em ofertas públicas de moeda (ICO) como valores mobiliários”, cit., 279-292 Cfr. ainda o Comunicado da CMVM às entidades envolvidas no lançamento de “*Initial Coin Offerings*” (ICOs) relativo à qualificação jurídica dos *tokens*, 23 de julho de 2018, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20180723a.aspx>.

¹³ No mandato de negociação do Conselho, a p. 60, propõe-se restringir a definição para “criptoativo cujo *único* objetivo seja dar acesso a um bem ou serviço do emitente”.

- bem ou serviço, disponível em DLT e aceite apenas aceite pelo emittente daquela criptoficha ou *token*;
- b. *Token*/“criptoficha” referenciada a ativos (*asset-referenced token*) – um tipo de criptoativo que procura manter um valor estável por referência ao valor de várias moedas com curso legal¹⁴, uma ou várias mercadorias, outros criptoativos ou uma combinação desses todos¹⁵; e
 - c. *Token*/“criptoficha” de moeda eletrônica (*e-money token*) – um tipo de 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 com curso legal¹⁶.

Estas três categorias não correspondem direta e inteiramente à já referida tripartição clássica, com origem na prática e na doutrina, com a exceção dos *tokens* de utilização. Os *tokens* referenciados a ativos e os *tokens* de moeda eletrônica corresponderão, normalmente, a um subgrupo de *tokens* monetários conhecidos como *stablecoins*, i.e., criptoativos cujo valor é determinado por referência a um ou mais ativos “reais” subjacentes, tais como moedas com curso legal ou matérias primas.

Qual a relevância destas definições? Como veremos *infra*, a proposta de Regulamento acaba por escalonar o regime de emissão de criptoativos, cindindo-o num regime base aplicável aos *tokens* que não sejam *stablecoins* (inclui *tokens* de utilização e outros *tokens* monetários que não sejam *stablecoins*) e num regime mais exigente aplicável à emissão dos *tokens* que correspondam a alguma das duas categorias de *stablecoin*, que também contam com um regime prudencial. Os regimes de prestação de serviços em criptoativos e de abuso de mercado serão de aplicação transversal.

¹⁴ A proposta de Regulamento usa a expressão “moeda fiduciária com curso legal” como tradução do inglês “*fiat currency*”. Da minha parte, prefiro usar a tradução “moeda com curso legal”, tal como feito pelo Código Civil (*vide* artigos 550.º, 556.º ou 558.º).

¹⁵ No mandato de negociação do Conselho, a p. 60, a definição apresenta algumas diferenças, nomeadamente a ampliação dos ativos por referência aos quais o valor do criptoativo pode ser definido, referindo “qualquer outro valor ou direito, ou uma combinação de ambos”, incluindo moedas com curso legal.

¹⁶ Estranhamente, a redação constante do mandato de negociação do Conselho, a p. 60, é menos refinada. Em vez de referir “por referência ao valor de uma moeda com curso legal”, refere a “moeda oficial de um país” (“*official currency of a country*”).

Tipo de <i>Token</i>		Regime Aplicável à Emissão	Regime Aplicável à Prestação e Serviços e Abuso de Mercado
<i>Token</i> de utilização		Regime base do Regulamento MiCA	Regulamento MiCA
<i>Token</i> monetário	Valor determinado por referência a um ativo ou mais ativos “reais” (= <i>stablecoin</i>)	Regime mais exigente do Regulamento MiCA, aplicável aos <i>tokens</i> referenciados a ativos e aos <i>tokens</i> de moeda eletrónica	Regulamento MiCA
	Valor não é determinado por referência a um ou mais ativos “reais”	Regime base do Regulamento MiCA	Regulamento MiCA
<i>Token</i> de investimento		DMIF II/Regulamento dos Prospetos	DMIF II/Regulamento do Abuso de Mercado

A tabela *supra* é uma simplificação da realidade do conteúdo funcional dos vários criptoativos, que podem apresentar características de mais do que uma categoria (*tokens* híbridos) e dificultar a sua classificação.

