

TOKEN COMO DIREITOS DE VALOR & TOKEN OFFERINGS E CENTROS COMERCIAIS DECENTRALIZADOS:

Uma análise do direito civil e do direito de supervisão dos valores mobiliários na perspectiva do Liechtenstein, com especial referência aos actos relevantes da União

Josef Bergt

Impresso

Informação bibliográfica da Deutsche Nationalbibliothek:
A Deutsche Nationalbibliothek lista esta publicação na Deutsche Nationalbibliografie; dados bibliográficos detalhados estão disponíveis na Internet em <http://dnb.dnb.de>.

© 2019 Josef Bergt

<https://www.bergtlaw.li/> | <https://www.bergtlaw.at/> | <https://bergt.tax/>

Produção e publicação: BoD - Books on Demand, Norderstedt

ISBN: 978-3-7347-4882-0

1ª edição Maio 2020 (Tradução automática para português)

"A imaginação muitas vezes nos levará a mundos que nunca foram.

*Mas sem ele não vamos a lado nenhum."*¹

¹ *Carl Sagan* (1934 - 1996), astrônomo, cosmólogo, astrofísico, astrobiólogo, apresentador de televisão, escritor de não-ficção, escritor.

Prefácio / Reconhecimento

*"Nenhuma culpa é mais urgente do que a de dizer obrigado"*²

Por isso, o meu primeiro agradecimento vai para os meus supervisores, colegas, colegas e funcionários, que me guiaram repetidamente para novos caminhos temáticos cientificamente frutuoso com dicas enriquecedoras e contribuições para as discussões dos últimos anos.

Gostaria também de aproveitar esta oportunidade para agradecer aos meus diligentes e pacientes revisores e a todas as pessoas que não foram explicitamente mencionadas aqui.

Os meus pais, irmãos e colegas ocupam uma posição de destaque em todos os aspectos. Os meus agradecimentos especiais vão para eles.

Gams / Vaduz / Ranggen, em Novembro de 2019
Josef Bergt

PS: Mas olho para o presente trabalho com algum orgulho e esperança, por um lado, de que nunca me cansarei do debate científico e, por outro, convido e convido todos a falsificar empiricamente ou verificar as teses representadas neste trabalho; só assim se poderá conseguir uma validação no sentido do método científico e aguardo com expectativa qualquer outro discurso científico.

² Embora esta citação seja parcialmente atribuída ao orador romano e estadista *Marcus Tullius Cicero* (106 - 43 AC), é provável que seja de origem desconhecida, devido à falta de referências compreensíveis.

Notas editoriais

É salientado que no presente artigo o genérico masculino é usado por razões de legibilidade. Contudo, o uso da forma masculina de uma palavra inclui sempre a forma feminina.

Além disso, no presente tratado o uso do Eszett (após a fonte Fraktur - "sz"; "ß") é completamente abandonado e é substituído por um "s duplo". No entanto, as citações não são afectadas por isto, uma vez que é necessário evitar qualquer tipo de falsificação.

Na medida em que a implementação já tenha tido lugar nas respectivas jurisdições, o Identificador de Jurisprudência Europeia (ECLI) é utilizado para citar as decisões judiciais. Da mesma forma, o direito derivado no âmbito do direito da União é citado utilizando o European Legislation Identifier (ELI).

Além disso, deve-se notar que, no que diz respeito à citação, a abreviatura e regras de citação (AZR), 8ª edição, Viena, 2019, de *Peter Dax* e *Gerhard Hopf*, são predominantemente seguidas.

Além disso, deve-se notar que os dados temporais sem mais especificações, como no caso da advérbia temporal (por exemplo, atual/corrente/corrente/atualmente está sendo buscada uma alteração de determinada área do direito), referem-se, em caso de dúvida, à data de publicação do trabalho científico em questão.

Por último, deve ser assinalado que as informações das autoridades legais sem qualquer informação adicional do país se referem, em caso de dúvida, às leis do Listenstaine, a menos que uma atribuição já esteja clara, como é o caso do KWG alemão ou do OR suíço. Se a ABGB for citada, a ABGB do Liechtenstein é a base austríaca para a prescrição é citada como ÖABGB, a menos que o contexto indique qual a lei que se pretende.

Além disso, é de notar que este trabalho está dividido em dois títulos. Isto porque os trabalhos individuais foram submetidos à Universidade

de Liechtenstein como teses de mestrado no âmbito do LL.M. in Company, Foundation and Trust Law ("Token as Value Rights"), bem como no LL.M. Banking and Finance ("Token Offerings and Decentralized Trading Centers"). As referências (informações do capítulo, números marginais, notas de rodapé) geralmente devem ser vistas de forma independente e referem-se ao respectivo trabalho (o respectivo título), a menos que uma referência geral seja notada. O presente trabalho é uma reimpressão das teses de mestrado apresentadas à Universidade do Liechtenstein.

Adenda à 2ª edição - Maio 2020

Nesta 2ª edição ligeiramente revista do meu trabalho, foram feitas pequenas concretizações do conteúdo, assim como foram corrigidos vários erros ortográficos. A essência do trabalho permanece inalterada e ainda está escrita do ponto de vista de Novembro/Dezembro de 2019. As formulações que se referem às leis "de lege lata" referem-se à situação a partir do final de 2019, mas as mudanças trazidas pela Lei de Cadeia de Blocos do Liechtenstein (TVTg), que desde então entrou em vigor, foram de qualquer forma consideradas neste trabalho (com a nota "de lege ferenda").

Certamente serão necessárias mais discussões e actualizações no futuro. Uma vez que o presente trabalho deve ser entendido como parte de uma série (futura) sobre o direito bancário e do mercado financeiro do Liechtenstein, outros autores são também cordialmente convidados a contactar-me e, se necessário, a escrever (convidados) contribuições sobre o tema em questão, a contribuir com o seu pensamento de outra forma, ou a ajudar com traduções para outras línguas, a fim de realizar realmente este empreendimento ousado a longo prazo e de tornar o trabalho acessível a um vasto público ao mesmo tempo.

Gostaria de aproveitar esta oportunidade para agradecer ao meu colega Wolfgang Fürnshuss e ao escritório de advogados Advocatur Seeger, Frick & Partner AG, Schaan, que defenderam com sucesso as reivindicações ilegítimas de propriedade intelectual do meu antigo empregador sobre este trabalho perante os tribunais do Liechtenstein (processo de segurança legalmente vinculativo em 04 CG.2019.409 de 12.05.2020),

o que contribuiu significativamente para que o meu trabalho possa ser publicado novamente.

*"A censura é a mais nova de duas irmãs vergonhosas, a mais velha é chamada Inquisição."*³

*"Um censor é um lápis ou homem-lápis; uma linha feita de carne sobre os produtos do espírito, um crocodilo que está às margens da corrente de idéias e morde a cabeça dos poetas que nadam nela."*⁴

O conhecimento é grátis! O lápis fez carne e o homem fez lápis ou os crocodilos à espreita na corrente de idéias foram mortos pela espada da Justiça!

Gams, Maio de 2020
Josef Bergt

PS: Este trabalho também foi publicado em outras línguas. As traduções do original, que foi escrito em alemão, foram feitas utilizando métodos de aprendizagem profunda ou de aprendizagem automática baseados em redes neurais artificiais (inteligência artificial). Embora as traduções não sejam perfeitas, elas transmitem as ideias e mensagens relevantes. Sem inteligência artificial uma tradução não teria sido possível num prazo tão curto.

ISBN of the German version: 978-3-7504-2737-2
ISBN of the English version: 978-3-7519-3796-2
ISBN of the Spanish version: 978-3-7519-4425-0
ISBN of the French version: 978-3-7519-4426-7
ISBN of the Italian version: 978-3-7519-2023-0
ISBN of the Dutch version: 978-3-7519-3022-2
ISBN of the Polish version: 978-3-7519-3584-5

³ *Johann Nepomuk Nestroy*, Freedom in Crow's Nest I, 14th century.

⁴ *Nestroy*, liberdade no ninho de corvos, peças 26/I, 26 f.

Índice

Prefácio / Reconhecimento.....	XI
Notas editoriais	XII
Adenda à 2ª edição - Maio 2020.....	XIII
Índice	XVII
Índice	XIX
Lista de abreviações	XXV
I. Token como direitos de valor	1
II. Token Offerings e centros comerciais descentralizados	127
Bibliografia	i
Registro Judicial.....	x
Fontes digitais	xi
Abstrato	xxii
curriculum vitae	xxv

Índice

Prefácio / Reconhecimento.....	XI
Notas editoriais	XII
Adenda à 2ª edição - Maio 2020.....	XIII
Índice	XVII
Índice	XIX
Lista de abreviações	XXV
I. Token como direitos de valor.....	1
1. Introdução, pergunta de pesquisa e perguntas básicas sobre fichas 1	
1.1 Blockchain & Smart Contracts	5
1.2 Token, moedas e padronização apesar do depositum regulare	11
1.3 Conclusão do direito de propriedade simbólica	18
2. Títulos de acordo com o PGR e suas funções.....	19
2.1 valor indicativo e probatório.....	22
2.2 Função de libertação e legitimação	24
2.3 Apresentação ou função de protecção de tráfego	27
2.4 Função de transporte	29
2.5 Conclusão sobre funções no âmbito da lei de valores mobiliários e sua aplicação aos títulos escriturais sob a TVTG e PGR novo	29
3. Tokens como títulos desmaterializados de lege lata?	31
3.1 Transferência de direitos de valor.....	45
3.2 Manutenção do registro de ações em uma cadeia de blocos 50	
3.3 Registo de acções de conclusão na Blockchain	55
3.4 Títulos vs. títulos transferíveis de acordo com o cânone da MiFID	56
3.5 Documentos de endosso e de nome puro sob a forma de fichas.....	60
4. Classificação de fichas de direito civil segundo a "Lei de Blockchain" do Liechtenstein (TVTG)	64

4.1 Valorizar os direitos de acordo com o TVTG (princípio da abstracção) e PGR (princípio da causalidade)	70
4.2 Conclusão Abstracção e princípio da causalidade após a introdução do TVTG.....	82
5. Tokenization em investimentos individuais e colectivos	87
5.1 Questões de demarcação do investimento coletivo (estruturas de fundos).....	88
5.2 Acções Tokenised em SPV e unidades de fundos.....	92
5.3 As Cooperativas Segmentadas (PCC) em distinção ao Fundo 100	
5.4 Conclusão Tokenisation dos instrumentos financeiros e dos Organismos de Investimento Colectivo	104
6. Fichas e direito do consumidor.....	107
7. Principais resultados	115
7.1 O mapeamento do pleno direito de propriedade em um token	117
7.2 Direitos de valor segundo a TVTG e direitos de valor segundo a PGR conforme emendado por BuA 2019/93 (LGBI 2019.304)	118
7.3 Tokenisation em estruturas de investimento coletivo e associações segmentadas.....	120
7.4 Transacções de consumidores iZm Token.....	122
II. Token Offerings e centros comerciais descentralizados	127
1. Introdução e objecto da investigação.....	127
1.1 Avaliação jurídica do mercado financeiro de modelos de negócio baseados em DLT	134
1.2 Prática oficial da Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein	136
2. Análise do direito do mercado financeiro de fichas	140
2.1 Características e âmbito de aplicação do BankG	141
2.2 Ofertas de Tokens e Transacções Bancárias	146
2.2.1 Negócio bancário (negócio de depósitos)	147
2.2.2 Definição de depósito e de negócio de dinheiro electrónico e instrumentos financeiros	153
2.2.3 Conclusão Acréscimos e diferimentos para depósitos e negócios de dinheiro electrónico	169
2.2.4 Transacções bancárias (negócio de crédito)	175

2.2.5 Conclusão Aquisição e negócio de factoring	179
2.3 Tokens como instrumentos financeiros	180
2.3.1 Títulos transferíveis	183
a. Padronização	189
b. Negociabilidade no mercado de capitais	191
c. Transferibilidade	194
2.3.2 Acções, títulos negociáveis em acções e títulos não negociáveis em acções.....	194
2.3.3 Operações com derivativos.....	198
a. Derivados de commodities	202
b. Diferença em relação aos documentos tradicionais ou de mercadorias (direito civil)	204
2.3.4 Unidades de participação em organismos de investimento colectivo	206
2.3.5 Conclusão sobre a perspectiva de supervisão da tokenization.....	209
2.4 Mercados regulamentados, MTF & OTF, SI.....	211
2.4.1 Multilateral Trading Facility (MTF).....	218
2.4.2 Conclusão MTF.....	224
2.4.3 Sistemas de Negociação Organizada (OTF)	225
2.4.4 Internalizadores Sistemáticos (SI).....	228
2.4.5 Visão geral dos espaços comerciais organizados.....	233
2.4.6 Conclusão Locais de negociação organizados.....	236
2.4.7 Reprodução de um PCC para fichas de utilidade e vantagens da cadeia de blocos	238
2.5 DEX como uma plataforma de negociação e outros serviços de investimento	242
2.5.1 Corretagem de aquisições	250
2.5.2 Gestão de carteiras, consultoria de investimento e análise financeira	252
2.5.3 Conclusão Frontend e Backend de um DEX, Market Making e SI.....	256
2.5.4 TVTG e DEX.....	258
2.5.5 Quadro de Avisos de Conclusão e DEX como fornecedor de serviços de preços VT?.....	261
2.5.6 Serviços de fornecimento de dados e quadros de avisos	263

2.6 Considerações Prospectivas	266
2.6.1 Definição de valores mobiliários e oferta pública.....	267
2.6.2 Isenções da obrigação de publicar um prospecto	273
2.6.3 Conclusão Jogadores em uma exigência de DEX e prospecto.....	275
2.7 Moedas Estáveis e Dinheiro Electrónico	276
2.7.1 E-Money Act - âmbito de aplicação	278
2.7.2 Conclusão sobre o âmbito territorial do regime da moeda electrónica	282
2.7.3 fichas como dinheiro eletrônico, carteiras e certas contas de pagamento para dinheiro eletrônico.....	283
2.7.4 Conclusão valor monetário e gestão do dinheiro electrónico nas carteiras	305
2.7.5 Dinheiro electrónico e isenções	307
2.7.6 Negociação de Moedas Estáveis e Dinheiro Electrónico usando o exemplo do Tether.....	309
2.7.7 Conclusão da acção bilateral e multilateral sobre a moeda electrónica	322
2.7.8 Valor monetário - Ressurgimento da cláusula ringtone? 325	
2.8 Serviços de pagamento e modelos de negócio baseados em fichas	332
2.8.1 Forte autenticação do cliente	336
2.8.2 Isenções da autorização de acordo com a ZDG.....	338
2.8.3 Conclusão Excepções de acordo com ZDG sob PSD II	341
2.9 Casas de câmbio de acordo com o SPG, conforme alterado por LGBI 2009.047 e 2019.302	343
2.10 Conclusão sobre a prevenção do branqueamento de capitais e outros intermediários financeiros	352
3. Visão geral dos aspectos regulatórios do TVTG	355
4. Resultados centrais	361
4.1 Transações bancárias, dinheiro eletrônico, instrumentos financeiros e moedas virtuais	361
4.2 Centros comerciais centrais e descentralizados	369
Bibliografia	i
Registro Judicial	x

