

DLT Pilot Regime – Regulamento (UE) 2022/858

JOÃO VIEIRA DOS SANTOS*

SUMÁRIO: *1. Introdução e contexto; 2. Exposição do diploma; 3. Execução na ordem jurídica nacional.*

RESUMO: Neste comentário analisaremos o Regulamento (UE) 2022/858 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de maio de 2022 relativo a um regime-piloto para as infraestruturas de mercado baseadas na tecnologia de registo distribuído, mais conhecido como *DLT Pilot Regime*, sem olvidar a análise da respetiva execução na ordem jurídica nacional.

PALAVRAS-CHAVE: *DLT Pilot Regime*; tecnologia de registo distribuído; criptoativos; inovação financeira; regulação financeira.

ABSTRACT: In this commentary we will analyse Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, better known as the *DLT Pilot Regime*, without forgetting the analysis of its implementation in national law.

KEYWORDS: *DLT Pilot Regime*; distributed ledger technology; crypto-assets; fin-tech; financial regulation.

* Doutor em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Professor Auxiliar da Faculdade de Direito da Universidade Lusófona e Jurista da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. As opiniões expressas neste texto são a do autor e não vinculam a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Um especial agradecimento à preciosa ajuda prestada por Alexandre Brandão da Veiga e Eugénio Costa.

1. Introdução e contexto

A Comissão Europeia adotou, a 24 de setembro de 2020, um novo pacote sobre «Financiamento Digital», que inclui estratégias em matéria de financiamento digital e de pagamentos de pequeno montante, bem como propostas legislativas sobre criptoativos e resiliência digital¹. As propostas legislativas sobre criptoativos basearam-se numa consulta pública realizada entre dezembro de 2019 e março de 2020² e nos relatórios da ESMA (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados)³ e da EBA (Autoridade Bancária Europeia)⁴ sobre criptoativos, em que se identificaram, essencialmente, duas necessidades.

A primeira necessidade concerne a introdução de regras num espaço que ainda não se encontra regulado, referente a criptoativos que não se qualificam enquanto outros instrumentos da legislação financeira da União Europeia. A segunda necessidade relaciona-se com a adaptação de algumas regras aplicáveis aos criptoativos que se qualificam enquanto instrumentos financeiros, de forma a respeitar o princípio da neutralidade tecnológica e não criar entraves à inovação.

Para o primeiro caso, a Comissão Europeia apresentou uma proposta de Regulamento Europeu sobre o mercado de criptoativos, apelidado de MiCA (*Regulation on Markets in Crypto-assets*)⁵. Para o segundo caso, foi apresentada uma proposta pela Comissão Europeia relativa a um regime-piloto para as infraestruturas de mercado baseadas na tecnologia de registo distribuído.

¹ Disponível em: https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en.

² Disponível em:

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2019-crypto-assets-consultation-document_en.pdf.

³ Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings-and-crypto-assets>.

⁴ Disponível em: <https://www.eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>.

⁵ A propósito, entre outros, ANTÓNIO GARCIA ROLO, “A proposta de Regulamento europeu sobre mercados de criptoativos: breve sumário e análise” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XIII, Número 2, 2021, pp. 285 a 300, disponível em: <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-xiii-2>; GUILHERME MAIA E JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “MiCA and DeFi (“Proposal for a Regulation on Market in Crypto-assets” and “Decentralised Finance”)” in *Revista Electrónica de Direito*, n.º 2, Volume 28, 2022, pp. 57 a 82, disponível em: <https://cije.up.pt/pt/red/ultima-edicao/mica-e-defi-ldquo-proposta-de-regulamento-sobre-mercados-de-criptoativosrdquo-e-financas-des-centralizadasrdquo/>; DIRK ZETZSCHE, FILIPPO ANNUNZIATA, DOUGLAS ARNER E ROSS BUCKLEY, “The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy”, in *European Banking Institute Working Paper Series*, No. 2020/77, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395#.

Com esta última proposta, pretende-se implementar uma abordagem semelhante à de uma *regulatory sandbox*, mas com um foco mais específico, apenas a negociação de criptoativos qualificados enquanto instrumentos financeiros em estruturas de mercado⁶, com vista à criação de segurança jurídica perante a existência de dúvidas se as regras definidas atualmente para os mercados secundários de instrumentos financeiros se adequam inteiramente à tecnologia de registo distribuído e aos criptoativos, ao mesmo tempo que se garante a proteção dos investidores, bem como da integridade do mercado e da estabilidade financeira.