Numa nota paralela, e não sendo esta sede ideal para discorrer extensivamente sobre o assunto, olha-se com alguma perplexidade para a decisão da versão portuguesa da Proposta em empregar o até agora quase-inédito termo “criptoficha” como tradução de “*token*”¹⁷. Sem prejuízo de tal tradução não ser de todo descabida¹⁸, não se conhece utilização ampla ou significativa do termo na indústria e na prática, usando-se o termo *token* na linguagem corrente. Teria

¹⁷ Refira-se que, originalmente, no âmbito do *boom* dos ICOs de 2016–2018, a expressão *token* referia-se exclusivamente a criptoativos que eram emitidos numa *blockchain* de outro criptoativo (a criação de *tokens* na *blockchain* da *Ethereum* é o exemplo mais comum), por oposição a *coin*, expressão usada para referir criptoativos que funcionam na sua própria *blockchain* (como a *Bitcoin* ou a *Ether*). Sem prejuízo desta distinção, cedo se começou a utilizar “*token*”, “criptoativo” e “criptomoeda” de forma indiferenciada. A propósito da distinção conceptual entre *coin* e *token*, veja-se Cryptopedia, *Digital Assets: Cryptocurrencies vs. Tokens*, disponível em <https://www.gemini.com/cryptopedia/cryptocurrencies-vs-tokens-difference#section-what-is-a-digital-asset>; Investopedia, *Crypto Tokens*, disponível em <https://www.investopedia.com/terms/c/crypto-token.asp>. Cfr. ainda JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Desafios Jurídicos e Regulatórios das *Initial Coin Offerings*”, cit., 306, n. 28, que refere a utilização indiferenciada dos dois termos.

¹⁸ Com efeito, fora do contexto dos criptoativos, uma das traduções possíveis da palavra inglesa *token* para português ser efetivamente “ficha” (pense-se numa ficha usada nos parques de diversões, por exemplo). Existem outras traduções possíveis de *token*, mas referem-se a outras realidades, desde

andado melhor a tradução portuguesa da proposta se tivesse optado por “criptoativo” (sem prejuízo de isso também poder ser problemático)¹⁹ ou se tivesse simplesmente mantido *token*, como outras versões em línguas que não o inglês fizeram²⁰. Para efeitos deste texto, continuar-se-á a usar *token*, aguardando-se pela versão final do texto do Regulamento.

Feita esta introdução, vejamos, de forma sumária, os regimes de emissão aplicáveis (i) aos *tokens* que não sejam *stablecoins*; e (ii) aos *tokens* referenciados a ativos e de moeda eletrónica (que, apesar de separados pelo Regulamento, entram no conceito mais amplo de *stablecoin*).

3. Regime base de emissão: *tokens* que não sejam *stablecoins*

O Título II da proposta de Regulamento, que compreende os artigos 4.º a 13.º, indica à partida o seu âmbito objetivo de aplicação “criptoativos que não sejam *tokens* referenciados a ativos ou *tokens* de moeda eletrónica”, ou seja, *tokens* que não sejam *stablecoins*. Isto abrangerá os *tokens* monetários cujo valor não seja determinado por referência a um ou mais ativos do “mundo real” e a maioria dos *tokens* de utilização.

O artigo 4.º, n.º 1, da proposta de Regulamento prevê vários pressupostos de uma oferta pública destes *tokens*, sendo o mais importante a elaboração, notificação e publicação de um *white paper* (ou livro branco, conforme a tradução da proposta).

Apesar de a própria proposta dizer expressamente que o livro branco não é um prospecto, aquele é funcionalmente equivalente a este. Tal equivalência funcional é perceptível ao ler o artigo 5.º da proposta de Regulamento, que lista as

“prova”, “símbolo”, “vale”, “emblema” ou “lembrança”, nenhuma das quais a preferencial para traduzir *token*-criptoativo.

¹⁹ Como testemunho da relativa indiferença da distinção material e conceptual entre “criptoativo” e “*token*”, apesar da versão inglesa da proposta de Regulamento usar os dois termos de forma distinta, ela emprega aquele como termo mais amplo e este como termo mais específico. Faz, por isso, sentido que versões noutras línguas queiram manter a distinção.