Fontes digitais	xi
Abstrato	xxii
curriculum vitae	xxv

Lista de abreviações

aA	visão dissidente
ibidem.	no local indicado/especificado
JO C	Jornal Oficial da União Europeia (avisos e anúncios)
JO L	Jornal Oficial da União Europeia (legislação)
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
aF	antiga versão
AIFMD	Directiva 2011/61/UE do Gestor de Fundos de Investimento Alternativos
Nota	Nota
API	Interface de Programação da Aplicação
ATS	sistema comercial alternativo
BankG	Lei Bancária (Liechtenstein)
BTC	Bitcoin
BuA	Relatório e pedido do Governo ao Parlamento do Principado do Liechtenstein
BWG	Lei Bancária (Áustria)

Lista de abreviações

PCC	Contraparte Central (câmara de compensação)
CFD	contrato por diferença
CRD	Directiva dos Requisitos de Capital (CRD IV, 2013/36/UE; CRD III, 2006/48/CE)
CRR	Regulamento de Requisitos de Capital EU/575/2013
CSDR	Regulamento da Central de Depósito de Títulos EU/909/2014
DAO	Organização autónoma descentralizada
Del Regulamento	Regulamento Delegado
DEX	intercâmbio descentralizado
DGSD	Directiva 2014/49/UE sobre os Sistemas de Garantia de Depósitos
DLT	Tecnologia de Ledger Distribuído
DVO	Regulamento de execução
DvP	entrega contra pagamento
EAG	Lei sobre garantia de depósitos e compensação de investidores (Liechtenstein)
EBA	Autoridade Bancária Europeia

por exemplo	exemplo gratuito
EGG	Lei E-Money (Liechtenstein)
ELI	Identificador da Legislação Europeia
Directiva DME / E-Money	Directiva E-Money / Directiva E-Money (Directiva E-Money II, 2009/110/CE; Directiva E-Money I, 2000/46/CE)
EMIR	Regulamento das Infra-Estruturas do Mercado Europeu UE/648/2012
AEVMM	Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
etc pp	et cetera perge, perge
ETH	Éter
BCE	Banco Central Europeu
FAGG	Lei sobre Distância e Comércio Exterior (Liechtenstein)
FCA	Autoridade de Conduta Financeira (Reino Unido)
FernFinG	Lei dos Serviços Financeiros Remotos (Liechtenstein)
ff / et seqq	Contínuo / et sequentes

Lista de abreviações

FINMA	Autoridade Suíça de Supervisão do Mercado Financeiro (CH)
BaFin	Instituto Federal de Supervisão dos serviços financeiros
FMA	Autoridade do Mercado Financeiro (Liechtenstein ou Áustria)
FMAG	Lei de Supervisão do Mercado Financeiro (Liechtenstein; com as alterações BuA 2019/93 e LGBl 2019.303)
FN	Nota de rodapé
GewG	Lei do Comércio (Liechtenstein; com as alterações introduzidas pela BuA 2019/93 e LGBl 2019.305)
GRC	Carta dos Direitos Fundamentais
GW-RL	Directiva sobre Branqueamento de Capitais (5ª Directiva sobre Branqueamento de Capitais, 2018/843; 4ª Directiva sobre Branqueamento de Capitais, 2015/849)
Ibid / ibid	Ibidem / ibidem

IDD	Directiva de Distribuição de Seguros EU/2016/97
Idem / ders	o mesmo
idF	na versão
idS	nesse sentido
ou seja	id est
iSd	para efeitos de
ITS	Implementação de Normas Técnicas
IUG	Lei do empreendimento de investimento (Liechtenstein)
iVm	em conjugação com
JCD (EEE)	Decisão do Comité Misto (Decisão do Comité Misto do EEE)
Cláusula Directiva	Cláusula Directiva 93/13/CEE
KMG	Lei do Mercado de Capitais (Áustria)
KSchG	Lei de proteção ao consumidor (Liechtenstein)
KWG	Lei Bancária (Alemanha)
cidade da perna	legis citatae

Lista de abreviações

LES	Coleção de decisões do Liechtenstein
LGBI	Diário Oficial da República (Liechtenstein)
LJZ	Jornal dos Advogados do Liechtenstein
MAD	Directiva 2014/57/UE relativa ao abuso de mercado
MAR / MMVO	Regulamento sobre abuso de mercado EU/596/2014
MiFID	Diretiva de Mercados de Instrumentos Financeiros (MiFID II, 2014/65/EU; MiFID I, 2004/39/EG)
MiFIR	Regulamentação de Mercados de Instrumentos Financeiros EU/600/2014
MTF	Multilateral Trading Facility
mwN	com provas adicionais
NCA / NSA	Autoridade Competente Nacional / Autoridade Supervisora Nacional
nF	versão revista
NFC	Contraparte não financeira

OU	Código de Obrigações (CH)
OSI	Modelo de Interconexão de Sistemas Abertos
OTC	Sobre o balcão (fora do câmbio)
OTF	Facilidade de Negociação Organizada
PERG	O Manual de Orientação Perimetral
PGR	Lei sobre pessoas e empresas (Liechtenstein; (conforme alterada por BuA 2019/93 e LGBl 2019.304)
PoS/PoW	prova de trabalho / prova de participação
Regulamento da brochura	Regulamento do Prospecto EU/2017/1129
PSD	Directiva relativa aos serviços de pagamento (PSD II, EU/2015/2366; PSD I, 2007/64/CE)
RTS	Normas Técnicas Regulamentares
Rz	Número de margem/número de margem
s	ver
sa	ver também

Lista de abreviações

SI	Internalizador sistemático
sl	sine loco (sem lugar)
Solvência II	Directiva Solvência II 2009/138/CE
SPG	Lei de Due Diligence (Liechtenstein; (conforme emendada BuA 2019/93 e LGBl 2019.302)
SPV / SSPV	Securitização de veículos para fins especiais Veículo para fins especiais
SR	Direito de propriedade (Liechtenstein)
SSI	Identidade Auto-Sovereana
REGULAMENTO SSM	Regulamento do Mecanismo Único de Supervisão EU/1024/2013
Ponte	Direito fiscal (Liechtenstein)
StGH	Tribunal de Justiça do Estado (Liechtenstein)
STSR	Regulamento Simples, Transparente e Normalizado ou Regulamento de Securitização ou Regulamento de Securitização ou Regulamento de Securitização EEU/2017/2402

TVTG	Lei sobre Tokens e Prestadores de Serviços de Tecnologia de Confiança (Liechtenstein; conforme alterada por BuA 2019/93 e LGBl 2019.301, salvo indicação em contrário)
e afins	e afins
UCITSD	Directiva dos Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários 2014/91/UE
USDT	fio em dólares americanos
UVS	Senado Administrativo Independente (Áustria)
VersAG	Lei de Supervisão de Seguros (Liechtenstein)
VersVertG	Lei de Distribuição de Seguros (Liechtenstein)
VnB	Relatório de consulta (Liechtenstein)
VRRL	Directiva 2011/83/UE relativa aos direitos dos consumidores
WAG	Lei de Supervisão de Títulos (Áustria)

ZDG

Lei dos Serviços de Pagamento
(Liechtenstein)

I. Token como direitos de valor

Uma vez que as presentes teses tratam em particular da legislação do Listenstaine, este trabalho deve ser introduzido com a seguinte citação sobre o "País Cripto" Listenstaine: *"No passado, a banca de transacções, e especialmente o campo da fintech, tornou-se mais importante para o mercado do Listenstaine.*"⁵

1. Introdução, pergunta de pesquisa e perguntas básicas sobre fichas

Nesta Parte I - "Tokens como valores mobiliários escriturais" - em contraste com a Parte II - "Token Offerings and Decentralized Trading Centers" - o foco será na classificação do direito civil e regulamentos de transferência de moedas criptográficas e tokens sob a lei de Liechtenstein. O objetivo da Parte I é examinar se os tokens podem ser tratados de forma análoga aos títulos ou geralmente como títulos desmaterializados - ou seja, títulos escriturais - ou pelo menos podem ser concebidos como tal. A este respeito, a possibilidade de representação de direitos - no património e na pessoa⁶ - deve ser investigada.

O objetivo é investigar a representação dos direitos em fichas tanto de

⁵ Frick/Vogt in Barnes (Hrsg), Banking Regulation Review, S 318.

⁶ Cf. a este respeito a suposta tríade de direitos de propriedade da lei sobre danos no § 1293 ABGB, que define o dano como uma desvantagem à propriedade, aos direitos ou à pessoa. No entanto, os direitos à propriedade e à pessoa já estão baseados em todos os direitos concebíveis, ver Reischauer in Rummel, ABGB, 3ª edição, § 1293 ABGB, Rz 1.

da entrada em vigor do TVTG, como⁷de lege ferenda, após a implementação e entrada em vigor do TVTG com 01.01.2020. Na ausência de um elemento da fisicalidade⁸ dos tokens, parece inadequado falar da securitização de direitos, como é o caso dos títulos.⁹ Ao contrário, o conceito

⁷ Relatório e moção 2019/54 (ou BuA 2019/93) do Governo ao Parlamento do Principado do Liechtenstein relativa à criação de uma lei sobre fichas e prestadores de serviços VT (Token e VT Service Provider Act; TVTG) e à alteração de outras leis; na prática, a TVTG é também frequentemente referida como "Blockchain Act", cf. *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies and blockchain technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory grey area? LJZ 2/18, p 63 (64); *Nägele/Xander*, Token Offerings, em particular Initial Coin Offerings (ICO) e Security Token Offerings (STO), bem como tokens na legislação do Liechtenstein: Ambiente regulamentar e perspectivas, Rz 18.53 em *Piska/Völkel* (ed.), Blockchain Rules; no seu relatório de consulta sobre a criação de uma lei sobre sistemas de transação baseados em tecnologias confiáveis (Blockchain Act; VT Act; VTG) e a alteração de outras leis, que foi adotada pelo Governo em 28 de agosto de 2018, o Governo também se referiu ao VTG, que estava em consulta na época, como a "Blockchain Act".

⁸ BuA 2019/54, p. 62; a lei da propriedade não define o conceito de propriedade, mas refere-se à propriedade de terrenos e veículos no Art 20 SR em conjunto com o Art 34 e Art 171 SR - ver *Arnet* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 641 ZGB, N 6; idem, N 10: "*Somente objetos materiais com extensão espacial podem ter qualidade material. Direitos e energias não são coisas, mas em alguns casos são tratados como coisas*" - de acordo com isto, as fichas, como representações digitais de dados armazenados eletronicamente ou magneticamente e, portanto, em última análise, como energia eletromagnética, não são coisas de acordo com este conceito restrito de direito de propriedade. No entanto, como software, as fichas podem representar conteúdo digital ou mercadoria, ver Título II. Capítulo II.2.2.2, FN 395.

⁹ Não pode ser estabelecido qualquer título para a reclamação. No entanto, se tal reclamação for documentada numa escritura, os direitos reais podem ser ordenados nesta escritura, que tem uma fisicalidade em forma de papel, *Arnet* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 641 ZGB, N 10; o conceito de direito de propriedade do Liechtenstein foi recebido pela Suíça e

de direitos de propriedade ou direitos de valor parece ser mais apropriado. Será analisada a forma como o PGR,¹⁰ antes da alteração das disposições do direito dos títulos civis na secção final do PGR, trata esses títulos desmaterializados ou desmaterializados no contexto da implementação do TVTG e como trata as circunstâncias que prevêm esses títulos desmaterializados no modelo de negócio; no entanto, serão igualmente analisadas as disposições positivas de lege ferenda que o próprio TVTG, e em particular a alteração da secção final do PGR, implicam a este respeito.

Consequentemente, é também necessário distinguir o conceito de direito civil dos valores mobiliários do conceito de valores mobiliários 4

baseia-se, à semelhança do BGB alemão (§ 90 BGB), em objectos impessoais, físicos e espacialmente delimitados que podem ser sujeitos ao controlo humano. A ABGB austríaca, por outro lado, que se baseia no direito natural, é muito mais abrangente e distingue entre objectos físicos e incorpóreos (§ 285 em conjunto com § 292 öABGB), *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, Volume I, Art 20 SR, Rz 7 (p 32). No direito penal austríaco, a energia era originalmente tratada como uma coisa por meio de uma interpretação autêntica. Mais tarde esta abordagem foi novamente rejeitada e o conceito de matéria foi novamente restrito a coisas físicas, *Wach in Triffterer/Rosbaud/Hinterhofer* (Hrsg), *Salzburg Commentary on the StGB*, § 132 StGB, Rz 1 (S 1) mwN. Enquanto a energia eléctrica na Áustria é tratada como uma coisa física de acordo com a doutrina do direito civil vigente, permanece controverso se o software é uma coisa física ou apenas se for armazenado em um portador de dados físicos. Contudo, os dados podem representar coisas imateriais, *Hofmann in Schwimann/Kodek*, *ABGB Praxiskommentar*, § 292 ABGB, Rz 3 e 5 (p 15 f). Este conceito amplo do direito de propriedade na ABGB austríaca é apenas programático por natureza e não é aplicado de forma consistente. Assim também a aquisição de boa fé (§ 367 öABGB) só é viável em coisas físicas, *Kodek in Schwimann/Neumayr* (Hrsg), *ABGB Taschenkommentar*, § 285 ABGB, Rz 3 (p. 448).

¹⁰ LGBl No. 2019.118.

ou instrumentos financeiros que são transferíveis ao abrigo do direito de supervisão. A este respeito, é necessário examinar não só se as fichas podem representar títulos escriturais, mas também se as fichas podem representar ¹¹instrumentos financeiros mantidos na conta corrente, ou seja, instrumentos financeiros mantidos nos livros. Neste contexto, a representação de títulos escriturais através de fichas, a representação de instrumentos financeiros através de uma ficha e os investimentos colectivos em ligação com fichas serão examinados com mais detalhe na Parte II desta tese.

- 5 De acordo com o acima exposto, as diferenças entre os investimentos em activos individuais e colectivos em ligação com a tokenização de instrumentos financeiros e carteiras devem ser trabalhadas de forma diferenciada. Posteriormente, devem ser tratados os aspectos do direito societário dos fundos relacionados com uma sociedade de investimento, por¹² oposição a uma sociedade anónima sob a forma de uma associação segmentada¹³emissora de acções¹⁴, mais uma vez por oposição aos chamados veículos de titularização de créditos de finalidade especial.¹⁵

6

¹¹ Não confundir com os valores mobiliários transferíveis por transferência bancária de acordo com o Art. 392 ff SR, que constituem a garantia financeira.

¹² AGmV K de acordo com o artigo 361^o PGR (sociedade anónima com capital variável como contrapartida da SICAV - Société d'Investissement à Capital Variable prevacente no Luxemburgo; não confundir com a contrapartida de denominação semelhante SICAF - Société d'Investissement à Capital Fixe).

¹³ Companhia de Células Protegidas (PCC) nach Art 243 PGR.

¹⁴ Ver BuA 2014/69, p. 49 (Art 243e para. 5 PGR).

¹⁵ Também chamado de Veículo de Fins Especiais (SPV).