Como exposto no Relatório da ESMA relativo aos criptoativos, quando estes se qualificam enquanto instrumentos financeiros as autoridades encontram dificuldades em interpretar os requisitos existentes e existem regras que não são adequadas para a utilização de tecnologias de registo distribuído (mais conhecidas enquanto *Distributed Ledger Technologies*, doravante também referidas como DLT), sendo essas dificuldades e regras sobretudo relacionadas com o mercado secundário. Este entendimento tem correspondência no mercado, em que já foram feitas várias ofertas públicas de criptoativos qualificados enquanto instrumentos financeiros, mas as experiências no mercado secundário são muito mais escassas.

A resolução destas contrariedades no mercado secundário de criptoativos qualificados enquanto instrumentos financeiros poderá até potenciar o mercado primário, garantindo mais liquidez a estes instrumentos emitidos e transacionados através de tecnologias de registo distribuído. A própria proposta aborda explicitamente este tema ao referir num dos seus considerandos o seguinte: “Sem um mercado secundário capaz de assegurar a liquidez e de permitir que os investidores comprem e vendam tais ativos, o mercado primário de criptoativos considerados instrumentos financeiros nunca poderá crescer de um modo sustentável”.

As negociações relativas a esta proposta terminaram e, no dia 2 de junho de 2022, foi publicado o Regulamento (UE) 2022/858 do Parlamento Europeu e do Conselho (doravante referido como *DLT Pilot Regime*), relativo a um regime-piloto para infraestruturas de mercado baseadas na tecnologia de registo distribuído e que altera os Regulamentos (UE) n.º 600/2014 e (UE) n.º 909/2014 e a Diretiva 2014/65/UE.

⁶ Convergentemente, DIRK ZETZSCHE E JANNIK WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the EU Pilot Regulation*, 2021, p. 4, disponível em: <https://papers.ssm.com/>.

2. Exposição do diploma

O *DLT Pilot Regime* permite que as estruturas de mercado que utilizem tecnologias de registo distribuído sejam temporariamente isentas⁷ de alguns requisitos específicos ao abrigo da legislação financeira da União Europeia que, de outra forma, poderiam impedi-los de desenvolver soluções para a negociação e liquidação de transações em criptoativos que se qualifiquem enquanto instrumentos financeiros.

Adicionalmente, trata-se de um regime opcional, não impedindo que as estruturas do mercado financeiro, como sistemas de negociação multilateral (MTF), sistema de negociação organizado (OTF), centrais de depósito de valores mobiliários (CSD) e contrapartes centrais, exerçam as suas atividades negociação e pós-negociação para criptoativos que se qualifiquem como instrumentos financeiros, ao abrigo da legislação financeira da União Europeia. O *DLT Pilot Regime* permite, ainda, que a ESMA e as autoridades competentes adquiram experiência sobre as oportunidades e riscos específicos das tecnologias de registo distribuído nos processos de negociação e pós-negociação.

O âmbito do *DLT Pilot Regime* circunscreve-se às condições aplicáveis ao funcionamento das infraestruturas de mercado baseadas na DLT, às autorizações para a sua utilização e à supervisão e à coordenação das autoridades competentes e da ESMA. Em termos de âmbito subjetivo, o regulamento é aplicável a empresas de investimento, operadores do mercado e CSD.

Apenas as referidas entidades podem operar infraestruturas de mercado DLT, salvo uma importante exceção: novos operadores. Determinou-se que o acesso ao *DLT Pilot Regime* não se deveria limitar aos operadores já estabelecidos, pelo que uma entidade que não esteja autorizada ao abrigo do Regulamento (UE) n.º 909/2014 ou da Diretiva 2014/65/UE poderá solicitar uma autorização ao abrigo desse regulamento ou dessa diretiva, respetivamente, e, simultaneamente, uma autorização específica ao abrigo do *DLT Pilot Regime* (arts. 8.º, n.º 2, 9.º, n.º 2, e 10.º, n.º 2, do *DLT Pilot Regime*).

Nesses casos, a autoridade nacional competente não deverá avaliar se essa entidade cumpre os requisitos do Regulamento (UE) n.º 909/2014 ou da Diretiva 2014/65/UE relativamente aos quais foi solicitada uma isenção ao abrigo do *DLT Pilot Regime*. Tal significa que essas entidades são pessoas coletivas com autorizações limitadas, uma vez que só podem operar infraestruturas de mercado DLT em conformidade com o *DLT Pilot Regime*, devendo a sua auto-

⁷ As autorizações específicas e as isenções deverão ter natureza temporária, por um período máximo de seis anos a contar da data da concessão da autorização específica, e deverão ser válidas apenas durante a vigência do *DLT Pilot Regime*.

rização ser revogada após o termo da sua autorização específica, a menos que as entidades apresentem um pedido completo de autorização para serem uma CSD, nos termos do Regulamento (UE) n.º 909/2014, ou uma empresa de investimento ou um operador de mercado, nos termos da Diretiva 2014/65/UE.