²⁰ Na versão alemã da proposta, traduz-se criptoativo para “*Kryptowert*” (literalmente criptoativo) mas não se traduz *token*, empregando-se os termos “*Utility-Token*”, “*wertreferenzientes Token*” e “*E-Geld-Token*” para *tokens* de utilização, referenciados a ativos e de moeda eletrónica respetivamente. Na versão italiana, optou-se também por não traduzir *token*, falando-se de “*utility token*”, *token collegato ad attività* e *token di moneta elettronica*. Em holandês, apenas o *token de utilização* é traduzido para *gebruiks-token* (literalmente *token* de utilização), as outras duas categorias mantendo o seu nome original em inglês. Contrariamente, vide as versões francesa e espanhola, que utilizam *jeton* e *ficha*, respetivamente. Em particular quanto à versão francesa, diga-se que é comum encontrar o emprego da palavra *jeton* em vez de *token* na indústria e em imprensa especializada.

informações obrigatoriamente incluídas no livro branco, entre as quais, informações detalhadas sobre o emitente e dos responsáveis pelo desenvolvimento do projeto; descrição do projeto e fundamento da emissão; características da oferta (número de criptoativos a emitir, preço, termos e condições); descrição dos direitos e obrigações subjacentes aos criptoativos a emitir; informação sobre tecnologia usada; ou descrição dos riscos (artigo 5.º, n.º 1, da proposta de Regulamento).

Tais informações devem ser corretas, claras e insuscetíveis de induzir em erro.

O livro branco deve ser notificado à autoridade competente 20 dias úteis antes da sua publicação no *site* do emitente, não carecendo da autorização da mesma (artigo 7.º, n.ºs 1 e 2, da proposta de Regulamento). Após o termo desse prazo, o emitente de criptoativo deve publicar o livro branco no seu *site*, de forma acessível ao público, o mais tardar na data de início da oferta, devendo permanecer disponível enquanto os criptoativos forem detidos por membros do público (artigo 8.º, n.º 1, da proposta de Regulamento).

Uma vez publicado, o emitente pode oferecer os criptoativos emitidos em toda a União Europeia e pode até solicitar a sua admissão à negociação em plataforma de negociação de criptoativos (artigo 10.º, n.º 1, da proposta de Regulamento).

Numa regra interessante, o artigo 12.º prevê um direito de resolução a que chama “direito de retratação”, nos termos do qual os emitentes devem conceder a qualquer consumidor que os subscreva um prazo de 14 dias corridos para exercer o direito de “retratação” sem custos e sem fundamento.

O artigo 14.º prevê um regime de responsabilidade civil do emitente pelo conteúdo do livro branco.

Algumas ofertas estão isentas da publicação de livro branco, nomeadamente aquelas em que os criptoativos sejam criados automaticamente por *mining*, os criptoativos sejam infungíveis²¹, a oferta seja dirigida a menos de 150 pessoas singulares por Estado Membro, o valor total da oferta não exceda, ao longo de 12 meses, o valor de 1 milhão de euros ou a oferta se dirija exclusivamente a investidores qualificados (artigo 4.º, n.º 2, da proposta de Regulamento²²),

²¹ Na versão do mandato de negociação do Conselho, esta isenção foi suprimida em virtude da exclusão mais ampla de criptoativos infungíveis do âmbito do Regulamento.

²² O mandato de negociação do Conselho, em 70-71, adota um esquema ligeiramente diferente – contém uma lista de isenções de todo o Título II (oferta gratuita, *mining* ou *token* de utilização para serviço preexistente – o que é uma novidade a assinalar) e uma lista de isenções do dever de publicar livro branco, encontrando-se mesmo assim sujeitos à exigência de personalidade jurídica para poderem oferecer criptoativos (menos de 150 pessoas, valor da oferta não exceda 1 milhão de euros ou oferta dirigida a investidores qualificados).

isenções que evocam lugares paralelos com as isenções para a publicação de prospeto em ofertas públicas de valores mobiliários previstas no Regulamento dos Prospetos²³.