A questão concreta da investigação do presente estudo é, portanto: *Podem os tokens representar títulos desmaterializados - ou seja, títulos escriturais - nos termos da legislação do Liechtenstein e que diferenças surgem na avaliação antes e depois da entrada em vigor do TVTG? A questão da pesquisa é: Os tokens podem representar não só os títulos escriturais de direito civil na perspectiva do direito de supervisão, mas também os instrumentos financeiros detidos na transferência de títulos, e como é que as novas possibilidades técnicas se relacionam com instituições classicamente regulamentadas, tais como as estruturas dos fundos?*

Enquanto o trabalho no âmbito do Título I. se concentra no direito do Liechtenstein, especialmente para a questão da sub-investigação, os actos jurídicos europeus relacionados com a regulamentação de fundos devem ser consultados, para além das disposições nacionais. 7

Antes de um exame aprofundado do conteúdo dos tópicos acima mencionados, apresentamos a seguir uma visão geral da tecnologia de cadeias de blocos, contratos inteligentes, fichas e moedas. Deve-se notar que os aspectos técnicos são apresentados de forma simplificada a fim de fornecer uma visão geral das tecnologias mencionadas e tornar a argumentação jurídica compreensível quando se trata de questões jurídicas que surgem em conexão com aspectos técnicos dessas tecnologias. Além disso, deve-se notar que o termo "block chain" ou "tecnologia block chain" é usado neste trabalho como um par pro toto para as chamadas tecnologias de ledger distribuído e tecnologias relacionadas cuja aplicação mais proeminente é a tecnologia block chain. 8

1.1 Blockchain & Smart Contracts

Uma cadeia de blocos é um projeto técnico de tecnologia de ledger distribuído e é caracterizada como um registro público e descentralizado ou sistema de armazenamento de dados que registra permanentemente os dados de movimento. O público significa que¹⁶ cada transação em uma cadeia de blocos que tenha sido armazenada pode ser vista publicamente.¹⁷ A permanência resulta do valor de dispersão criptográfica ou funções de hash (uma função de valor de dispersão resistente à colisão, o que significa que não é possível encontrar diferentes valores de

¹⁶ Nem todas as cadeias de blocos são públicas por si só. É feita uma distinção entre "autorizado" ou "privado" e "não autorizado" ou "sem autorização" ou "cadeias de bloqueios públicos". "Público" e "privado" referem-se à "permissão de escrita", enquanto que "aberto" e "fechado" referem-se à "permissão de leitura". Bitcoin e Ethereum são assim cadeias de bloqueio "públicas" e "abertas" - qualquer pessoa tem acesso lido e escrito a elas. Uma cadeia de blocos públicos fechados, por outro lado, poderia ser usada para exercer o direito de voto anônimo. Se for necessária a transparência de certas entidades, uma cadeia de bloqueio aberta privada faz sentido. Uma cadeia de blocos privados fechados seria a mais adequada para as autoridades públicas. Um possível caso de uso para uma cadeia de blocos sem permissão ou públicos é, por exemplo, a implementação da chamada Identidade de Auto-soberania (SSI) como um suplemento e oitavo nível do Modelo de Interconexão de Sistemas Abertos (OSI), que representa o modelo de referência para protocolos de rede (Camada Física, Camada de Ligação de Dados, Camada de Rede, Camada de Transporte, Camada de Sessão, Camada de Apresentação e Camada de Aplicação). Isto pode desempenhar um papel essencial, especialmente em relação à portabilidade dos dados verificados (identificação, verificação da idade, etc pp).

¹⁷ A permissão de leitura; a permissão de escrita - como por exemplo a transmissão de um estado através de uma transação de fichas - é normalmente também acessível ao público, mas causa um esforço, e é por isso que são cobradas taxas de transação por uma permissão de escrita. No protocolo Ethereum, as taxas de transação são incorridas sob a forma de gás. Gás é a Wei (subunidade de éter) necessária para executar as linhas de código.

entrada que resultam no mesmo valor de hash), sobre os quais a tecnologia se baseia, o que garante que o histórico da transação não pode ser corrompido ou comprometido com a tecnologia convencional de hoje e é esta estabilidade ou redundância técnica intimamente relacionada com a descentralização. A descentralidade significa que não existe uma instância central responsável pela base de dados. Em vez disso, um grande número de "nós" (participantes da rede) em uma rede peer-to-peer (rede descentralizada; organização autônoma descentralizada) sincroniza¹⁸ constantemente os dados de transação. Se um nó de rede for perdido, isto não põe em perigo a estabilidade ou funcionalidade da própria rede.¹⁹

As redes de torrents também são descentralizadas. Estes diferem da cadeia de blocos na medida em que os estados não são transferidos uma vez (prevenção de gastos duplos na cadeia de blocos), mas o conteúdo pode ser multiplicado - por exemplo, em conexão com protocolos de compartilhamento de arquivos.

Uma transação em uma cadeia de blocos mostra em sua forma mais básica a fonte, o(s) destino(s) e um valor específico²⁰ a ser transferido. A

¹⁸ Também chamada "radiodifusão de estados".

¹⁹ Para mais informações, ver *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, p 55 (p 55 f); ver também *Nägele/Xander*, Token Offerings, em particular Initial Coin Offerings (ICO) e Security Token Offerings (STO), bem como Token in Liechtenstein Law: Regulatory Environment and Outlook, margem n° 18.4 em *Piska/Völkel* (Hrsg), Blockchain Rules; cf. também o prospecto da Hydrominer IT-Services GmbH datado de 26.11.2018, pp. 87 e 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, acessado em 04.08.2019, 00:58.

²⁰ "Fonte, alvo e valor."

origem e o destino também são conhecidos como endereços em uma cadeia de blocos²¹, onde todos são livres para criar novos endereços. Se tal endereço ou chave pública for criado, uma cadeia de caracteres alfanuméricos única adicional é automaticamente gerada e atribuída à chave pública (a "chave privada"²²). Como regra, apenas uma chave privada é atribuída a cada chave pública, embora também existam os chamados "procedimentos multi-sigestão" ("multi-signature") em que várias chaves privadas são atribuídas a uma chave pública e várias chaves privadas também são necessárias para realizar uma transacção.²³

²¹ Uma cadeia de caracteres alfanuméricos gerada de acordo com regras matemáticas (o endereço ou "chave pública"; também referida como a chave pública no Art. 5, Par. 1 No. 2 VTG na versão do relatório da consulta - ou posteriormente emendada para o identificador VT neutro em termos tecnológicos no Art. 2, Par. 1 lit e TVTG emendada pelo Federal Law Gazette 2019/54) Um identificador VT permite a atribuição exclusiva de fichas e, portanto, serve como um identificador (BuA 2019/54, p. 145). De acordo com o Duden, entende-se por "identificador" um *"elemento característico, sinal ou totalidade de elementos característicos, sinal para a identificação inequívoca de algo"*, cf. a definição no Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, acessado em 04.08.2019, 00:46.

²² Com criptografia assimétrica ou de chave pública, não é necessário que as partes comunicantes conheçam uma chave secreta comum, já que cada usuário gera um par de chaves independente. A chave pública pode ser usada para encriptar dados que, por sua vez, podem ser descriptados com a chave privada correspondente.

²³ Isto também é referido como uma "transacção m-of-n", uma vez que N chaves privadas são atribuídas a uma chave pública e pelo menos M chaves privadas são necessárias para uma transferência de fichas deste endereço (por exemplo, 2 de 3; comparável à estrutura dos direitos de subscrição ao abrigo do direito das sociedades); cf. prospecto da Hydrominer IT-Services GmbH de 26.11.2018, p 87 e 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf

Além do armazenamento permanente dos dados da transação, uma cadeia de blocos assegura que cada solicitação de transação seja verificada e confirmada com o conteúdo de uma instrução para transferir um valor de um endereço para outro. As solicitações de transações confirmadas são então armazenadas na cadeia de blocos, gerando assim a cadeia de nomes e dados simbólicos de uma cadeia de blocos. Cada bloco de uma cadeia de blocos tem uma função de hash ou valor de dispersão (algoritmo ou função matemática), que é gerada a partir do registro de dados anterior, já verificado, e assim cria uma hierarquia de dados. Este processo, conhecido como "mineração" ou "cunhagem",²⁴ estende continuamente o histórico da transação.²⁵ 12

A confirmação das transações não ocorre caso a caso, mas várias transações são confirmadas em bloco ao mesmo tempo e armazenadas em um novo bloco na cadeia de blocos. Em média, um bloco é criado na cadeia de blocos Ethereum aproximadamente a cada 13 segundos no 13

²⁴ No caso do Bitcoin, foi implementado um mecanismo de Prova de Trabalho (Proof of Work - PoW), fornecendo potência computacional (prova de trabalho através da resolução de uma tarefa matemática). Entre outras coisas, o chamado Proof of Stake System (PoS) também é frequentemente encontrado. O consenso na rede é formado por uma prova ponderada de participação (por exemplo, a duração da participação e o número de fichas realizadas). O tipo de mecanismo de consenso também depende em parte do tipo de cadeia de blocos - ver FN 16.

²⁵ *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, p 55 (p 55 f); Prospecto da Hydrominer IT-Services GmbH de 26.11.2018, p 87 e 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf Uma transferência de estados só é confirmada pela rede se estiver de acordo com as regras do protocolo (por exemplo, deve ser assegurado que o transferidor tem realmente o número de fichas a transferir, além disso, não é permitido o gasto duplo, etc.). Para a devida autorização, cada transação deve ser assinada com a chave privada.

momento de escrever este artigo.²⁶ Além das funções básicas listadas acima, cadeias de blocos como Ethereum também permitem a execução de programas ou aplicações descentralizadas (aplicações descentralizadas; dapps; Smart Contracts). Smart Contracts executam certas tarefas de acordo com o seu código de programação e são normalmente baseados em instruções if-then-else (se a condição A ocorrer, a ação B é executada, caso contrário a C é executada).²⁷ O termo "contrato inteligente" foi cunhado por Szabo em 1994: *"Um contrato inteligente é um protocolo de transação computadorizado que executa os termos de um contrato. Os objectivos gerais da concepção de contratos inteligentes são satisfazer condições contratuais comuns (tais como termos de pagamento, hipotecas, confidencialidade e mesmo execução), minimizar excepções tanto maliciosas como acidentais, e minimizar a necessidade de intermediários de confiança. Os objectivos económicos relacionados incluem a redução das perdas por fraude, custos de arbitragem e de aplicação da lei, e outros custos de transacção. Algumas*

²⁶ <https://etherscan.io/chart/blocktime> acessado em 19 de outubro de 2019, 13:20.

²⁷ Prospecto da Hydrominer IT-Services GmbH de 26.11.2018, p. 126f, https://www.hydominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf; o nome "Contrato Inteligente", que se refere a um contrato, é bastante enganador, especialmente porque um Contrato Inteligente é um script à prova de manipulação, auto-verificação e auto-executório. Tal roteiro também pode representar um contrato num contexto legal, especialmente porque os próprios contratos podem ser celebrados verbalmente ou por implicação. Cf. também Buterin, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, chamado em 30.09.2019: *"Para ser claro, neste momento eu lamento muito a adoção do termo 'contratos inteligentes'. Eu deveria ter-lhes chamado algo mais chato e técnico, talvez algo como 'scripts persistentes'".*

*tecnologias que existem hoje podem ser consideradas como contratos inteligentes brutos, por exemplo, terminais e cartões POS, EDI e alocação agórica de largura de banda da rede pública.*²⁸

No seu manifesto sobre Contratos Inteligentes, Szabo indica que as considerações a este respeito remontam ainda mais longe, nomeadamente à chamada computação agórica²⁹, que tem as suas origens nos anos 70 e 80.³⁰ 14

1.2 Token, moedas e padronização apesar do depositum regulare

O TVTG, emendado pelo BuA 2019/54, define um token como uma informação sobre uma base de dados descentralizada (sistema VT, que garante a eliminação segura de tokens), que pode representar direitos e aos quais são atribuídos identificadores ou identificadores VT.³¹ De 15

²⁸ Szabo, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (apenas link de arquivo disponível mais).

²⁹ Do grego ἀγορά para ponto de recolha ou mercado.

³⁰ Vgl Miller/Drexler, The Agoric Papers in The Ecology of Computation in *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation: Agoric Open Systems, Engenharia de Incentivo: para Gestão de Recursos Computacional, Ecologia Comparativa: A Computational Perspective 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>; vgl auch Wozke, Smart Contracts: Wenn Verträge zwischen Computern geschlossen werden, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>; aufgerufen am 01.10.2019, 21:14.

³¹ Art. 2 Parágrafo 1 litro c TVTG conforme emendado por BuA 2019/54.

acordo com esta dicção legal, pode-se concluir que as fichas são informações sobre uma base de dados descentralizada que representam direitos, enquanto uma moeda é um subtipo de ficha que não representa direitos e é necessária para o bom funcionamento de uma cadeia de blocos (ficha de protocolo ou moeda de protocolo) e cujo valor é medido pela oferta e procura no mercado, razão pela qual não representa um objecto sem valor intrínseco, mesmo que aceite como meio de troca e, portanto, não deve ser tratado como fiat money³², mas como moeda virtual. De um ponto de vista técnico, é em qualquer caso o contrário e uma moeda representa a unidade nativa de uma cadeia de blocos, enquanto as fichas utilizam o mesmo padrão técnico que a moeda nativa.³³

³² Para a definição de moeda fiduciária, moeda electrónica como moeda fiduciária e moedas virtuais, ver Título II, Capítulo II.2.9.

³³ Por exemplo, de um ponto de vista puramente técnico, o éter seria visto como uma moeda, enquanto as fichas que são compatíveis com o ERC-20 (Ethereum Request for Comment Standard 20) seriam uma subespécie deste padrão de moeda e, portanto, seriam fichas. Note que também há moedas nativas que representam direitos. Seguindo o TVTG, estes seriam então fichas (nativas) (fichas de protocolo) representando direitos; *Nägele/Bergt, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatistische Grauzone?*, LJZ 2/18, S 63 (64); cf. <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, chamada em 08.08.2019, 20:10: "A moeda é uma moeda criptográfica com sua própria cadeia de bloqueio, geralmente criada por desenvolvedores a partir do zero ou por bifurcação. Você também pode encontrar o termo "altcoin", que implica uma moeda alternativa, ou seja, qualquer moeda que não seja Bitcoin"; veja também <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, chamado em 08.08.2019, 20:10: "As fichas são diferentes das bitcoins e altcoins, pois não são mineradas por seus proprietários [...] mas [significavam] ser vendidas por fiat ou moeda criptográfica, a fim de financiar o projeto tecnológico do start-up." Assim, as moedas são principalmente usadas - além de outras funções - em conexão com a construção de consenso por meio de um algoritmo de consenso (por exemplo, prova de trabalho ou prova de consumo) de uma cadeia de blocos.

Mas mesmo o texto da lei apenas indica que existem fichas que representam direitos, assim como fichas que não representam direitos (arg *"uma informação que pode representar direitos"*).³⁴ Tecnicamente falando, um token é um software³⁵ e como tal faz parte de uma medida de segurança de autenticação de dois fatores utilizada para autorizar o uso de serviços baseados em software.³⁶ Não se pode inferir dos materiais legais, nem se pode supor que as moedas sejam um subtipo de fichas e não representem direitos. Também é concebível que um token de protocolo ou token nativo, com o qual se podem realizar transacções numa

³⁴ Art 2 Parágrafo 1 lit c Z 1 TVTG conforme emendado por BuA 2019/54.

³⁵ Assim, as fichas de software, enquanto as fichas de hardware são armazenadas num dispositivo físico (carteira de hardware); cf. em relação às fichas como dados ou software no sentido de mercadoria e, portanto, uma ficha com valor intrínseco (ficha) em oposição às fichas como representação de uma reivindicação ou direitos de membro (dinheiro electrónico ou depósitos ou direitos de membro e direitos de reivindicação no sentido de instrumentos financeiros) Título II. Capítulo II.2.2.II.2.3.