O *DLT Pilot Regime* introduz este novo estatuto referente às infraestruturas de mercado DLT (art. 2.º, ponto 5, do *DLT Pilot Regime*), que inclui MTF DLT, sistemas de liquidação DLT (SS DLT, do inglês *settlement systems*) e sistemas de negociação e liquidação DLT (TSS DLT, do inglês *trading and settlement systems*). Para este novo estatuto, foi importante a introdução de um outro conceito, o de instrumentos financeiros DLT, que correspondem aos instrumentos financeiros que são emitidos, registados, transferidos e armazenados através de uma tecnologia de registo distribuído (art. 2.º, ponto 11, do *DLT Pilot Regime*)⁸.

Destarte, os MTF DLT são MTF que apenas admitem à negociação instrumentos financeiros DLT (art. 2.º, ponto 6, do *DLT Pilot Regime*). Por outro lado, os SS DLT são sistemas de liquidação que liquidam transações de instrumentos financeiros DLT, independentemente de esses sistemas de liquidação terem sido designados e notificados nos termos da Diretiva 98/26/CE (para não se encontrar limitado à definição de «sistema» desta diretiva), e que permitem quer o registo inicial de instrumentos financeiros DLT quer a prestação de serviços de guarda em relação a instrumentos financeiros DLT (art. 2.º, ponto 7, do *DLT Pilot Regime*). Por último, os TSS DLT são MTF DLT ou SS DLT que combinam os serviços prestados por um MTF DLT e um SS DLT (art. 2.º, ponto 10, do *DLT Pilot Regime*).

Tratando-se de um regime experimental estão previstas as seguintes limitações quanto ao tipo e ao volume de instrumentos financeiros admitidos (art. 3.º, n.º 1, do *DLT Pilot Regime*):

- Ações cujo emitente tenha uma capitalização bolsita ou capitalização bolsista provisória inferior a 500 milhões de euros;

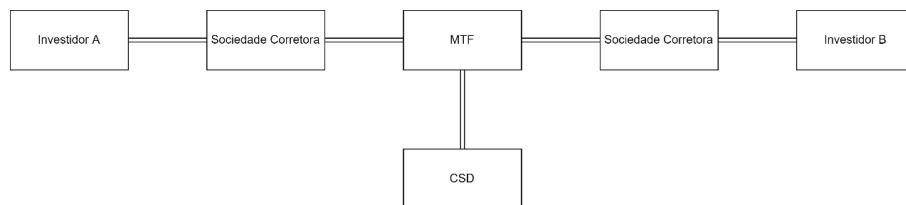
⁸ Pode-se, também, afirmar que os instrumentos financeiros DLT são criptoativos que se qualificam enquanto instrumentos financeiros, dado que o MiCA define «criptoativo» como uma representação digital de valor ou de direitos que pode ser transferida e armazenada eletronicamente, recorrendo à tecnologia de registo distribuído ou a outra tecnologia semelhante. O *DLT Pilot Regime* aproveitou também para clarificar que os instrumentos financeiros emitidos através da tecnologia de registo distribuído enquadram-se na definição de «instrumento financeiro» da Diretiva 2014/65/EU, ao incluir uma alteração ao artigo 4.º, n.º 1, o ponto 15, dessa diretiva, deixando expresso esse entendimento.

- Obrigações, outras formas de dívida titularizada ou instrumentos do mercado monetário (exceto derivados ou produtos complexos) com um volume de emissão inferior a mil milhões de euros;
- Unidades de participação em organismos de investimento coletivo cujo valor de mercado dos ativos sob gestão seja inferior a 500 milhões de euros;

O valor de mercado agregado de todos os instrumentos financeiros DLT admitidos à negociação ou registados numa infraestrutura de mercado DLT não poderá ultrapassar os 6 mil milhões de euros e se a admissão à negociação ou o registo inicial de um novo instrumento financeiro DLT resultar num valor de mercado agregado que atinja esse valor a infraestrutura de mercado DLT não admite que esse instrumento financeiro DLT seja negociado ou registado (art. 3.º, n.º 2, do *DLT Pilot Regime*). No entanto, todos os limiares acima referidos são supletivos, considerando que as autoridades nacionais competentes poderão estabelecer limiares inferiores (art. 3.º, n.º 6, do *DLT Pilot Regime*).