4. Regime de emissão e prudencial aplicável aos emitentes de *stablecoins*

4.1. *Introdução*

Visto o regime de emissão relativamente simples aplicável aos *tokens* que não sejam *stablecoins*, vejamos agora o tratamento especial que o legislador quis dar às chamadas *stablecoins*.

Conforme referido *supra*, as *stablecoins* foram objeto de muita atenção mediática em 2019, após o anúncio, por parte do *Facebook*, de que iria lançar um criptoativo com uma *pool* de vários ativos (essencialmente várias moedas com curso legal) em ordem a mitigar a volatilidade de preços que geralmente caracteriza muitos criptoativos (o projeto, então chamado *Libra*, foi, entretanto, rebatizado de *Diem*)²⁴. O anúncio chamou a atenção dos reguladores, especialmente no seio da União Europeia, onde houve uma reação de especial preocupação, nomeadamente com os problemas de estabilidade financeira que uma utilização generalizada destes criptoativos poderia trazer²⁵.

A grande motivação para o acelerar do processo que culminou com a publicação da proposta foi precisamente a necessidade de regular as *stablecoins*, como a própria Comissão admite²⁶.

²³ Cfr. as referidas isenções nos artigos 1.º, n.º 3 e 4, do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação em mercado regulamentado.

²⁴ “Facebook Plans Global Financial System Based on Cryptocurrency”, *New York Times*, 18.06.2019, disponível em <https://www.nytimes.com/2019/06/18/technology/facebook-cryptocurrency-libra.html?action=click&module=Top%20Stories&pgtype=Homepage>.

Para a página do criptoativo, agora chamada *Diem*, cfr. <https://www.diem.com/en-us/>.

Até ao momento da conclusão deste texto (1 de dezembro de 2021), o criptoativo ainda não tinha sido emitido.

²⁵ Cfr., a título de exemplo, “Facebook va créer sa monnaie: ‘Nous allons demander des garanties’, prévient Bruno Le Maire”, em *Europe 1*, 18.06.2019, disponível em <https://www.europe1.fr/economie/facebook-va-creer-sa-monnaie-nous-allons-demander-des-garanties-previent-bruno-le-maire-3905215>; “Facebook’s Libra should be blocked in Europe, France says”, em *BBC News*, 12.09.2019, disponível em <https://www.bbc.com/news/business-49677146>; “Germany’s Scholz: We cannot accept parallel currencies such as Facebook’s Libra”, em *Reuters*, 17.09.2019, disponível em <https://www.reuters.com/article/us-germany-blockchain-idUSKBN1W21TR>.

²⁶ Commission Staff Working Document, *Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for*

Conforme já adiantado *supra*, as *stablecoins* podem ter como referência mais do que um ativo (mais do que uma moeda com curso legal, uma moeda com curso legal e uma matéria prima), caso em que serão considerados, nos termos da proposta de Regulamento, *tokens* referenciados a ativos (exs. a *Diem* do *Facebook* tenciona usar um “cesto” de várias moedas, entre as quais dólares americanos, euros ou yens japoneses, ou a *Thether* que usa, entre outros ativos, dólares americanos, papel comercial e obrigações); se tiverem apenas *uma* moeda com curso legal como referência para o seu valor (exs. *Euro Stablecoin*, *Libra Euro* ou *USDC*), serão um *token* de moeda eletrónica, a outra categoria de *token* abrangido pelo âmbito subjetivo da proposta de Regulamento.

Em virtude de uma combinação de preocupações de índole mais prudencial (efeitos das *stablecoins* na estabilidade financeira) e comportamental (proteção dos investidores/detentores de *stablecoins*), a Comissão optou por propor um regime mais exigente para a emissão destes *tokens* (mais exigente face aos *tokens* de utilização e monetários que não sejam *stablecoins*) e um regime prudencial escalonado para os emitentes, consoante o caráter “significativo” dos *tokens* por eles emitidos.