³⁶ *Rosenblatt/Cipriani*, Autenticação de dois fatores: O que você precisa saber (FAQ), 15 de junho de 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, acessado em 28.08.2019, 21:32; Petruş, Como extrair dados de uma conta 2FA iCloud, 12, agosto de 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-dois-factor-autenticação/>, chamada em 28.08.2019, 21:34; autenticação multi.ou de dois-factores é um método de autenticação em que um utilizador de computador só tem acesso se fornecer duas ou mais provas (factores) de um mecanismo de autenticação. Os fatores se referem aos elementos conhecimento, posse e herança. Estes elementos correspondem aos da forte autenticação do cliente de acordo com o PSD II, ver Título II. Capítulo II.2.8.1.

cadeia de blocos, represente a propriedade de bens como os metais preciosos.³⁷ Seria essencial que o direito real a tal mercadoria esteja representado na ficha e que a pessoa autorizada a dispor da³⁸ ficha tenha assim também plenos direitos sobre o objecto especificamente representado. Como consequência do pleno direito de propriedade do objecto representado, a pessoa autorizada a dispor de tal ficha tem também o direito de reclamar a restituição deste objecto. A fim de criar efetivamente um dinheiro de mercadoria ou um padrão de ouro, o objeto ao qual o direito de propriedade é representado na ficha teria de ser mantido em custódia regular (*depositum regulare*). O custodiante levaria o objeto em custódia para o proprietário por ordem do proprietário (pessoa habilitada a dispor da ficha) como um terceiro proprietário (agente da propriedade).³⁹

³⁷ Assim, por exemplo, poderia ser formada uma moeda de ouro ou um padrão de ouro, o que, segundo a teoria monetária económica, aumentaria a velocidade do ouro simbólico e, consequentemente, destruiria em certa medida o carácter de preservação do valor do ouro.

³⁸ A reescrita pela pessoa que pode dispor legalmente da ficha parece ser a única solução dogmaticamente praticável, já que uma propriedade seria baseada no elemento corpus (poder de disposição), enquanto um proprietário precisa de um animus (*possidendi*) além do corpus (*animus rem sibi habendi* ou *animus rem alteri habendi*). A propriedade, por outro lado, não se baseia no real, mas na relação jurídica de domínio. No entanto, segundo a lei do Listenstaine, uma ficha não representa uma coisa e as disposições do direito de propriedade só são aplicáveis no decurso da implementação do TVTG de forma análoga ou funcional adequada (não equivalente funcional); ver BuA 2019/54, p. 126.

³⁹ O objeto estrangeiro é mantido em custódia para o proprietário com a intenção de posse; Art. 499 (2) e Art. 503 (1) primeiro caso em conjunto com Art. 510 SR; ver *Besitzanweisung* § 375 öABGB em conjunto com § 428 3º caso öABGB (desenvolvido pela Rsp austríaca - *Besitzanweisung* em demarcação ao *traditio brevi manu* e ao *Besitzkonstitut*). Em contraste com a definição legal do

Uma pessoa com direito a dispor de tal ficha, que representa o direito de propriedade de uma mercadoria, também poderia, a seu critério, agir como proprietário do objeto cujo direito é representado (efeito erga-omnes dos direitos reais em oposição ao efeito inter partes entre as partes do contrato). Quando a pessoa com direito a dispor do token através da cadeia do bloco transfere o token, a propriedade do objeto especificado é transferida ao mesmo tempo (no caso concreto, por meio de uma ordem de posse ao custodiante, que a partir de agora é o proprietário indireto do objeto para a nova pessoa com direito a dispor do token).⁴⁰ Como há uma reivindicação real do objeto ao qual o direito de propriedade está representado no token, isto também pode ser exigido ou indexado a qualquer momento pela pessoa autorizada a dispor do token.⁴¹

Código Civil austríaco, o Liechtenstein, devido às suas disposições independentes do direito de propriedade, prevê de forma positiva que um objecto também pode ser adquirido se permanecer na posse de um terceiro. Isto é funcionalmente comparável ao § 931 deBGB, segundo o qual a propriedade pode ser transferida por cessão do direito de restituição (transferência por cessão).

⁴⁰ Causa ou título para a transferência de propriedade é um acordo ao abrigo da lei das obrigações entre a pessoa que transfere o token e a pessoa que o aceita, em que a modalidade é caracterizada pela transferência efectiva do token do endereço da carteira da pessoa que é obrigada a transferi-lo ao abrigo do acordo ao abrigo da lei das obrigações para o endereço da carteira da pessoa que está autorizada a fazê-lo. Uma transferência fictícia do título de propriedade através de um instituto de posse é também permitida pelo direito de propriedade do Liechtenstein - cf. *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, art. 187 SR, Rz 4 (S 406; art. 187 em conjunto com art. 503 SR).

⁴¹ No caso de falência, por exemplo, uma ação de exculpação pode ser segregada (Art. 41(2) KO) ou, se incluída numa execução, uma ação de exculpação pode ser proposta (Art. 20 EO).

- 18 Deve-se notar que um depositário deve devolver os mesmos itens que⁴²foram colocados em custódia segura, de acordo com as disposições do acordo do depositário.⁴³ Mesmo que um custodiante só tenha que devolver itens do mesmo tipo e qualidade⁴⁴, a custódia regular ainda pode ser necessária. O que importa é o que está estipulado no que diz respeito à propriedade. Se o depositário se tornar o proprietário, há uma custódia irregular (*depositum irregularum*); se o depositante continuar sendo o proprietário, há uma custódia regular. O fator decisivo para a custódia regular é, portanto, que o depositante continue sendo o proprietário.⁴⁵ A mistura ou troca pelo depositário de objectos com objectos do mesmo tipo e qualidade e do mesmo tamanho não afecta um acordo condicional de custódia regular, desde que o depositário não tenha o direito de dispor do objecto em seu próprio benefício e o depositante possa, portanto, fazer uma procuração em qualquer altura.⁴⁶
- 19 Assim, no caso de um contrato de custódia correspondente, a pessoa com direito a dispor de uma ficha, que representa o direito de propriedade de um objeto, deve ser vista como o proprietário de um objeto - por exemplo, um objeto colocado em custódia através de uma ordem de posse. Não existe apenas um crédito ao abrigo da lei das obrigações,

⁴² Dívida por unidade ou espécie.

⁴³ § 961 ABGB.

⁴⁴ Dívida de classe ou participação nos lucros. Uma dívida de classe especificada é tratada como uma dívida unitária.

⁴⁵ RIS-Justice RS0012049, *"Para a questão da presença de um depositário regular ou irregular, não depende da mistura dos objetos (dinheiro) depositados com objetos próprios do depositário, mas das intenções econômicas das partes.*

⁴⁶ *Parapatits in Schwimann/Kodek*, § 959 ABGB, Rz 4 ff; em caso de custódia irregular, porém, a propriedade de um item é transferida para o custodiante e o depositante só tem direito a reembolso nos termos do Código de Obrigações.

desde que o depositário não tenha direito de disposição a seu favor sobre o objecto depositado e o depositante ainda tenha a intenção de permanecer proprietário. Isto é por vezes essencial para excluir a existência de um instrumento financeiro simbólico, uma vez que não existe uma normalização a este respeito⁴⁷, mas sim um direito de propriedade individualizado. Como⁴⁸ consequência, mesmo assumindo que tal símbolo representa um papel tradicional (desmaterializado)⁴⁹, a equivalência funcional a instrumentos financeiros deve ser negada, uma vez que não existem acções permutáveis.⁵⁰ Por meio de um acordo entre as partes, é possível, no entanto, concordar que um custodiante possa fazer um pagamento de débito à parte com direito a dispor de um sinal se ele emitir bens do mesmo tipo e qualidade e na mesma medida, o que não altera a existência de custódia regular. Com efeito, portanto, a normalização poderia ter lugar ao nível do contrato de custódia através de um acordo correspondente, sem que tal constitua um instrumento financeiro.

⁴⁷ Ver Título II, Capítulo II.2.3.1a.

⁴⁸ Cf. também BuA 2019/54, p 104 f sobre a representação dos direitos de propriedade numa ficha.

⁴⁹ Segurança civil que representa uma reivindicação de devolução de um objeto; também papel de mercadoria (valor), conhecimento de carga, conhecimento de embarque. Ver também Art. 387 e Art. 504 SR.

⁵⁰ Cf. em relação à equivalência funcional para os títulos tradicionais de direito comercial BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html, 06.01.2009, emendada pela última vez em 17.02.2014, P 1.a).

1.3 Conclusão do direito de propriedade simbólica

- 20 Uma cadeia de blocos é uma base de dados descentralizada, pública e permanente. Dependendo do desenho dos direitos de leitura e escrita, pode ser utilizado para diferentes fins. Os protocolos Bitcoin e Ethereum são cadeias de blocos "públicos" e "abertos". Neste contexto, "público" significa que, ao contrário das cadeias de blocos "privados", todos têm permissões de escrita, enquanto uma cadeia de blocos "abertos" é baseada em permissões de leitura pública em oposição às cadeias de blocos "fechados".
- 21 De um ponto de vista puramente técnico, um token pode ser visto como um registro de dados ou software que está sujeito a uma medida de segurança de autenticação de dois fatores e pode posteriormente ser usado para autorizar serviços baseados em software. Com tal autenticação multi-factor, o utilizador de um programa de computador só terá acesso ao mesmo se forem comprovadas provas suficientes ou factores de autenticação. Tais factores são baseados nos elementos conhecimento, posse e herança, que também são encontrados em conexão com a forte autenticação do cliente de acordo com o PSD II.
- 22 Moedas ou - na dicção do TVTG - ficha são regularmente utilizadas em uma cadeia de blocos separada. Ao contrário destas Moedas, os Tokens não são gerados pela mineração, mas são emitidos em uma cadeia de blocos existentes, por exemplo, durante uma angariação de fundos. Esta terminologia é amplamente utilizada, especialmente na área técnica, mas não tem um impacto particular nas avaliações legais, pelo que os termos moedas e fichas podem ser utilizados como sinónimos, na medida do possível.

Mesmo que as moedas no sentido acima referido não tenham necessariamente de representar direitos, não devem ser vistas como moeda fiduciária (ou seja, não só papel-moeda, mas também moeda escritural e dinheiro electrónico), uma vez que têm um valor intrínseco no sentido de moedas virtuais em ligação com a construção de consensos numa cadeia de blocos, ou podem ter outras funções inerentes ao protocolo descentralizado. 23

Blockchains usam regularmente os chamados Contratos Inteligentes, que podem ser contratos no sentido legal, mas são principalmente scripts permanentes e são baseados em Agoric Computing. 24

Os tokens não representam nada no sentido do direito de propriedade do Liechtenstein devido à falta de fisicalidade. Somente com a entrada em vigor do TVTG em 01.01.2020, as disposições do direito de propriedade serão aplicáveis aos tokens por analogia. Independentemente disso, aplica-se o princípio "Substância sobre Forma", que deve ser examinado em relação ao que um símbolo representa. Se, por exemplo, um depositário detém um objecto em custódia segura para uma pessoa com direito a dispor de um token de acordo com o depositum regulare, tal token representa efectivamente o direito de propriedade do objecto colocado em custódia segura. 25

2. Títulos de acordo com o PGR e suas funções

Os títulos são regulamentados no §§ 73 e seguintes da Divisão Final do PGR. Para efeitos do PGR, os títulos são documentos nos quais um direito é titularizado, para que só possa ser realizado, reivindicado ou 26

transferido com o documento. Além disso, as disposições sobre certificados de acções aplicam-se aos títulos.⁵¹ Uma definição semelhante pode ser encontrada no artigo 965 do Código das Obrigações da Suíça. Deve-se notar que o PGR é baseado no primeiro esboço de *Eugen Huber* para a revisão dos Títulos 24 a 33 do Código das Obrigações suíço de 1919, que nunca foi implementado na Suíça sob esta forma. Ao⁵² contrário da Áustria e da Alemanha, tanto o direito do Liechtenstein como o direito suíço fornecem assim uma definição legal do termo "valores mobiliários".⁵³

- 27 A titularização destina-se a alcançar ainda maior negociabilidade e negociabilidade. Existem vários princípios que se aplicam aos valores mobiliários, e estes princípios são entendidos como as funções dos valores mobiliários para assegurar a rápida e segura transferibilidade ou reivindicação dos direitos sobre os valores mobiliários. A transferência simples é alcançada pela transferência da segurança (função de transporte). Além disso, o documento de garantia serve como prova e o devedor só pode fazer o pagamento à pessoa que a ele tem direito através do documento; 54 não é necessário um acordo sobre a transferência,

⁵¹ § Seção 73 da seção final sobre o PGR.

⁵² Ver Capítulo I.3, margem nº 45; *Frick*, The types of shares under Liechtenstein company law, p. 24; *Frick* in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth, 2013, The recent development of Liechtenstein company law in the light of EEA membership, p. 193 (196).

⁵³ Ver *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, p. 17 mwN.

⁵⁴ BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 17, 19 ff.

como é o caso da cessão de créditos por meio de cessão (função libertadora do devedor para a pessoa que tem direito à garantia, libertando assim a dívida; ao mesmo tempo, o direito de receber o pagamento - a legitimação - é demonstrado pela apresentação da garantia que certifica um determinado direito; o pressuposto aplica-se que o titular da garantia também tem o direito de dispor dela)

A incorporação de um direito numa escritura também tem o efeito circunstancial ou traz consigo a prova de que o direito realmente existe de acordo com o conteúdo da escritura (função indicativa e probatória). O direito é adquirido na medida descrita nos acordos de segurança e os acordos não titulados são irrelevantes (limitação de objeção ou exclusão de objeção em conexão com a função probatória ou responsabilidade bíblica). A exclusão de objeção está, por sua vez, estreitamente relacionada com a função de apresentação ou protecção do mercado. A função de apresentação tem como consequência que um devedor só pode fazer o pagamento ao titular de um título - que o exhibe ou apresenta. A função de apresentação, que não pode ser vista completamente desligada da função de prova, libertação e legitimação, conduz, em última análise, à função de protecção da transacção, segundo a qual a segurança pode ser adquirida de boa fé pela pessoa que não tem o direito de dispor da segurança.⁵⁵ 28

Os títulos são assim caracterizados em particular pela sua função probatória, função de legitimação e libertação, exclusão de objeções, 29

⁵⁵ BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 19 ff.

função de transporte e função de apresentação e protecção de tráfego. A negociabilidade é assim protegida em particular pela possibilidade de aquisição à parte não liquidada, mas também pela aplicabilidade do direito titularizado, independentemente do direito efectivamente criado ou existente - para além da escritura - ou, se necessário, também modificado no seu conteúdo.

2.1 valor indicativo e probatório

- 30 § A Secção 73 da Divisão Final do PGR define uma segurança com base em três critérios. Estes são um documento, a securitização de um direito neste documento e uma certa conexão entre o documento e o direito.⁵⁶ Assim, o direito de um título não pode ser realizado, reivindicado ou transferido para outros sem o certificado. O componente de transferência é essencialmente baseado na função de transporte.⁵⁷ Uma escritura é uma declaração de direito privado sobre um documento.⁵⁸ Em tal documento, os direitos de reivindicação, filiação ou mesmo direitos de propriedade podem ser registados. Os direitos de reivindicação podem ser todas as reivindicações ao abrigo da lei das obrigações, enquanto que os direitos de membro incluem certos direitos nas empresas - ou seja, direitos de controlo e/ou participação. Além disso, um título também pode representar reivindicações reais. Esses títulos de mercadorias

⁵⁶ *Kuhn* in CHK - Comentário manual sobre o direito privado suíço, Art 965 OR, N 19.

⁵⁷ Ver Capítulo I.2.4.

⁵⁸ *Kuhn* in CHK - Comentário manual sobre o direito privado suíço, Art 965 OR, N 20.