Se o valor de mercado agregado de todos os instrumentos financeiros DLT admitidos à negociação numa infraestrutura de mercado DLT ou registados numa infraestrutura de mercado DLT tiver atingido 9 mil milhões de EUR, o operador da infraestrutura de mercado DLT ativa a estratégia de transição e notifica a autoridade nacional competente (art. 3.º, n.º 3, do *DLT Pilot Regime*).

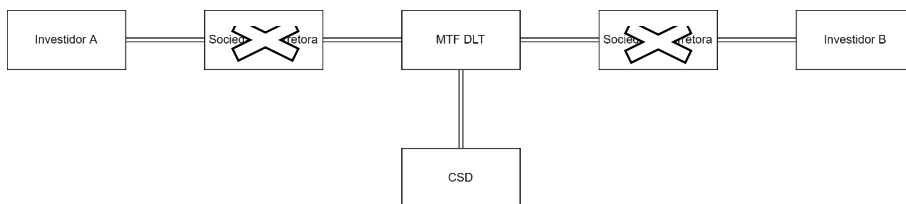
Em termos de isenções que podem ser concedidas aos operadores de infraestruturas de mercado DLT, aos MTF DLT é permitido que estes fiquem isentos da obrigação de intermediação prevista na Diretiva 2014/65/EU. Atualmente, os MTF tradicionais apenas são autorizados a admitir como membros ou participantes empresas de investimento, instituições de crédito e outras pessoas com um nível suficiente de capacidade de negociação e competência e que mantenham recursos e disposições organizativas adequados, podendo-se reproduzir uma operação tradicional no mercado secundário da seguinte forma:



No diagrama acima incluímos as sociedades corretoras que procedem à intermediação que referíamos, serem as entidades responsáveis pela receção e transmissão de ordens dos investidores ao MTF, sendo necessária adicional-

mente uma entidade que proceda à gestão deste e ainda uma CSD que proceda à gestão do sistema de liquidação.

No entanto, as plataformas de negociação de criptoativos proporcionam um acesso não intermediado e concedem acesso direto a investidores não profissionais, até pela maior segurança que as tecnologias de registo distribuído proporcionam à circulação de valor num meio digital. Por estes motivos, o *DLT Pilot Regime* permite à autoridade competente conceder, a pedido de um operador de um MTF DLT, uma isenção temporária dessa obrigação de intermediação, a fim de proporcionar acesso direto aos investidores não profissionais e de lhes permitir negociar por conta própria⁹. Isto posto, reproduzimos uma operação num MTF DLT em que tenha sido concedida essa isenção, da seguinte forma:



Não sendo necessárias sociedades corretoras, devido ao acesso direto dos investidores ao MTF DLT, encontramos apenas dois prestadores de serviços (o MTF DLT e uma CSD) numa operação de mercado. Para que os investidores tenham este acesso direto, são definidas certas condições para investidores não profissionais poderem aceder diretamente a um MTF DLT, a serem aferidas pela autoridade nacional competentes. Ademais, essas autoridades poderão exigir medidas adicionais de proteção dos investidores aos operadores de MTF DLT (art. 4.º, n.º 2, do *DLT Pilot Regime*).

Nos termos do artigo 5.º do *DLT Pilot Regime*, uma CSD que queira operar SS DLT poderá requer às autoridades nacionais competentes, desde que com a devida fundamentação, as seguintes isenções ao Regulamento (UE) n.º 909/2014 (*inter alia*):

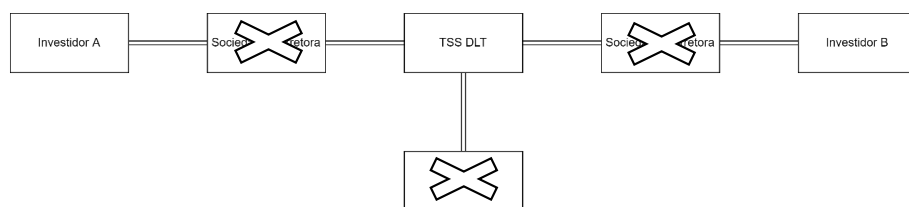
- Artigo 2.º, número 1, pontos 4, 9 e 28 (definições de forma desmaterializada, ordem de transferência e conta de valores mobiliários);

⁹ Como abordado por Francisco Mendes Correia, o sistema de detenção por via indireta através de intermediário financeiro apresenta problemas evidentes de multiplicidade de intermediários envolvidos, cfr. FRANCISCO MENDES CORREIA, “A tecnologia descentralizada de registo de dados (*Blockchain*) no sector financeiro”, in *FinTech. Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA e DIOGO PEREIRA DUARTE, Almedina, Coimbra, 2017, p. 72.