Após a descrição do regime geral aplicável a cada um dos tipos de *stablecoin*, veremos os regimes semelhantes aplicáveis aos emitentes de *stablecoins* significativas e o sentido da distinção.

4.2. Tokens com referência a ativos

Os emitentes de *tokens* referenciados a ativos devem dispor de uma autorização específica da autoridade competente (artigo 15.º da proposta de Regu-

a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets, SWD(2020) 380 final, 24.09.2020, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020SC0380>, onde se diz claramente “Some ‘stablecoins’ could in the near future become widely used by consumers and reach a global scale. A number of stablecoin initiatives, sponsored by large technology and/or financial firms, have recently emerged (such as Facebook’s crypto-asset, Libra). Thanks to these companies’ large customer base, which may also be cross-border, these new ‘stablecoins’ have the potential to gain a substantial geographical footprint. These are referred to as ‘global stablecoins’. If a global stablecoin is successful in reducing price volatility, it can become widely used as a means of payment and as a store of value. The ECB has estimated the potential size of the reserve of assets backing a multi-currency Libra coin. The Libra Association’s assets under management could range from €152.7 billion in the ‘means of payment’ scenario to about €3 trillion in the most extreme ‘store of value’ scenario (...). If a ‘stablecoin’ arrangement becomes systematically important, it is more likely to raise challenges to financial stability and monetary policy transmission.”.

lamento), obtida através de um pedido instruído com os elementos listados no artigo 16.º da proposta de Regulamento²⁷.

Encontram-se isentos desta exigência de autorização as emissões em que o montante médio dos *tokens* não exceda 5 milhões de euros e sejam dirigidas exclusivamente a investidores qualificados, um valor que parece estar alinhado com o valor indicado no artigo 9.º da Diretiva da Moeda Eletrónica, mas não com o valor de 8 milhões de euros previsto para isentar uma oferta pública de valores mobiliários de ser acompanhada de prospeto (artigo 3.º, n.º 2, al. b) do Regulamento dos Prospetos) ou com o valor de 1 milhão previsto na proposta de Regulamento para isentar a publicação de livro branco em ofertas públicas de *tokens* que não sejam *stablecoins*.

Conquanto se percebe a diferença de valores face aos *tokens* que não sejam *stablecoins* (aquela apenas isenta a oferta de autorização, enquanto esta a isenta da publicação de livro branco), não se compreende o desalinhamento com o limite estabelecido no diploma mais recente – o Regulamento dos Prospetos – visto que as preocupações objeto de tutela, especialmente no campo comportamental e de proteção do investidor, não parecem ser particularmente mais graves no caso dos *tokens* referenciados a ativos.

Incluído nesse pedido de autorização encontra-se o livro branco da emissão, que deve incluir informação adicional àquela já referida *supra* a propósito do livro branco dos *tokens* que não sejam *stablecoins*, em particular informação sobre as reservas por referência às quais se determina o valor dos *tokens* (artigos 17.º, n.º 1).

Após a receção do livro branco, começa um processo de aprovação relativamente complexo, descrito em pormenor nos artigos 18.º e 19.º da proposta de Regulamento), nos termos do qual a autoridade competente, após determinar a completude do pedido num período de 20 dias úteis²⁸, tem três meses²⁹ para adotar um projeto de decisão de concessão ou recusa de autorização. Posteriormente, a autoridade competente submete o referido projeto de decisão à Autoridade Bancária Europeia, à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados Financeiros e ao Banco Central Europeu, para emissão de um

²⁷ No mandato de negociação do Conselho entretanto publicada, prevê-se um processo alternativo – e simplificado – de autorização caso o emitente seja uma instituição de crédito.

²⁸ No mandato de negociação do Conselho fala-se em 30 dias úteis.

²⁹ No mandato de negociação do Conselho fala-se em 60 dias úteis.

parecer não-vinculativo³⁰ no prazo de dois meses³¹. Um mês após a receção do referido parecer, a autoridade competente toma a sua decisão final de concessão ou de recusa de autorização e do livro branco. Como parece ser evidente, todo este procedimento demorará, na melhor das hipóteses, sete meses.