(valor) são títulos que representam objetos; a transferência de um título de mercadoria corresponde à transferência da própria mercadoria.⁵⁹

A referida conexão entre escritura e lei é acordada por meio de uma cláusula de títulos. Um título não tem um efeito meramente circunstancial, mas legitima uma certa pessoa a exigir um serviço titularizado. Ao fazer um pagamento à pessoa designada, o devedor libera-se da sua obrigação. Tais direitos de títulos também são transferidos por cessão da escritura e não podem ser cedidos de qualquer outra forma.⁶⁰ Um título prova assim que existe um certo direito em relação ao emitente, que é devido de acordo com o conteúdo do documento.⁶¹

⁵⁹ *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 965 OR, N 21; ver Art 504 SR.

⁶⁰ *Kuhn* in CHK - Comentário manual sobre o direito privado suíço, Art 965 OR, N 22 e N 26.

⁶¹ De acordo com o § 294 do ZPO, documentos particulares - se assinados - comprovam plenamente que as declarações neles contidas provêm do emissor. Segundo o § 312 do ZPO, a autenticidade de um documento privado é considerada indiscutível se não tiver sido feita nenhuma declaração sobre a sua autenticidade. Ao contrário da Alemanha, não existe no Liechtenstein o chamado procedimento documental no qual um título de execução pode ser obtido por meio de um procedimento acelerado - cf. § 592 de ZPO "*Um crédito que tenha por objecto o pagamento de uma determinada quantia em dinheiro ou a execução de uma determinada quantidade de outros objectos fungíveis ou títulos pode ser reivindicado no procedimento documental se todos os factos necessários para fundamentar o crédito puderem ser provados por documentos.* Independentemente disso, no entanto, o procedimento de cobrança ou o procedimento de condução da dívida de acordo com o §§ 577 ff ZPO está aberto.

2.2 Função de libertação e legitimação

- 32 O efeito de libertação e de legitimação dos títulos é regulado duas vezes no Liechtenstein. Por um lado, o § 1393 ABGB declara que as notas promissórias em nome do portador - ou seja, títulos ao portador - são cedidas por entrega e, portanto, não exigem qualquer outra prova além da posse; a escritura identifica assim o credor legítimo e legitima o proprietário (no caso de títulos ao portador).⁶² Por outro lado, o § 74 § 2 da Divisão Final do PGR regula o direito de legitimação em relação aos títulos. Esta⁶³ disposição do PGR estipula que um devedor - a menos que⁶⁴ aja de má fé ou negligência grave e no vencimento, mas não antes - pode fazer o pagamento ao titular de um título em quitação da sua dívida. Mesmo que a pessoa que se legitima da caução tenha perdido a sua posição como credor, a parte obrigada da caução pode saldar a sua dívida pagando à pessoa expulsa e não tem de pagar novamente ao credor efectivamente habilitado. A⁶⁵ legitimação e a libertação estão assim também ligadas à protecção do tráfego.⁶⁶
- 33 A posse de um título legitima a pessoa identificada pelo papel como credor. Assim, o direito de alienação não tem de ser provado por uma

⁶² *Micheler*, lei de títulos entre lei de obrigações e lei de propriedade, p 37 f.

⁶³ O PGR tem precedência como *lex specialis* em princípio - ver também § 35 n° 1 da Divisão Final do PGR, segundo o qual a referência às disposições gerais do Código das Obrigações e do direito de propriedade se refere principalmente às disposições do ADHGB e subsidiariamente às do ABGB.

⁶⁴ Na lei sobre letras de câmbio, a data de vencimento é a data a partir da qual uma letra de câmbio se torna devida.

⁶⁵ *Kuhn* in CHK - Comentário Manual sobre Direito Privado Suíço, Art 966 OR, N 4 ff

⁶⁶ Ver Capítulo I.2.3.

cadeia completa de transmissão dos credores anteriores. Se o proprietário e, portanto, credor de um título apresentar o direito documentado, o devedor tem de pagar à pessoa expulsa.⁶⁷ Como já foi explicado, o § 74 § 2 da Divisão Final do PGR não diz nada sobre o direito material do proprietário; o mesmo se aplica ao § 1393 ABGB. No entanto, o proprietário (no caso de instrumentos ao portador) ou, em geral, a pessoa expulsa é considerada credora. Se um devedor desejar contestar o direito de disposição de um expulso, ele carrega o ônus da prova.⁶⁸

Como segundo lado da mesma moeda, a função de libertação é a contrapartida do devedor à função de legitimação da pessoa designada como titular de um título. O devedor só pode fazer o pagamento liberatório da dívida à pessoa que se identificar como credor com direito a uma garantia e deve confiar no documento titularizado como prova. O devedor também pode fazer o pagamento a uma pessoa que não tenha direito a dispor da dívida, desde que a primeira se identifique mediante a apresentação de um título e o entregue.⁶⁹ Deve-se notar que o efeito de descarga de dívida sobre o credor anterior, nos termos do § 1395 ABGB, não se aplica na lei de valores mobiliários, uma vez que apenas aqueles que são identificados por meio de um título devem ser pagos. Ao contrário da Áustria, isto não pode ser justificado ao abrigo do direito consuetudinário para o Liechtenstein, uma vez que aqui, voltando ao artigo 966 do Coro, o § 74 da Divisão Final do PGR afirma que um

⁶⁷ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 38; isto também está relacionado com a função de apresentação, ver Capítulo I.2.3.

⁶⁸ *Micheler*, Securities law between debt and property law, p 38 f; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 4.

⁶⁹ *Micheler*, Securities law between debt and property law, p. 39; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 6.

devedor só é obrigado a fazer o pagamento contra a apresentação da garantia pela pessoa indicada na escritura e também pode fazer o pagamento a este credor formalmente correcto na quitação da dívida.⁷⁰

- 35 Para os títulos registados, a isenção e o efeito de direito também é regulado separadamente no § 83 da Divisão Final do PGR, que remonta ao Art. 975 do COR. De acordo com esta disposição, um devedor só pode fazer o pagamento em quitação da dívida à pessoa que detém o título registado por um lado e que também se identifica como a pessoa em cujo nome o título está registado.⁷¹ É notável que o PGR só fala de posse ou propriedade⁷² e se refere ao elemento corpus ou ao poder de disposição, enquanto o ABGB em seu § 1393 se refere explicitamente à posse e, portanto, também considera necessário um elemento animus (vontade de manter uma coisa).⁷³

⁷⁰ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 59 ff (esp. p. 62).

⁷¹ Ou como o sucessor legal da pessoa em cujo nome é emitido o certificado de títulos.

⁷² § Secção 83 (1) e provavelmente também implicitamente a Secção 75 (2) da secção final do PGR.

⁷³ Ver § 309 öABGB. Deve-se notar que o Art 498 n^o 1 SR em conjunto com o Art 501 SR refere-se exclusivamente ao poder de alienação do imóvel como proprietário, enquanto que o Art 443 SR atribui novamente um componente de vontade ao imóvel. Além disso, deve-se notar que as disposições gerais do Código Civil Austríaco (ABGB) também interagem com o Art. 5 § 1 SR. A questão de saber se é necessário um elemento de vontade para a posse não está esclarecida na doutrina do Liechtenstein devido à mistura da recepção. De acordo com a doutrina suíça, porém, não é necessária nenhuma vontade de posse (cf. *Stark/Lindenmann*, em *Berner Kommentar*, 4^a edição, Art 919 ZGB, N 26) e é, portanto, em grande parte equivalente ao poder de disposição austríaco no sentido de propriedade. Em grande parte porque a lei suíça não faz uma distinção

2.3 Apresentação ou função de protecção de tráfego

A função de apresentação resulta do § 74 para. 1 da Divisão Final do PGR. Por conseguinte, o devedor de um título só é obrigado a actuar contra a apresentação e entrega do título. Se alguém quiser fazer valer o direito evidenciado por um título sem a apresentação do mesmo, o devedor deve recusar a execução.⁷⁴ 36

Os títulos são tratados em termos de direito de propriedade - *o direito sobre o papel segue o direito sobre o papel*.⁷⁵ A transferência de títulos ao 37

clara entre corpus e animus e, por vezes, argumenta-se que o poder de disposição também implica uma vontade de possuir. Cf. *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, Art 489 SR, Rz 1 ff (S 491); contudo, em relação ao sistema jurídico do Liechtenstein, *Opilio*, com referência ao Art 501 § 1 em conjugação com o Art 510 § 1 SR, defende um elemento animus na posse, *ibid*, Rz 6; ao qual se deve estar de acordo, pelo que se deve ter em conta que o Art. 510 § 1 SR se refere à posição do proprietário (que se caracteriza não só pelo poder de influência mas também pelo poder de exclusão erga omnes - ver *Winner in Rummel/Lukas*, ABGB, 4ª ed. Auflage, § 354 ABGB, Rz 1) e assim se refere à pessoa a quem um assunto pertence legalmente. Isto não implica necessariamente um componente de vontade, uma vez que o Art. 509 § 1 SR prevê a presunção legal de que o proprietário de um veículo também é considerado como seu proprietário. No entanto, o componente do testamento é explicitamente abordado no Art. 501 § 2 SR (mesmo que isso não seja derivado da doutrina suíça, mas é baseado em um acordo de vontade no sentido de um contrato de posse - ver *Stark/Lindenmann* em *Berner Kommentar*, Art 922 ZGB, N 40 f e N 65 ff). A partir daí, porém, pode-se deduzir, em apoio ao elemento de vontade, que a posse só é adquirida assim que o corpo é transferido e o proprietário anterior desiste do seu animus rem sibi habendi (e, consequentemente, tal vontade é estabelecida pelo destinatário). O artigo 514 SR também se refere à vontade de possuir.

⁷⁴ *Kuhn* in *CHK* - Comentário manual sobre o direito privado suíço, Art 966 OR, N 3.

⁷⁵ *Frick*, The types of shares under Liechtenstein company law, p 97.

portador é assim, com referência ao artigo 501 SR em conjugação com o § 75 § 2 da Divisão Final do PGR, em princípio efectivamente efectuada através da transferência do documento. No entanto, os títulos ao portador, como outros tipos de títulos, podem ser transferidos para o PGR de acordo com o § 75 § 1 da Divisão Final do PGR através de um contrato escrito e a transferência do título. O proprietário do título está sujeito à presunção legalmente refutável de que ele também é o legítimo proprietário. A função de protecção da transacção é baseada no Art. 172 § 2 do SR e protege o comprador de boa-fé de um título em sua posse. Isto protege ou garante a comerciabilidade dos títulos, uma vez que as defesas contra um comprador de boa fé de um título são limitadas; o comprador de boa fé não pode, portanto, fazer qualquer indicação sobre a comerciabilidade do título. Para títulos ao portador securitizados, esta limitação de defesas ou função de protecção do mercado deriva adicionalmente do artigo 514 SR, que declara explicitamente que os títulos ao portador que tenham sido perdidos para o proprietário contra a sua vontade⁷⁶ não podem ser contestados pela pessoa que os adquiriu ou recebeu de boa fé.⁷⁷

- 38 Para documentos de encomenda, a protecção de tráfego é também regulada especificamente no § 88 da Divisão Final do PGR. Esta disposição corresponde ao artigo 1146 do ROR e o seu conteúdo é idêntico ao § 96 (1) da Divisão Final do PGR (regulamento dos instrumentos ao portador), que corresponde ao artigo 979 do ROR. O objectivo da di-

⁷⁶ Este direito de propriedade também implica um elemento de vontade de posse; ver FN 73.

⁷⁷ *Frick*, Os tipos de acções ao abrigo do direito das sociedades do Liechtenstein, S 97 mwN.

posição é proteger o mercado, uma vez que o devedor só pode levantar defesas contra um destinatário de boa-fé que se baseiam no conteúdo e no⁷⁸ estatuto válido do título, ou que o devedor tem o direito de levantar directamente contra o titular do título.⁷⁹

2.4 Função de transporte

A função de transporte dos títulos significa, como o nome indica, que os direitos titularizados podem ser transferidos simplesmente através da transferência do certificado - possivelmente endossado - dos títulos.⁸⁰ A função de transporte também deriva do Art. 73 (1) da Divisão Final do PGR, segundo o qual os direitos securitizados em uma escritura só podem ser transferidos por meio da transferência da escritura.⁸¹

2.5 Conclusão sobre funções no âmbito da lei de valores mobiliários e sua aplicação aos títulos escriturais sob a TVTG e PGR novo

39

40

⁷⁸ O Art. 1146 reitor utiliza um "ou disposição" em termos jurídicos, o que provavelmente também faz sentido para o direito do Liechtenstein, uma vez que seria incompreensível que só pudessem ser levantadas objecções contra o conteúdo e/ou validade da escritura se estas fossem dirigidas contra a existência e conteúdo da escritura.

⁷⁹ *Kuhn* in CHK - Comentário manual sobre o direito privado suíço, Art 1146 OR, N 1.

⁸⁰ BuA 2019/54, S 110 e S 165.

⁸¹ Ver também *Kuhn* in CHK - Hand Commentary on Swiss Private Law, Art 965 OR, N 15.

No caso de títulos escriturais, a função de transporte é substituída pela inscrição no registo de títulos escriturais, através da entrega do certificado de títulos, de acordo com a TVTG.⁸²

- 41 Além disso, os valores mobiliários escriturais têm a mesma função que os valores mobiliários nos termos do artigo 81a da Divisão Final da PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93 (LGBI 2019.304). Isto significa que os direitos de entrada de livros também têm uma função imanente de protecção de tráfego e que deve ser possível adquirir de boa fé os direitos de entrada de livros recentemente introduzidos no PGR por meio do TVTG. *"Se a transferência de títulos de dívida não titulados não tem uma base legal comparável à da titularidade, isto está certamente presente no caso de títulos escriturais sob a forma de inscrição no registo de direitos escriturais que constitui o direito escritural, desde que a Sociedade assegure a actualização fíável [...] do registo de direitos escriturais e emita ao respectivo credor um certificado de prova da inscrição não pública."*⁸³ O facto de o regime de direito de propriedade também se aplicar aos títulos escriturais é visível nos materiais legislativos do TVTG, que também tratam dos títulos escriturais positivamente introduzidos de acordo com o PGR.⁸⁴ Em contraste, o princípio da abstracção só se

⁸² § § 81a para. 4 da última seção do PGR, conforme emendado pelo Diário Oficial da República de 2019/54; ver *Jung*, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, Art 622 OR, N 135.

⁸³ *Jung*, The share as effects in Zurich Commentary, Art 622 OR, N 136 f.