- Artigos 3.º, 37.º e 38.º (registo centralizado sob a forma escritural, integridade da emissão e proteção dos valores mobiliários);
- Artigos 6.º e 7.º (medidas destinadas a prevenir e resolver a ocorrência de falhas de liquidação);
- Artigo 19.º (extensão e subcontratação de atividades e serviços);
- Artigos 33.º, 34.º e 35.º (requisitos de participação, transparência e procedimentos de comunicação);
- Artigos 39.º e 40.º (caráter definitivo da liquidação e forma da liquidação financeira);
- Artigos 50.º, 51.º e 53.º (acesso entre CSD).

Dentro das normas referidas, destacamos duas isenções específicas. Começamos pela isenção à obrigação de intermediação através de uma instituição de crédito ou de uma empresa de investimento, que permite que os investidores não profissionais tenham acesso direto aos sistemas de liquidação operados por uma SS DLT. A segunda isenção que destacamos é relativa à liquidação em numerário (em moeda de banco central), a fim de desenvolver soluções inovadoras no âmbito do *DLT Pilot Regime*, facilitando o acesso a moeda de banco comercial ou a utilização de «tokens de moeda eletrónica»¹⁰.

Relativamente aos operadores de TSS DLT, estes podem solicitar as mesmas isenções de que beneficiam os operadores de MTF DLT e de SS DLT, desde que cumpram as condições associadas às isenções e quaisquer medidas compensatórias exigidas pelas autoridades nacionais competentes (art. 6.º do *DLT Pilot Regime*). Isto posto, reproduzimos uma operação num TSS DLT em que tenham sido concedidas todas as isenções, da seguinte forma:



Uma vez que pessoas singulares podem participar diretamente no mercado e no sistema de liquidação, não são necessárias sociedades corretoras. Adicional-

¹⁰ O «token de moeda eletrónica» é uma categoria de criptoativos estabelecida no MiCA, definida neste diploma como 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 fiduciária com curso legal.

mente, o *DLT Pilot Regime* permite que seja a mesma entidade a gerir o sistema de negociação e o sistema de liquidação. A combinação de isenções permite, assim, que apenas exista uma entidade a prestar serviços no mercado, aproximando-se do que é pretendido pelos atuais agentes que operam com criptoativos.

O *DLT Pilot Regime* prevê ainda um conjunto de requisitos adicionais para os operadores de infraestruturas de mercado DLT, nomeadamente de: (i) responsabilidade em caso de perda de fundos, de garantias ou de um instrumento financeiro DLT¹¹; (ii) medidas de proteção em caso de insolvência; (iii) deveres específicos de informação; e (iv) gestão de risco operacional (art. 7.º do *DLT Pilot Regime*)¹².

À data da concessão de uma autorização específica, os operadores de infraestruturas de mercado DLT deverão igualmente possuir uma estratégia de saída credível em caso de interrupção do *DLT Pilot Regime*, de revogação da autorização específica ou de algumas das isenções concedidas, ou de serem excedidos os limiares relativos aos instrumentos financeiros DLT. Essa estratégia deverá incluir a forma de transição ou reversão das suas operações baseadas na tecnologia de registo distribuído para infraestruturas de mercado tradicionais (art. 7.º, n.º 7, do *DLT Pilot Regime*).

As autoridades nacionais competentes, que são aquelas designadas nos termos do artigo 67.º da Diretiva 2014/65/EU, nos termos do artigo 11.º do Regulamento (UE) n.º 909/2014 ou de outro modo pelos Estados-Membros (artigo 2.º, ponto 21, do *DLT Pilot Regime*), fornecem à ESMA toda a informação pertinente antes de concederem uma autorização específica (arts. 8.º, n.º 6, 9.º, n.º 6, e 10.º, n.º 7, do *DLT Pilot Regime*). Tal deve-se ao facto de a ESMA poder apresentar à autoridade nacional competente um parecer não vinculativo sobre as isenções solicitadas ou sobre a adequação do tipo de tecnologia de registo distribuído utilizado, sempre que necessário para promover a coerência

¹¹ A responsabilidade do operador de uma infraestrutura de mercado DLT deverá limitar-se ao valor de mercado do ativo perdido no momento em que a perda ocorreu. O operador de uma infraestrutura de mercado DLT não deverá ser responsável por acontecimentos que não lhe sejam imputáveis, em especial por qualquer acontecimento que o operador demonstre ter ocorrido independentemente das suas operações, incluindo problemas decorrentes de um acontecimento externo fora do seu controlo razoável.