A autorização concedida nos termos descritos é revogável pela autoridade competente com algum dos fundamentos previstos no artigo 20.º da proposta de Regulamento³². Os emitentes de *tokens* referenciados a ativos também se encontram vinculados a um regime especial de responsabilidade civil previsto no artigo 22.º da proposta de Regulamento.

Uma vez concedida a autorização, o emitente de *tokens* referenciados a ativos passa a estar sujeito a um regime prudencial especial, detalhado nos artigos 23.º a 31.º da proposta de Regulamento, o que inclui obrigações gerais de atuação honesta, profissional e no melhor interesse dos detentores de *tokens*, comunicações comerciais, informações periódicas aos detentores dos *tokens*, instituição de um procedimento de tratamento de queixas, manutenção e aplicação de políticas e procedimentos de prevenção, identificação, gestão e divulgação de conflitos de interesses, comunicação de alterações do seu órgão de administração à autoridade competente, disposição de mecanismos de governação sólidos nos termos detalhados na lei e, finalmente, sujeição de requisitos de fundos próprios (a todo o momento, dispor de fundos próprios de montante igual ao maior dos seguintes – 350 000 euros ou 2% do montante dos ativos de reserva que servem de referência aos *tokens*).

Naturalmente, estes emitentes têm uma obrigação especial de deter os ativos de reserva por referência aos quais se determina o valor do *token* referenciado a ativos. A proposta de Regulamento, nos seus artigos 32.º a 36.º, estabelece regras complexas e exigentes de composição e gestão dos referidos ativos.

Finalmente, os artigos 37.º e 38.º preveem um regime especial de aquisição de participações qualificadas nestes emitentes.

³⁰ Em parecer sobre a proposta de Regulamento emitida em fevereiro de 2021, o BCE entendeu que o seu parecer deveria ser vinculativo, em virtude dos aspetos críticos sobre os quais se pede o parecer e o facto de haver sobreposição com competências exclusivas do BCE. Cfr. Parecer do Banco Central Europeu de 19 de fevereiro de 2021 sobre uma proposta de regulamento relativo aos mercados de criptoativos (BCE/2021/4) (2021/C 152/01), disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021AB0004&from=EN>. Tal opinião parece ter sido tida em conta, pois no mandato de negociação do Conselho refere-se como uma opinião negativa do BCE como fundamento vinculado de recusa da autorização.

³¹ No mandato de negociação do Conselho fala-se em 20 dias úteis.

³² Note-se que o mandato de negociação do Conselho prevê a competência do Tribunal de Justiça da União Europeia para dirimir litígios relativos à recusa da autorização nos casos em que tal recusa se fundamente na opinião negativa do BCE.

4.3. **Tokens de moeda eletrónica**

Por seu lado, o emitente de *tokens* de moeda eletrónica deve dispor de autorização de instituição de crédito nos termos gerais ou de instituição de moeda eletrónica nos termos do artigo 2.º, n.º 1, da Diretiva da Moeda Eletrónica (artigo 43.º, n.º 1, da proposta de Regulamento).

Tal como sucede para os *tokens* referenciados a ativos, o conteúdo e a forma do livro branco dos *tokens* de moeda eletrónica também se encontra sujeito a requisitos adicionais, previstos no artigo 46.º, n.º 2, da proposta de Regulamento. Igualmente se prevê um regime especial de responsabilidade do emitente no artigo 47.º da proposta de Regulamento.

4.4. **Stablecoins significativas**

Adicionalmente ao regime descrito *supra*, um *token* pertencente a uma das duas categorias de *stablecoins* pode ser considerada como “significativo”, caso a Autoridade Bancária Europeia o determine (em virtude, entre outros fatores, da respetiva base de clientes, do valor de emissão, do número e valor de transações, da dimensão da reserva de ativos, da importância das atividades transfronteiriças do emitente ou das interligações com o sistema financeiro)³³ ou se o próprio emitente o solicitar³⁴.