⁸⁴ BuA 2019/54, p 110 f - *"De acordo com a definição legal no § 81a para. 1 SchlT PGR, títulos escriturais são "direitos com a mesma função que os títulos". Estes beneficiam de uma função de transporte, de legitimação e de libertação, bem como de uma função de protecção de tráfego ("aquisição de boa fé do direito de acordo com os princípios do direito de propriedade") ou de limitação de defesas. Estas*

aplica aos direitos simbólicos de entrada de livros sob o TVTG, enquanto o princípio da causalidade continua a aplicar-se aos direitos de entrada de livros sob o PGR.⁸⁵ Assim, se uma transacção obrigatória efectiva não se materializar ou for subsequentemente cancelada, os direitos de entrada contabilística simbólicos nos termos do TVTG devem ser revertidos ao abrigo da lei do enriquecimento, enquanto que os direitos de entrada contabilística podem ser reindexados nos termos do PGR.⁸⁶

Finalmente, no que diz respeito aos direitos de inscrição contabilística no PGR, a função de legitimação e de libertação está agora também ligada à inscrição no registo dos direitos de inscrição contabilística. 42

3. Tokens como títulos desmaterializados de lege lata?

Neste capítulo, as fichas são tratadas como títulos escriturais, de acordo com a situação legal anterior à entrada em vigor do TVTG. Se direitos, tais como o de ser membro ou reivindicar direitos, estiverem representados numa ficha, nenhuma garantia é emitida, uma vez que uma ficha 43

funções baseiam-se na inscrição no registo dos valores mobiliários escriturais e, na opinião do legislador, existe uma equivalência funcional entre os valores mobiliários e os valores mobiliários escriturais. *"Esta equivalência funcional justifica a equivalência sem restrições dos títulos escriturais com os títulos de acordo com o § 81a SchlT PGR"*. (BuA 2019/54, p 111)

⁸⁵ *"Devido à finalidade das transações em sistemas baseados em tecnologias confiáveis, como a cadeia de blocos, o TVTG parte do princípio causal prevalecente no direito civil do Liechtenstein para o princípio da abstração em relação a esta ordem"*. (BuA 2019/54, p. 126); *"A imutabilidade das transmissões em sistemas VT sugere que o princípio da abstracção deve ser assumido para disposições simbólicas"* (BuA 2019/54, p. 69).

⁸⁶ Para mais detalhes, consulte o Capítulo I.4.

não é um documento físico.⁸⁷ Por outro lado, isto significa que tais direitos - representados na ficha - são mantidos nos livros. Isto está de acordo com o Art 150 n° 1 PGR em conjunto com o Art 149 n° 3 PGR e Art 267 n° 1 PGR. O Art 150 n° 1 do PGR estabelece que os títulos só podem ser emitidos através de uma sociedade se tal estiver explicitamente previsto na lei, o que deve resultar em *argumentum e contrario* que nenhum título pode ser emitido se tal não for permitido por lei. Mesmo que seja este o caso, deve ser possível manter os títulos puramente em forma escritural, ou seja, como títulos não-certificados. Também em conjunto com o Art. 149 § 3 PGR, segue-se que, se não tiverem sido emitidos títulos, a transferência de acções da sociedade ou a criação de direitos reais limitados sobre as mesmas pode ser efectuada por contrato escrito. As disposições da Lei das Sociedades por Acções também estipulam que os certificados de acções só precisam ser emitidos, a menos que os estatutos da sociedade disponham de outra forma.⁸⁸ Assim, uma representação técnica simbólica não pode ser prejudicial à escrituração dos direitos das acções.

- 44 Além das disposições isoladas acima mencionadas, as disposições da lei de valores mobiliários podem ser encontradas nas disposições gerais do PGR e em disposições especiais como as da lei de sociedades anónimas, em particular na seção final do PGR.⁸⁹ A emissão de certificados de acções aos accionistas de uma sociedade anónima deve ser regula-

⁸⁷ Ver as observações introdutórias sobre o conceito de direitos de propriedade no Capítulo I.1.

⁸⁸ Art 267(1) PGR.

⁸⁹ § Seção 73 e seguintes da Divisão Final da PGR.

mentada nos estatutos de acordo com o Art. 267 n° 1 PGR; no caso normal, os títulos devem ser emitidos. O⁹⁰ regulamento segundo o qual um título de sociedade deve ser assinado por um membro do conselho de administração só pode ser aplicado se tiverem sido emitidos certificados e se tal não tiver sido renunciado nos estatutos da sociedade.⁹¹

Com o PGR de 1926, o legislador do Liechtenstein foi orientado pelo 45 trabalho preparatório de *Huber*⁹² para a revisão do Código das Obrigações suíço⁹³, razão pela qual este pode ser utilizado como base para a sua recepção, mas é preciso ter em conta que este projecto de revisão foi posteriormente revisto na Suíça e só entrou em vigor em 1937.⁹⁴ Se se comparar o direito das sociedades suíço no artigo 620 ff OR, falta um regulamento semelhante ao do artigo 267 PGR para a emissão de certificados de acções. Pelo contrário, algumas disposições do Código das

⁹⁰ "A obrigação de emitir um certificado de acções (certificado de acções, certificado de acções, título de acções) só se aplica à sociedade se o contrato de sociedade não estipular o contrário.

⁹¹ Art 267(3) PGR.

⁹² Prof. Dr. *Eugen Huber*, advogado e criador do Código Civil Suíço (ZGB), 1849 - 1923; <http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919ackurl=auto>.

⁹³ *Frick* em 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für *Delle Karth*, 2013, The More Recent Development of Liechtenstein Company Law in the Light of EEA Membership, S 193 (S 196).

⁹⁴ Cf. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p. 19 (Rz 55).

Obrigações suíço referem-se explicitamente à existência de títulos de acções como certificados físicos ou valores mobiliários. A⁹⁵ fim de realizar títulos desmaterializados, a Suíça adotou a Book Entry Securities Act.⁹⁶

- 46 No entanto, mesmo que a lei só preveja no Liechtenstein e não na Suíça que a emissão de certificados de acções pode ser dispensada ou pode ser dispensada nos estatutos, a prática suíça também reconhece a dispensa da emissão de certificados de acções, pelo menos no que diz respeito a "pequenas" sociedades por acções ou empresas unipessoais⁹⁷;

⁹⁵ Cf. por exemplo, Art 622 § 5 e Art 686 § 3 OR; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, direito das sociedades suíço, § 43 N 2 mwN.

⁹⁶ BEG, AS 2009 3577, em vigor desde 01.10.2009. Esses títulos escriturais ou valores mobiliários escriturais não devem ser confundidos com títulos transferíveis por transferência bancária nos termos do artigo 392^o ff SR, que constituem garantias financeiras nos termos do artigo 2^o (1) lit g da Directiva 2002/47/CE relativa a acordos de garantia financeira, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj>. Ver também Art 392 par. 1 fig. 7 SR.

⁹⁷ Ver também BuA 1998/153, 178; *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p. 187 f (Rz 458, FN 713): "Até a alteração do PGR com LGBL 1980/039 em 1980, era possível formar e gerir sociedades anónimas e sociedades de responsabilidade limitada privadas sob a forma de sociedade unipessoal, de acordo com o Art. 637 PGR. No entanto, esta disposição foi revogada e pelo menos a constituição de uma sociedade anónima já não pode ser realizada por uma só pessoa (cf. art. 281 e 288 PGR), mas a sua gestão pode. Foi apenas com a alteração do PGR LGBL 2000/279 em 2000 que se tornou possível a formação de uma sociedade de responsabilidade limitada por um sócio (Art 389 PGR). Isto correspondeu à implementação da Directiva das Empresas de um único Estado-Membro (artigo 2^o da 12^a Directiva das Empresas da UE 89/667/CEE), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/667/oj>, substituída pela Directiva 2009/102/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/102/oj>."

de acordo com os dogmas suíços, um accionista também não tem qualquer direito executório à emissão de um certificado de acções.⁹⁸

Também no Liechtenstein, o PGR não confere a um accionista o direito legal à emissão de um certificado de acções. No que respeita às acções ao portador, existe a obrigação de nomear um depositário, que mantém os accionistas detentores de acções ao portador num registo.⁹⁹ No que respeita às acções nominativas, a própria sociedade é obrigada a manter um registo de acções.¹⁰⁰ A manutenção do registo de acções está prevista por lei como uma actividade da administração, em contraste com a custódia do registo de acções, pelo que pode ser responsável por esta actividade com base na responsabilidade da administração perante a Sociedade, nos termos do artigo 218º e seguintes.¹⁰¹

⁹⁸ OGH a 09 C 271/98-201 de 03.03.2005, LES 2006, 161, diretriz d: "A AG só é obrigada a emitir um certificado de acções se nada mais estiver previsto no contrato de sociedade. É uma prática comum no Liechtenstein não emitir acções no caso das chamadas "Strohmannformgründungen" ou empresas unipessoais. [...] Os direitos de participação numa AG só podem, em princípio, ser transferidos de acordo com as regras de cessão"; Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p 80 f; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, § 43 N 2 ff.

⁹⁹ Art 326c PGR. Caso tenham sido emitidos documentos, estes também devem ser depositados junto do depositário, de acordo com o Art. 326a para. 1 PGR.

¹⁰⁰ Espécie 328 PGR

¹⁰¹ Art. 326b para. 4 PGR; cf. também para. 66d e para. 66e da Divisão Final sobre PGR. A transferência da gestão do registo de acções constitui uma delegação ou atribuição de tarefas de gestão na acepção do art. 348 PGR e um delegado pode ser responsabilizado pelo coadjutor no eligendo, instruendo e custodiando - cf. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorgans in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 163 ff (Rz 396 ff); ver também capítulo I.3.1.

- 48 Como já mencionado, o PGR prevê que¹⁰² os títulos só podem ser emitidos através da adesão se tal for explicitamente permitido nas disposições específicas do PGR. Se as securitizações forem emitidas contrariamente a essa disposição, elas são nulas nos termos da lei de valores mobiliários. Assim, no que diz respeito aos direitos do fundador de¹⁰³ uma pessoa jurídica, os certificados de cessão¹⁰⁴ só são considerados como meros documentos probatórios. No entanto, é possível, desde que os estatutos prevejam que o fundo de constituição de uma instituição estruturada em sociedade anónima seja dividido em acções e que estes certificados de acções sejam emitidos como valores mobiliários para além dos direitos do fundador.¹⁰⁵ Assim, se permitido por lei, os estatutos podem prever a emissão de títulos sobre a adesão; caso contrário, as acções titularizadas não podem ser emitidas.
- 49 Embora os certificados de acções emitidos de acordo com os estatutos devam ser considerados como valores mobiliários¹⁰⁶, o mesmo não acontece com a emissão de certificados de acções de uma GmbH/SàrL. Os certificados de acções também podem ser emitidos para direitos de membro de uma GmbH, mas estes são tratados como meros documentos probatórios, a menos que os estatutos prevejam expressamente que devem ser tratados como valores mobiliários.¹⁰⁷ Tais certificados de

¹⁰² Art 150(1) PGR.

¹⁰³ De acordo com o Artigo 543 para. 1 PGR, os titulares dos direitos do fundador de um estabelecimento constituem o seu órgão supremo.

¹⁰⁴ Instituições de direito privado de acordo com o Art. 534 PGR.

¹⁰⁵ Cf. Art. 540(4) PGR.

¹⁰⁶ Cf. Art 267(1) PGR, Art 268(4) PGR e Art 262(4) PGR.

¹⁰⁷ Art 401(3) PGR.

prova estão sujeitos à avaliação judicial gratuita de provas em um caso que seja apanhado em litígio.¹⁰⁸

Isto significa que, segundo o direito das sociedades do Listenstaine, 50 nenhuma obrigação de emitir títulos pode ser derivada quer de disposições especiais, como as relativas ao direito das sociedades anónimas, quer de disposições gerais que se aplicam a pessoas colectivas em geral; tal obrigação pode ser estipulada nos estatutos da sociedade.

No entanto, segundo o direito das sociedades suíço, se existirem títulos 51 não certificados, um accionista tem o direito de obter um certificado de prova do seu direito de dispor dos títulos que lhe foram atribuídos.¹⁰⁹ Este direito de emitir tais certificados de prova para a filiação desmaterializada e de reivindicar direitos também é válido segundo a legislação do Liechtenstein.¹¹⁰ O Liechtenstein sempre conheceu uma desmaterialização completa através do PGR, o que significa que os títulos são negociados sem quaisquer peças. Consequentemente, o sistema jurídico

¹⁰⁸ Art. 272 ZPO; em geral, em relação aos direitos patrimoniais e à avaliação judicial, também deve ser feita referência ao Art. 1, parágrafo 3 PGR, que diz o seguinte: *"Se uma disposição não puder ser derivada da lei, o juiz decidirá de acordo com o direito consuetudinário e, quando tal disposição não existir, de acordo com a regra que ele estabelecerá como legislador (decisão judicial)"*. Mesmo que esta singularidade do Liechtenstein pareça problemática em termos de separação de poderes, um juiz pode, em princípio, decidir em termos de encontrar justiça de acordo com uma regra que ele estabelecerá como legislador.

¹⁰⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, direito das sociedades suíço, §43 N 4, N 17 e N 59.

¹¹⁰ Cf. os certificados de depósito sob a forma de prova documental, nos termos do art. 326c n° 6 PGR; cf. também capítulo I.3.1.

do Listenstaine não depende necessariamente do agrupamento de títulos individuais eficazes através de construções improvisadas de autenticação, como a emissão de uma escritura global ou colectiva - embora tal estrutura também fosse possível.¹¹¹

- 52 Embora o relatório de consulta sobre o TVTG¹¹² tenha assumido erroneamente que os valores mobiliários escriturais não existem no Liechtenstein e só foram introduzidos no sistema jurídico do Liechtenstein com o TVTG¹¹³, esta opinião foi revista e corrigida no relatório e na moção sobre o TVTG.¹¹⁴ Para além do PGR, a legislação fiscal do Listenstaine também está familiarizada com os títulos desmaterializados e os títulos escriturais. Já em¹¹⁵ 1975, o Tribunal do Estado declarou que, por exemplo, os direitos do fundador de um estabelecimento (de direito privado) são considerados como valores mobiliários não certificados

¹¹¹ Cf. sobre a situação jurídica suíça relevante *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Swiss Stock Corporation Law, §43 N 59 ff.

¹¹² Neste momento ainda é "VTG".

¹¹³ VnB do Governo relativamente à criação de uma lei sobre sistemas de transacção baseados em tecnologias de confiança (Blockchain Act; VT Act; VTG) de 28 de Agosto de 2018, pp. 7, 81 e 132 ff - "*Para que os valores mobiliários possam ser incorporados num símbolo num sistema VT e aí transferidos sem desvios através de um certificado físico, é introduzida no direito do Liechtenstein a figura jurídica da lei dos valores mobiliários escriturais e, ao mesmo tempo, é criada a interface entre a lei dos valores mobiliários e a lei dos VT*". (S 81).

¹¹⁴ BuA 2019/54, p. 108 e seguintes - "*Deve-se notar também que a figura jurídica da lei do valor não é nova para o direito do Liechtenstein*". (S 109).

¹¹⁵ Cf. art. 12 § 1 lit. d SteG - "*Os títulos não cotados em bolsa, bem como os direitos e créditos não titularizados em títulos [...] devem ser avaliados de acordo com o valor de mercado [...]*".

nos termos da lei do Liechtenstein, "desde que contenham bens e não tenham o carácter de valores mobiliários".¹¹⁶

A forma jurídica do estabelecimento (de direito privado) introduzido com a entrada em vigor do PGR em 1926 também pode ser a razão pela qual o Liechtenstein está familiarizado com os valores mobiliários escriturais há quase 100 anos, uma vez que, como explicado acima, as acções do estabelecimento só são legalmente consideradas como valores mobiliários se tal estiver explicitamente previsto nos estatutos.¹¹⁷ Argumentum e contrario, devem ser considerados como valores mobiliários escriturais ou direitos de propriedade¹¹⁸ que representam direitos de membro ou direitos de reivindicação. Na sessão pública do Parlamento do Listenstaine de 25/26/27 de Outubro de 2000, relativa à alteração do PGR, também se afirma que, na ausência de um número claususus estrito na lei de valores mobiliários do Listenstaine, é possível emitir valores mobiliários estatutários ou contratuais não certificados.¹¹⁹

53

54

¹¹⁶ StGH 1975/002 de 29.04.1975, ELG 1973, 381.