¹² Os requisitos adicionais são necessários para evitar riscos relacionados com a utilização da tecnologia de registo distribuído ou a forma como a infraestrutura de mercado DLT funcionaria. Um operador de uma infraestrutura de mercado DLT está, por exemplo, obrigado a informar os membros, participantes, emitentes e clientes sobre o modo como tenciona exercer as suas atividades e sobre o modo como a utilização da tecnologia de registo distribuído diverge da forma como os serviços são normalmente prestados por um sistema de negociação multilateral tradicional ou por uma CSD que opera um sistema de liquidação de valores mobiliários.

e a proporcionalidade das isenções ou sempre que necessário para garantir a proteção dos investidores, a integridade do mercado e a estabilidade financeira (arts. 8.º, n.º 7, 9.º, n.º 7, e 10.º, n.º 8, do *DLT Pilot Regime*).

A autoridade nacional competente que examina um pedido apresentado por um operador de uma infraestrutura de mercado DLT tem a possibilidade de recusar a concessão de uma autorização específica se existirem razões para crer que a infraestrutura de mercado DLT não poderia cumprir as disposições aplicáveis estabelecidas pelo direito da União ou disposições do direito nacional não abrangidas pelo âmbito de aplicação do direito da União, se existirem motivos para crer que a infraestrutura de mercado DLT representaria um risco para a proteção dos investidores, para a integridade do mercado ou para a estabilidade financeira, ou se o pedido constituir uma tentativa de contornar os requisitos em vigor financeira (arts. 8.º, n.º 10, 9.º, n.º 10, e 10.º, n.º 10, do *DLT Pilot Regime*).

Após a concessão da autorização específica, as autoridades competentes têm poder para revogar uma autorização específica ou eventuais isenções concedidas a uma infraestrutura de mercado DLT caso tenha sido detetada uma anomalia na tecnologia subjacente ou nos serviços prestados e nas atividades realizadas pelo operador da infraestrutura de mercado DLT, caso essa anomalia não seja compensada pelos benefícios proporcionados pelo serviço e pelas atividades em questão, se o operador da infraestrutura de mercado DLT tiver violado eventuais obrigações associadas às autorizações e isenções concedidas pela autoridade competente, ou caso o operador da infraestrutura de mercado DLT tenha registado instrumentos financeiros que excedem os limiares relativos aos instrumentos financeiros DLT ou que não cumprem outras condições que se apliquem a esses instrumentos previstas no *DLT Pilot Regime* (arts. 8.º, n.º 12, 9.º, n.º 12, e 10.º, n.º 12, do *DLT Pilot Regime*).

A ESMA compromete-se a apresentar à Comissão Europeia, até 24 de março de 2026, um relatório onde se inclui uma análise custo-benefício por forma a determinar a prorrogação do regime-piloto por um novo período máximo de três anos, o alargamento do regime a outros tipos de instrumentos financeiros, a sua alteração, a sua conversão num regime permanente ou sua cessação (art. 14.º do *DLT Pilot Regime*). Por fim, refere-se que o *DLT Pilot Regime* entrou em vigor no dia 22 de junho de 2022, sendo a maior parte das normas aplicáveis a partir de 23 de março de 2023 (art. 19.º do *DLT Pilot Regime*).

3. Execução na ordem jurídica nacional

A execução do *DLT Pilot Regime* na ordem jurídica nacional implicará que seja introduzido um diploma legislativo nacional, versando potencialmente

sobre os seguintes temas: i) designação da autoridade competente; ii) transposição da alteração à definição de «instrumento financeiro» da Diretiva 2014/65/UE; iii) adaptação às regras relativas aos sistemas de controlo de valores mobiliários; iv) introdução das entidades não autorizadas ao abrigo do Regulamento (UE) n.º 909/2014 ou da Diretiva 2014/65/UE e que podem obter uma autorização específica ao abrigo do *DLT Pilot Regime*.

Relativamente ao primeiro tema, a autoridade já designada nos termos do artigo 67.º da Diretiva 2014/65/EU e nos termos do artigo 11.º do Regulamento (UE) n.º 909/2014 é a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), apesar do *DLT Pilot Regime* permitir que os Estados-Membros designem a autoridade competente de outro modo. Isto dá um elevado grau de discricionariedade ao legislador nacional, apesar de no caso português a opção mais prática ser naturalmente a de designar a CMVM, tendo em conta as matérias em causa, as entidades em causa (empresas de investimento, operadores de mercado e CSD) estarem sujeitas à supervisão da CMVM e o facto de os operadores deverem incluir na sua estratégia de saída a forma de transição ou reversão das suas operações baseadas na tecnologia de registo distribuído para infraestruturas de mercado tradicionais (sendo estas sujeitas à supervisão da CMVM).