Nos termos dos artigos 50.º e 52.º da proposta de Regulamento, um emitente que veja os seus *tokens* referenciados a ativos ou de moeda eletrónica qualificados como “significativos”, fica sujeito a requisitos adicionais, nomeadamente requisitos de fundos próprios, regras especiais de *governance* interno, deveres acrescidos de prevenção de conflitos de interesses e regras aplicáveis aos ativos de reserva que servem de base à *stablecoin* relevante (neste último caso, relevante apenas para os *tokens* referenciados a ativos).

Os critérios para que a Autoridade Bancária Europeia conclua pelo caráter “significativo” de um dado *token* serão desenvolvidos por legislação delegada pela Comissão Europeia, conforme previsto no artigo 39.º, n.º 6, da proposta de Regulamento (aplicável diretamente aos *tokens* referenciados a ativos e indiretamente aos *tokens* de moeda eletrónica), avançando já alguns critérios, tais como mil milhões de euros de capitalização de mercado ou 100 milhões de

³³ Para os *tokens* referenciados a ativos, cfr. artigo 39.º, n.º 1, da proposta de Regulamento, e para os *tokens* de moeda eletrónica, artigo 50.º, n.º 1, da proposta de Regulamento.

³⁴ Para os *tokens* referenciados a ativos, cfr. artigo 40.º da proposta de Regulamento, e para os *tokens* de moeda eletrónica, artigo 51.º, n.º 1, da proposta de Regulamento.

euros diários de volume de operações. Tais valores são facilmente atingíveis – a maioria das *stablecoins* mais conhecidas seria qualificada como significativa, tendo de se sujeitar aos pesados requisitos prudenciais que essa qualificação implica, levantando dúvidas sobre se tal será conducente para atrair *players* para o mercado europeu. Sem prejuízo de os critérios quantitativos finais ainda serem uma incógnita, o mandato de negociação do Conselho aumentou-os consideravelmente – prevendo critérios tais como cinco mil milhões de euros de capitalização de mercado ou 500 milhões de euros diários de volume de operações, o que poderá mitigar as preocupações com os valores previstos na proposta da Comissão³⁵.

5. Breve referência aos Prestadores de Serviços de Criptoativos e às Normas de Proteção dos Investidores e sobre Abuso de Mercado

A proposta de Regulamento prevê ainda um regime aplicável a prestadores de serviços de criptoativos (designados como CASP, ou *cryptoassets service providers*, em inglês) nos seus artigos 53.º a 75.º.

Quem queira prestar serviços de criptoativos, que incluem, entre outros, depósito de criptoativos por conta de outrem, gestão de plataformas de negociação de criptoativos, troca de criptoativos por moeda com curso legal ou por outros criptoativos ou execução, colocação, receção e transmissão de ordens por conta de outrem sobre criptoativos, deve ser autorizado para tal pela autoridade competente designada pelo Estado-Membro.

Estes prestadores de serviços devem cumprir uma série de requisitos formais, prudenciais e organizacionais paralelos aos que os intermediários financeiros já estão sujeitos nos termos da DMIF II.

A proposta de Regulamento contém ainda normas de prevenção de abuso de mercado aplicáveis aos criptoativos nos seus artigos 76.º a 80.º, prevendo normas materialmente semelhantes – se bem que mais lacónicas – às previstas no Regulamento de Abuso de Mercado³⁶, aplicáveis a condutas paralelas em relação a valores mobiliários.

³⁵ Adicionalmente, o mandato de negociação do Conselho parece ter trilhado um caminho distinto na listagem dos critérios que podem levar à classificação de um dado ativo como “significativo”, indicando os critérios no início do artigo 39.º em vez de remeter para regulamentação delegada.

³⁶ Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0596>.

Tal regime parece poder procurar prevenir fenómenos “Elon Musk” em que uma única declaração de determinada pessoa pode fazer variar o valor de um criptoativo de forma abrupta e considerável.

Ambos estes regimes parecem aplicáveis de forma transversal a todos os criptoativos que não estejam sujeitos à DMIF II.