¹¹⁷ Art. 540 § 4 PGR; cf. nota de margem 48.

¹¹⁸ Cf. o título factual - "direitos de propriedade" - do Art 304f PGR, que se refere aos certificados de participação que representam acções sem direito a voto e que, na sua forma concreta de codificação, se baseiam no direito suíço - ver *Binder/Vetter, Der Partizipationsschein - eine Auslegordnung in Lorandi/Staehelin* (Hrsg), *Innovatives Recht, FS für Ivo Schwander*, p. 275 (p. 278 ff).

¹¹⁹ LTP de 26.10.2000, Alteração do PGR (No 153/1988, Relatório da Comissão e Projeto de Lei emendado de 18 de setembro de 2000), 2ª leitura, S 1991 (esp *Wolff e Frommelt on Art 304f PGR*).

Além disso, a afirmação *de que "o direito dos títulos do Liechtenstein, independentemente da possibilidade de emitir títulos não certificados, tem sido relativamente influenciado pela ideia de associar um direito a um portador de informação física (escritura) desde a versão original do PGR em 1926 (ver Secção 73 (1) Divisão Final do PGR)"* deve¹²⁰ ser avaliada criticamente, uma vez que Frick declarou, já em 1980, que *"a maioria das sociedades anónimas registadas no Liechtenstein abstêm-se de emitir acções [...]"*.¹²¹ mesmo que a emissão de títulos ou ações em particular, como já foi explicado neste capítulo, seja o procedimento padrão para o PGR. No entanto, outras fontes também demonstram a familiaridade do sistema jurídico do Liechtenstein com títulos escriturais, tais como o Art. 1a, n.º 2 lit b BankV, que, no que diz respeito à excepção do conceito de depósitos, se refere a *obrigações ou outros títulos normalizados e emitidos em massa ou direitos não-certificados com a mesma função*. O legislador assume assim expressamente que os direitos titularizados, ou seja, os títulos com a mesma função, também podem ser emitidos sem certificação, ou seja, como direitos não-certificados.¹²²

- 55 Deve-se notar que, em princípio, não é possível adquirir créditos de boa fé, com exceção de uma cessão fictícia¹²³, uma hipoteca do proprietário sobre um crédito ou uma securitização em títulos (créditos securitiza-

¹²⁰ BuA 2019/54, p 108.

¹²¹ Frick, The types of shares under Liechtenstein company law, p 80 f.

¹²² Devido a um erro editorial, a referida autoridade legal continua a referir-se à WPPG em vez do Regulamento do Prospecto 2017/1129 ou da WPPDG do EEE; nota abaixo não é importante para a avaliação prudencial como um título transferível e, portanto, como um instrumento financeiro que é um documento físico.

¹²³ § Parágrafo 916(2) do ABGB.

dos). Isto significa que os direitos securitizados, ou seja, os títulos, podem ser adquiridos de boa fé, ao contrário dos direitos não certificados ou dos títulos desmaterializados, ou seja, os títulos escriturais. Uma vez que a TVTG aplica as disposições do direito de propriedade *mutatis mutandis*, é criado um regime ao abrigo do qual a aquisição de valores mobiliários escriturais - por vezes de forma simbólica¹²⁴ - é também abrangida pela protecção de boa fé.

Especialmente em relação aos tokens que representam o direito de propriedade de certos veículos, deve-se notar que, por falta de autenticação, eles não constituem documentos de mercadorias de acordo com o Art. 504 § 2 SR. Art 7 Para. 1 TVTG conforme emendado por BuA 2019/93 (LGBI 2019.301) foi analogamente modelado sobre a disposição do Art 504 Para. 1 SR e a disposição de um token também tem o efeito de dispor do direito representado pelo token. Art. 7 Parágrafo 2 TVTG conforme alterado por BuA 2019/93 estabelece que uma pessoa obrigada pela alienação do token deve assegurar que a alienação de um token também efetue a alienação do direito representado no token e que não haja alienação concorrente do direito representado; assim, deve haver um paralelismo legal entre a transferência do token e a transferência dos direitos representados no token. 56

¹²⁴ Por aplicação análoga das disposições do direito de propriedade, deve ser sempre verificado antecipadamente quais os direitos representados na ficha. Especificamente, a questão terá que ser colocada se estes representam direitos de valor. Nem todos os tokens devem necessariamente representar títulos escriturais no sentido do § 81a da Divisão Final da PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93; apenas esses títulos escriturais inscritos no registro dos títulos escriturais - mas não todos os créditos - são tratados pela TVTG da mesma forma que os títulos de crédito, razão pela qual as disposições do direito de propriedade também são aplicadas de forma análoga.

57

No entanto, como as disposições do direito substantivo são aplicadas de forma funcionalmente adequada na interpretação do TVTG, esta disposição também se aplica à disposição de fichas na ausência de uma disposição explícita em contrário, o que derogaria o Art. 504 § 2 SR. Isto significa que um beneficiário de boa-fé de um perigo tem precedência sobre o beneficiário de boa-fé de um direito de entrada em livro ou "direito de mercadoria" - que, de acordo com as declarações do TVTG, conforme emendado pelo Diário Oficial da União 2019/54, é basicamente equiparado a um instrumento de segurança ou de mercadoria no sentido da aplicação funcionalmente adequada das disposições do direito de propriedade.¹²⁵ Este processo - também referido pelo governo como sincronização - no Art. 7 § 2 TVTG conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93 e as obrigações resultantes aplicam-se exclusivamente à parte obrigada pela alienação de uma ficha, mas não dizem nada sobre a aquisição de boa fé dos direitos sobre um objeto representado numa ficha por um terceiro; a pessoa que adquiriu legalmente o direito de dispor de um token através de uma transação legal, mas não os direitos representados no token (por exemplo, a um objeto), poderá fazer valer os direitos de indemnização contra os devedores devido ao não cumprimento ou à rescisão do contrato.

58

O resultado parece satisfatório, uma vez que o regime dos títulos escriturais, que estão representados de forma simbólica, foi modelado pelo dos títulos e a protecção conferida pelo direito de propriedade foi-lhes também alargada, em aplicação análoga. Prima vista, contudo, este regulamento parece aplicar-se apenas aos títulos escriturais sob a forma de fichas de acordo com a TVTG, conforme alterado pelo BuA 2019/93 e

¹²⁵ Ver BuA 2019/54, p 204 f.

trataria os títulos escriturais clássicos sem a implementação técnica de uma ficha de forma desigual e, portanto, desvantajosa. No entanto, um esclarecimento a nível estatutário no sentido de que as disposições do direito de propriedade também devem ser aplicadas de forma funcionalmente adequada aos títulos escriturais ordinários - no sentido de títulos escriturais civis ou societários, tais como créditos, direitos de adesão ou co-propriedade e direitos de propriedade - resulta do artigo 81a (1) e (4) em conjunto com o artigo 81a (5) da Divisão Final do PGR conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93, tendo em conta o material legislativo correspondente. Estabelece que os títulos não certificados com a *mesma função* dos títulos podem ser emitidos ou os títulos existentes podem ser substituídos por títulos não certificados com a mesma função, desde que isso esteja de acordo com os documentos dos estatutos e com as condições de emissão. Além disso, os títulos não-certificados inscritos no registo de direitos escriturais podem ser adquiridos de boa fé, o que sugere que o regime criado no TVTG deve ser aplicado de forma análoga aos títulos não-certificados para títulos não-certificados não representados por fichas; a delimitação dos títulos não-certificados de meros créditos¹²⁶ é assim feita pelo registo de direitos escriturais especialmente introduzido, que também pode ser mantido electronicamente e de forma descentralizada e também pode ser combinado com outros registos, tais como o registo de acções ou o

¹²⁶ Ver Capítulo I.3. para a cláusula de títulos.

registro de acções num único registro. A transferência de títulos escriturais só pode ser efectuada através da actualização da entrada no registro de títulos escriturais.¹²⁷

- 59 Antes da entrada em vigor da TVTG, portanto, só era possível estabelecer uma aquisição de títulos de boa-fé, mas não de títulos escriturais. No entanto, devido à introdução do princípio da abstracção para as disposições simbólicas,¹²⁸ continua a ser o caso de, mesmo no caso de uma transacção de compromisso caducada, a transacção de disposição permanecer efectiva e só ter de ser liquidada de acordo com a lei do enriquecimento¹²⁹ - como era também o caso dos créditos no passado,

¹²⁷ § § 81a (1) e (4) em conjunto com o § 81a (5) da Divisão Final da PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/54; Diário Oficial da União 2019/54, p. 313 e seguintes.

¹²⁸ BuA 2019/54, p 69.

¹²⁹ Cf. BuA 2019/54, p. 191; o princípio de abstracção aplicável às normas de transmissão de acordo com o TVTG só pode ter um efeito eficaz se um símbolo representar uma coisa no sentido do direito de propriedade, um "res digitalis" - que não deve ser assumido (cf. Capítulo I.1) - ou o regime do direito de propriedade também se aplica de forma análoga, como é geralmente afirmado no TVTG. Neste caso, poder-se-ia indicar uma falta de raízes; contudo, devido ao princípio da abstracção, isto só resultaria numa inversão da lei do enriquecimento injusto (cf. Capítulo I.4). Isto parece rigoroso, uma vez que um sistema VT é tão definitivo quanto um sistema bancário central e, devido à falta de status real, as transacções devem ser processadas sob a lei de enriquecimento e não sob a lei de propriedade, se houver uma deficiência na transacção de compromisso ou se esta não tiver sido efetivamente concluída. Nota bene parece ter sido misturada aqui no VnB do governo a respeito da criação de uma lei sobre sistemas de transacção baseados em tecnologias confiáveis (lei Blockchain; lei VT; VTG) de 28.08.2018, p. 57 f, as reivindicações sob o direito de enriquecimento e propriedade. Um objeto de venda pode estar sujeito a uma designação

uma vez que nunca é possível utilizar uma obrigação. No entanto, como o princípio da abstracção não se estende para além do TVTG aos títulos escriturais especificamente introduzidos com a mesma função dos títulos do § 81a da Divisão Final do PGR, tal como alterado pelo Diário da República 2019/54, deve partir-se do princípio de que o princípio da causalidade continuará a ser-lhes aplicado e que também estarão sujeitos às disposições do direito de propriedade.¹³⁰

3.1 Transferência de direitos de valor

de direito de propriedade, enquanto que o preço de compra só pode ser conferido (cf. também o efeito sob o direito das obrigações e do direito de propriedade *ex tunc* vs o efeito sob o direito das obrigações *ex tunc* e o efeito sob o direito de propriedade *ex nunc* - cf. também a correção em BuA 2019/54, p. 197). Uma discrepância entre a situação jurídica nominal e a implementação efectiva de um sistema VT, tal como referido no VnB zum VTG de 28 de Agosto de 2018, p. 58, parece ser demasiado curta na sua implementação, uma vez que tal só acontece se um sinal estiver também sujeito às disposições do direito substantivo. O princípio da causalidade em si não diz nada sobre se uma reversão ocorre sob o direito do enriquecimento ou do direito de propriedade, o que às vezes é também um importante ponto de crítica ao princípio da causalidade - cf. *Honsell, Tradition und Zession - causal ou abstrato?*, in *FS Wiegand*, p. 349 (pp. 359 e 369). No entanto, parece interessante que o princípio da causalidade se aplique aos novos direitos de valor positivo no PGR, tal como alterado pelo TVTG BuA 2019/93, enquanto o princípio da abstracção se aplica apenas aos direitos de valor simbólico no âmbito do TVTG. Veja também BuA 2019/54, p. 69 - "*A imutabilidade das transmissões em sistemas VT o sugere, para que as alienações de fichas sejam baseadas no princípio da abstracção [...]*" - p. 197 - "*O governo considera justificada a introdução do princípio da abstracção para a TVTG [...]*" - p. 203 - "*O rei vindicatio, que pode ser aplicado de forma funcionalmente adequada, é quebrado pelo princípio da abstracção e uma ficha não pode mais ser exigida, mesmo que a transacção de compromisso seja defeituosa. A transacção de eliminação permanece abstracta em si mesma e sem causa. A conclusão das costas só pode ter lugar de forma legal*".

¹³⁰ Ver Capítulo I.3.5 e I.4.

- 60 O PGR não prevê quaisquer regras explícitas sobre a transferência desses títulos escriturais ou outros direitos de adesão ou dívida que não sejam securitizados. Apenas a disposição geral acima mencionada do Art. 149 § 3 PGR prevê que a transferência de uma filiação, bem como a criação de um direito real limitado nessa filiação, pode ser realizada por meio de um contrato escrito, desde que não haja direitos de preferência ou uma exigência de aprovação pelos órgãos sociais ou membros. No entanto, a transferência por meio de um contrato escrito parece ser extremamente obstrutiva, especialmente tendo em vista a tecnologia da cadeia de blocos, e destruiria as suas vantagens.
- 61 Contudo, não se deve perder de vista o facto de que as disposições gerais do PGR acima mencionadas constituem *lege generales*, que são derrogadas por disposições divergentes nos títulos sobre sociedades, estabelecimentos e fundações. A Lei das Sociedades Anônimas prevê exatamente essa especificação no Artigo 322 § 2 PGR, que deve ser visto como *lex specialis*. Esta disposição estipula que entre a subscrição de ações ou títulos e a emissão de tal escritura, são aplicáveis as disposições gerais do Código das Obrigações, ou seja, as disposições do Código Civil Geral, em particular as relativas à cessão de créditos e à assunção de uma dívida.
- 62 Assim, são relevantes as disposições de cessão dos artigos 1392 e seguintes do Código Civil Austríaco (ABGB) para a transferência de valores mobiliários escriturais. Uma cessão não é uma transação abstrata, mas requer uma transação subjacente válida (por exemplo, compra de créditos), além de uma transação de cessão. De acordo com o princípio da separação, tanto um título como uma modalidade são necessários para a transferência. A transação causal e a transação de alienação geralmente coincidem no caso de uma cessão, embora a transação de

cessão seja regularmente livre de forma. Na prática, é "dificilmente imaginável" que a obrigação formal de uma transação subjacente é refletida no contrato de transferência.¹³² Por conseguinte, segundo a legislação do Liechtenstein, com base na recepção austríaca, uma cessão não requer normalmente uma forma escrita - nem no caso de um compromisso nem no caso de uma transação de cessão. De acordo com o¹³³ Art. 326h PGR, uma cessão por sinal é efectiva, segundo a qual uma transferência de acções ao portador é efectuada através da inscrição de um novo proprietário no registo de acções de acordo com o Art. 326c PGR.¹³⁴

Tal transferência pode ser comprovada por um documento e o proprietário de uma ação ao portador tem o direito de solicitar tal recibo 63

¹³¹ *Heidinger em Schwimann/Kodek (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 13.*

¹³² *Heidinger em Schwimann/Kodek (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 9 e 12 f.*

¹³³ Isto deve ser considerado como tal, mesmo tendo em conta o facto de o Código Civil do Liechtenstein (ABGB) não reconhecer as atribuições por meio de sinais, nos termos do § 427 do Código Civil austríaco (öABGB), uma vez que a disposição sobre o direito de propriedade aí prevista foi revogada. O direito de propriedade do Liechtenstein (SR), que se baseia no direito suíço, não tem nada comparável, mas não se pode deduzir daí que a cessão requer uma forma escrita de acordo com o art. 165 OU, visto que a base jurídica austríaca (ABGB) e não a suíça (OR) foi recebida em relação ao direito das obrigações e deve, portanto, ser utilizada; cf. sobre o ato de cessão da cessão *Heidinger em Schwimann/Kodek (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, par. 18.*

¹³⁴ Cf. Art 326h n^o 1 e 3 em relação ao Art 326c n^o 2 PGR sobre acções ao portador.

de depósito, que é um documento meramente probatório, ao depositário.¹³⁵ Daí decorre que os direitos decorrentes da posição de accionista ou como titular de direitos de sócio e/ou reivindicação (direitos patrimoniais) podem ser transferidos por cessão e a entrega de um certificado físico não é obrigatória. A transferência ou a afirmação de direitos decorrentes de uma posição accionista depende -¹³⁶ no que respeita às acções ao portador - da inscrição no registo de acções mantido por um depositário.¹³⁷ Mesmo um recibo de depósito emitido de acordo

¹³⁵ Art 326c (6) PGR; BuA 69/2012, p. 22.