No que concerne o segundo tema, cabe aferir se a legislação nacional carece de alguma clarificação explícita para incluir os instrumentos financeiros emitidos através da tecnologia de registo distribuído no conceito legal de «instrumento financeiro», como feito pelo *DLT Pilot Regime* ao alterar o artigo 4.º, n.º 1, ponto 15, da Diretiva 2014/65/EU, que passa a incluir a menção a instrumentos emitidos através da tecnologia de registo distribuído como parte da definição de «instrumento financeiro».

Os instrumentos financeiros estão elencados nas alíneas a) a g) do n.º 1 do artigo 2.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM), sem qualquer referência à forma tecnológica como são emitidos. Mesmo no caso dos valores mobiliários, o tipo de instrumentos financeiros mais densificado na lei nacional, não encontramos qualquer delimitação tecnológica quanto ao seu elenco no artigo 1.º do CVM nem quanto às regras da sua emissão e registo (arts. 43.º e seguintes do CVM). Mesmo a designação dos valores mobiliários escriturais como aqueles representados por registos em conta não parece suscitar dúvidas quanto à inclusão da emissão através da tecnologia de registo distribuído. A referência a «conta» não exclui, por si só, qualquer tecnologia¹³.

¹³ O artigo 65.º, n.º 1, do CVM refere que “Os registos integrados em sistema centralizado são feitos em suporte informático, podendo consistir em referências codificadas”. Esta norma também não parece impedir a utilização da tecnologia de registo distribuído por esta também se basear num suporte informático e em referências codificadas.

O problema de qualificar os valores mobiliários emitidos através da tecnologia de registo distribuído poderia ter sido levantado aquando da publicação do «Comunicado da CMVM às entidades envolvidas no lançamento de “*Initial Coin Offerings*” (ICOs) relativo à qualificação jurídica dos tokens», no dia 23 de julho de 2018. No entanto, nesse comunicado foi apenas referido que “Na circunstância de uma ICO ser dirigida a investidores residentes em Portugal e de os tokens serem valores mobiliários na aceção do CdVM, será aplicável a legislação relevante a nível nacional e da União Europeia, em especial e sem prejuízo de outras (i) as regras de emissão e representação e, bem assim, as regras relativas à respetiva transmissão; (ii) caso aplicável, as regras relativas às ofertas públicas; (iii) as normas quanto à comercialização de instrumentos financeiros para os efeitos da DMIF II; (iv) requisitos de qualidade da informação; (v) as regras relativas ao abuso de mercado”.

Ora, depreende-se do exposto que os valores mobiliários emitidos através da tecnologia de registo distribuído sujeitar-se-iam às mesmas regras que os restantes valores mobiliários, o que se compreende pela formulação tecnologicamente neutra das regras de qualificação, emissão e registo presentes no CVM. O mesmo se poderá considerar em relação aos restantes instrumentos financeiros, pelo que não se afigura necessário qualquer alteração à lei nacional para transpor a alteração à Diretiva 2014/65/EU, introduzida pelo *DLT Pilot Regime*.

Passando ao terceiro tema, as regras relativas aos sistemas de controlo de valores mobiliários¹⁴ são apenas de âmbito nacional, ou seja, as regras do registo de valores mobiliários e dos sistemas de registo centralizado de valores mobiliários não estão harmonizadas a nível da União Europeia¹⁵, pelo que não há qualquer norma do *DLT Pilot Regime* que vise diretamente esses sistemas de controlo. No entanto, a concentração das funções de negociação e liquidação numa única entidade, como exemplificamos no último diagrama *supra*, poderá ter uma ligação importante com as regras nacionais relativas aos sistemas de controlo.

¹⁴ Adotamos o termo «sistema de controlo», que apesar de não consagrado é utilizado por Alexandre Brandão da Veiga para todos os sistemas de representação de valores mobiliários, uma vez que todos eles controlam a relação qualitativa e quantitativa entre valores em circulação e valores emitidos, cfr. ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Sistemas de Controlo de Valores no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 7, n.º. 1, 2000, p. 107, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobi-liarios/Documents/C07AlexandreBVeiga1.pdf>.

¹⁵ Cfr. DIRK ZETZSCHE E JANNIK WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the EU Pilot Regulation*, 2021, pp. 14 e ss., disponível em: <https://papers.ssrn.com/>. Em Portugal, o título II do CVM dedica-se a essas regras.

Essa ligação importante concerne o objetivo do *DLT Pilot Regime* em haver apenas uma entidade a prestar serviços num mercado, o que poderá gerar ganhos relevantes eficiência, logo será importante que as regras nacionais permitam que exista apenas uma entidade com as funções de controlo, negociação e liquidação, sendo que em relação às últimas duas a sua concentração já está garantida pelo *DLT Pilot Regime*.

O CVM consagra três tipos de sistemas de controlo¹⁶: (i) os puros, em que os valores mobiliários apenas se encontram registados junto do emitente ou de um intermediário financeiro que o represente – arts. 61.º, c), e 64.º, n.º 1, do CVM); (ii) os descentralizados, em que o registo dos valores mobiliários é feito num único intermediário financeiro indicado pelo emitente – arts. 61.º, b), 63.º, 64.º, n.º 2, e 99.º, n.º 2, b), do CVM; e (iii) os centralizados, em que o registo dos valores mobiliários é feito em intermediários financeiro e integrado em sistema centralizado – arts. 61.º, a), 88.º a 94.º, 99.º e 105.º a 107.º, do CVM.

Os sistemas centralizados são obrigatórios para os valores mobiliários escriturais admitidos à negociação em mercado regulamentado, em sistema de negociação multilateral ou organizado (art. 62.º do CVM), que é sempre o caso no *DLT Pilot Regime*, uma vez que a negociação é feita em sistema de negociação multilateral. Contudo, os sistemas centralizados não se mostram consentâneos com a concentração de funções que o *DLT Pilot Regime* possibilita. Nos sistemas centralizados, são consagrados deveres de ligação informativa (arts. 85.º, n.º 3, 93.º, e 105.º, do CVM) e de conexão operacional (arts. 91.º, n.º 1, a) e c), e 105.º do CVM). Adicionalmente, nos sistemas centralizados as funções são separadas por entidades, estando estas divididas em três tipos: as entidades emitentes, as entidades de controlo e as entidades de custódia (os intermediários financeiros que têm as contas de titularidade junto de si)¹⁷.

Tendo em vista que o propósito é ter todas as funções numa só entidade, não serão necessários deveres de ligação informativa nem de conexão operacional e só poderão existir os dois tipos de entidades acima referidos, porque existirá naturalmente uma entidade emitente no *DLT Pilot Regime*. Isto posto,

¹⁶ *Vd.* Tipologia detalhada dos sistemas de controlo, incluindo a consagrada no CVM, em: ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, Sistemas de Controlo de Valores no Novo Código dos Valores Mobiliários, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 7, n.º. 1, 2000, pp. 110 a 115, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07AlexandreBVeiga1.pdf>.

¹⁷ *Cfr.* ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, Sistemas de Controlo de Valores no Novo Código dos Valores Mobiliários, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 7, n.º. 1, 2000, pp. 111, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07AlexandreBVeiga1.pdf>.

o sistema que mais se adequa a esse propósito é o descentralizado em que as funções das entidades de controlo e as entidades de custódia estão concentradas numa única entidade (no caso do *DLT Pilot Regime*, o operador de um TSS DLT).

Pelo exposto, o diploma legislativo nacional que proceda à adaptação na ordem jurídica interna do *DLT Pilot Regime* deve estabelecer que os operadores de infraestruturas de mercado DLT podem optar pelo sistema previsto no artigo 61.º, b), do CVM, passando cada operador de infraestruturas de mercado DLT a atuar enquanto único intermediário financeiro registador. Com essa disposição, os operadores de infraestruturas de mercado DLT poderão optar pelo regime dos sistemas de controlo descentralizados contido no CVM e no Regulamento da CMVM n.º 14/2000.

Quanto ao quarto tema, o *DLT Pilot Regime* prevê obrigações a entidades não autorizadas ao abrigo do Regulamento (UE) n.º 909/2014 ou da Diretiva 2014/65/EU, mas que podem obter uma autorização específica ao abrigo do *DLT Pilot Regime*, o que obriga a incluir estas entidades no leque de entidades supervisionadas pela autoridade competente designada. No caso de essa autoridade ser a CMVM, os operadores de infraestruturas de mercado DLT devem ser incluídos na lista de entidades sujeitas à supervisão da CMVM, prevista no artigo 359.º do CVM, de forma a acautelar qualquer lacuna de supervisão relativa às entidades acima referidas, nomeadamente, que a CMVM possa adotar todos os atos de supervisão nos termos dos artigos 358.º e seguintes do CVM a essas entidades.