¹³⁶ Desde a alteração à LGBl 2013/067, o PGR já não reconhece as acções ao portador puro, uma vez que mesmo as acções ao portador devem ser registadas após uma avaliação MONEYVAL insuficiente do Liechtenstein, a fim de evitar o branqueamento de capitais ou o financiamento do terrorismo; cf. BuA 2012/69, p. 5 f.

¹³⁷ É dever do conselho de administração nomear um depositário (BuA 69/2012, p. 20). As pessoas sujeitas à devida diligência podem ser designadas como depositários, ou pessoas domiciliadas ou residentes no Liechtenstein, desde que também tenham uma conta no EEE em nome do accionista. Se uma empresa for obrigada a nomear um director-geral ao abrigo da legislação comercial ou um director-geral com autoridade estatutária especial nos termos do artigo 180a, n.º 3 PGR, só é necessária uma conta do accionista no EEE (artigo 326b, n.º 2 e 3 PGR). Embora o próprio conselho de administração seja responsável pela manutenção do registo de acções nominativas, o depositário e detentor do registo de acções ao portador não é expressamente tratado como um órgão de direito (cf. a dicção no §§ 66d n.º 1 e 66e n.º 1 da Divisão Final do PGR e ainda BuA 2012/150, p. 8). Contudo, tendo em conta que o depositário também é nomeado pela sociedade, representado pelo conselho de administração (atribuição necessária), ou pelo Tribunal Regional em processos não contenciosos, e que o depositário também deve ser inscrito no Registo Comercial nessa qualidade (Art 326b n.º 4 PGR), coloca-se a questão de saber se um depositário também detém um cargo num órgão directivo nos termos do Art 326a e seguintes PGR e é responsável como órgão directivo pelo exercício cuidadoso da actividade como depositário. Pode haver uma transferência de

tarefas para o depositário de acordo com o Artigo 348 PGR. Uma delegação de autoridade de acordo com o artigo 348 PGR caracteriza-se por uma tríade de deveres de cuidado que andam de mãos dadas com a delegação. Uma entidade delegante deve exercer um cuidado razoável na selecção (culpa in eligendo), na instrução (culpa in instruendo) e na supervisão (culpa in custodiendo). A selecção de pessoas e a instrução para desempenhar a função de custódia causam poucos problemas. No entanto, o Art. 326i para. 1 PGR regula a supervisão do depositário separadamente e atribui essa tarefa aos auditores. Esta divisão de responsabilidades poderia argumentar contra a existência de uma delegação e, conseqüentemente, contra o facto de o depositário ser um organismo. No entanto, em última análise, todos os critérios para uma delegação ou delegação nos termos do artigo 348 PGR são cumpridos e uma divisão de responsabilidades ou atribuição de responsabilidades aos auditores não exclui a existência de uma delegação nos termos do artigo 348 PGR. Particularmente no caso da nomeação de órgãos facultativos de supervisão ao abrigo do artigo 199º do PGR, é mesmo habitual uma divisão de responsabilidades no caso de delegação (no que diz respeito à supervisão). No entanto, isto não pode ser inferido da proposta legislativa, mesmo que os antecedentes de tal tratamento privilegiado de um custodiante em comparação com um detentor de um registo de acções sejam questionáveis e o tratamento diferente continue a ser incompreensível. A nomeação de um depositário em si pode ser tarefa do conselho de administração (e, portanto, transferível), mas não a actividade do depositário em si. O conselho de administração é o órgão de administração de uma sociedade anónima e existe uma presunção de competência a seu favor. O conselho de administração pode deliberar em todos os assuntos que não estejam reservados por lei ou pelos estatutos para outro órgão, em particular a assembleia geral de accionistas (ver Art. 716 CO e *Vogt*, http://www.rwi.uzh.ch/elt-lst-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat_learningObject2.html) "*A administração descreve a 'formação, execução e implementação do testamento' que serve para implementar o propósito da empresa.* - *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 32 (Rz 88) unter Bezug auf *Seeger*, Die Verantwortung gemäß Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und Gesellschaftsrechts, S 86; baseia-se, portanto, em decisões empresariais. Neste contexto, a actividade de custódia também pode ser vista como um

com o Art 326c para 6 PGR é meramente um documento de prova e não constitui uma garantia separada ou um direito de entrada em livro.¹³⁸ Independentemente disso, é de salientar que a transferência de títulos escriturais, bem como a transferência de títulos, pode estar sujeita a várias restrições, tais como restrições à transferência de acções. Deve-se também notar que as disposições do direito de propriedade não se aplicam aos valores mobiliários escriturais. A situação é diferente para os títulos escriturais de acordo com o § 81a da Divisão Final do PGR, que serão introduzidos no decurso do TVTG a partir de 1 de Janeiro de 2020 e devem ser inscritos num registo de títulos escriturais e, portanto, têm a mesma função que os títulos.

3.2 Manutenção do registo de acções em uma cadeia de blocos

- 64 Como já discutido no capítulo anterior, no que se refere às acções ao portador, o registo dos titulares de acções de uma sociedade deve ser mantido por um depositário. No caso de acções registradas, no entanto, a empresa deve manter um registo de acções. Isto é porque uma sociedade anónima deve conhecer seus membros ex lege.¹³⁹ Apesar da in-

acto puramente administrativo e não de gestão, pelo que o custodiante nos termos do Art. 326b PGR é, ao contrário do detentor do registo de acções nos termos do Art. 328 PGR, e não um órgão da empresa. Isto contraria a alegada sincronização dos registos de acções de acordo com BuA 2012/69, p. 30 aE.

¹³⁸ BuA 69/2012, p 22.

¹³⁹ Isto é particularmente importante quando se trata de transferir instrumentos de capital próprio simbólicos. Devido às disposições do direito societário, os direitos de membro só podem ser transferidos a pessoas conhecidas da empresa e que, portanto, são por ela identificadas. Reduzido aos direitos de membro

consistência da terminologia jurídica, o depositário ou - caso não tenham sido emitidos títulos físicos ao portador e, portanto, não possam ser depositados de acordo com o Art. 326a PGR - o registrador de ações ao portador não deve ser considerado como um órgão separado de uma sociedade anônima. No que respeita à¹⁴⁰ manutenção do registo de ações nominativas, no entanto, a posição do órgão executivo é mais clara do que com o registo de acções ao portador.¹⁴¹

simbólico de uma empresa, isto significa que tais tokens só podem ser transferidos para carteiras ou endereços identificados (a chamada solução de lista branca); deve ser tecnicamente assegurado que um direito de membro sob a forma de um token só pode ser transferido para endereços de carteiras cujas partes autorizadas tenham sido identificadas. No caso dos títulos de dívida, a situação é diferente, pois não está previsto no direito civil que um devedor deve estar sempre atento ao seu actual credor. Se o devedor não for informado da cessão do crédito contra ele, ele ainda pode fazer o pagamento ao credor anterior com efeito liberatório (§ 1395 ABGB). No entanto, como a afirmação dos direitos de um instrumento de dívida é feita diretamente através do símbolo, na prática, a consciência da cessão de direitos causará poucos problemas (paralelamente ao efeito de legitimação e libertação). Qualquer proibição de cessão deve ser observada; o Liechtenstein não adoptou a disposição austríaca sobre o carácter vinculativo das proibições de cessão no § 1396a öABGB.

¹⁴⁰ Art 326b (1) e (4) PGR. Uma presunção contra a nomeação do órgão executivo já é dada no § 66d para. 1 e § 66e para. 1 da Divisão Final do PGR. Cf. em detalhe FN 137.

¹⁴¹ Cf. Art. 328 § 1 PGR em relação ao § 66e § 1 da Divisão Final do PGR (arg *"como o órgão responsável da empresa"*).

De acordo com a legislação societária, é portanto obrigatório que uma empresa identifique os seus accionistas ao emitir instrumentos de capital.¹⁴² Nos termos do Artigo 326a para. 2 PGR, as acções ao portador de empresas cotadas e os fundos estão isentos da obrigação de depositar acções ao portador junto de um depositário.¹⁴³ Estes só devem ser mantidos no registo nos termos do Art 326c PGR; o mesmo deve acontecer com os títulos escriturais (de lege lata), que não podem ser depositados, mas apenas mantidos no registo. No registo mantido pelo depositário, o nome completo, data de nascimento, nacionalidade e domicílio ou o nome da sociedade e sede social do accionista, a data do depósito e - se o depositário não for uma pessoa sujeita à devida diligência nos termos da ADD - deve ser registada uma ligação de conta no EEE em nome do accionista.¹⁴⁴

- 66 Uma sociedade anónima deve também manter um registo (registo de acções) de accionistas registados, no qual os accionistas devem ser inscritos com o seu apelido, nome próprio, data de nascimento, nacionalidade e local de residência ou nome da sociedade e sede social. O registo tem um efeito constitutivo no estabelecimento dos direitos de

¹⁴² Em relação à Companhia, uma pessoa é considerada acionista se estiver inscrita no registo de acordo com o Art 326c n.º. 2 PGR ou no registo de acções de acordo com o Art 328 n.º. 2 PGR.

¹⁴³ Isto também se opõe ao estatuto de órgão do depositário de acções ao portador, pois de outra forma o depositário ou registador de uma sociedade anónima seria um órgão, ao passo que no caso de um fundo não seria necessário um tal depositário e consequentemente nenhum órgão seria responsável por isso. No caso dos fundos, a custódia deve ser efectuada por um depositário distinto da sociedade gestora (art. 57º e seguintes da AIFMG; art. 32º e seguintes da OICVMG).

¹⁴⁴ Artigo 326c(1) PGR.

membro de uma sociedade e apenas os accionistas se tornam accionistas face à sociedade que são inscritos no registo de acções logo após a sua criação (isto aplica-se pelo menos aos títulos escriturais, mas não aos certificados emitidos fisicamente, em que o direito ao abrigo do certificado segue o direito ao abrigo do certificado e, consequentemente, passa a existir no momento da emissão do certificado - e não apenas no momento da inscrição num registo). Uma entrada no registo de acções pode ser efectuada através da prova da transferência das acções.¹⁴⁵ De acordo com o Art. 182 n.º 1 PGR, o registo de acções deve ser mantido pelo conselho de administração; sendo um registo interno de uma sociedade, não está sujeito a crença pública, e apesar do seu efeito declaratório, aplica-se a presunção refutável de que uma pessoa registada é um accionista.¹⁴⁶ Isto também significa que os direitos de membro e os direitos a reclamações numa empresa podem ser desmaterializados e transferidos, pois não é a segurança em que tais direitos são evidenciados que importa, mas sim a inscrição no registo de acções ou no registo de acções.

De acordo com a lei suíça, a forma do registo de acções não é definida com mais detalhes para o positivismo legal. Para as empresas de capital aberto, é prática comum que o registo de acções seja mantido numa

¹⁴⁵ Art 328 Parágrafos 1 a 3 do PGR.

¹⁴⁶ *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 180 f e S 183).

base informática; no entanto, também pode ser mantido electronicamente para as empresas mais pequenas.¹⁴⁷ Em contraste, o PGR do Liechtenstein declara explicitamente que tanto o registo de acções como o registo de acções podem ser mantidos electronicamente. É essencial que o registo de acções seja mantido electronicamente, que possa ser legível a qualquer momento e que seja mantido na sede social da empresa.¹⁴⁸ Consequentemente, deve ser possível manter o registo de acções ou o registo de acções num registo descentralizado, por exemplo, uma cadeia de blocos. Deve-se notar que, devido à referência ao Art 1059 PGR,

¹⁴⁷ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Swiss Stock Corporation Law, §43 N 79; ver também *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 181), que indica "que o registo de acções deve ser mantido como "documento comercial" durante um período de dez anos a partir da dissolução da AG", de acordo com o Art. 142 § 1 PGR.

¹⁴⁸ Art 326c (4) e (5) PGR em conjunto com o Art 1059 PGR; Art 329a (1) e (2) PGR em conjunto com o 1059 PGR; cf. Secção 66e (1) (2) e (3) da Divisão Final do PGR, onde se nota que estas disposições não são novamente coordenadas. Assim, supõe-se que o depositário do registo de acções, no que respeita às acções ao portador, tem as mesmas obrigações de manter o registo que o conselho de administração no que respeita à manutenção do registo de acções. No entanto, condutas diferentes em relação à manutenção do registo nos termos do § 66d da Divisão Final do PGR ou em relação à manutenção do registo de acções são puníveis com coimas administrativas. Este tratamento desigual não é objectivamente justificado e também contradiz o paralelismo previsto em BuA 2012/69, p 30 f. BuA 2013/33, p. 5 esclarece que a manutenção eletrônica do registro de ações ou registro de ações não entra em conflito com o armazenamento necessário na sede da empresa; se o registro de ações for mantido eletronicamente, será armazenado em outros locais além da sede da empresa, mas isso é inofensivo.

os documentos necessários para a entrada ou registo devem ser guardados durante dez anos.¹⁴⁹ O período de retenção começa no final do exercício financeiro em que as entradas ou inscrições foram feitas.¹⁵⁰

As disposições sobre a manutenção de registos (electrónicos) no Art. 326c n.º 4 e n.º 5 PGR são baseadas no Art. 28 SPV (criação, retenção e acesso aos registos de diligência) a fim de evitar qualquer dupla entrada dos mesmos registos de dados. Deve-se notar que é possível manter registos eletronicamente através da base de acionistas, desde que seja garantido o cumprimento dos documentos subjacentes, os registos estejam disponíveis a qualquer momento e possam ser legalizados.¹⁵¹ Legalmente, é irrelevante se a gestão electrónica é efectuada numa base de dados central ou descentralizada, sendo possível a gestão das listas de accionistas na cadeia de blocos e tecnologias comparáveis. Deve-se notar que a manutenção de tais diretórios é necessária apenas para os direitos de membro, mas não para os direitos de dívida ou instrumentos não representativos de capital ou títulos não representativos de capital.

3.3 Registo de acções de conclusão na Blockchain

O PGR está familiarizado com a emissão de títulos desmaterializados, os chamados títulos escriturais, desde a sua entrada em vigor. Uma obrigação de emissão de títulos não pode ser derivada e os direitos de

¹⁴⁹ Ver BuA 2012/69, p. 23.

¹⁵⁰ Art 1059 (1) e (4) PGR.

¹⁵¹ Cf. BuA 2012/69, S 31 em conjugação com S 21 ff (esp S 23) em conjugação com Art 28 par. 2 SPV.

membro ou de dívida podem, portanto, ser emitidos sem um certificado físico. No entanto, isto deve ser estipulado nos estatutos, uma vez que no caso normal opcional, pelo menos no caso de uma sociedade anónima ao abrigo do nº 1 do art. 267º PGR, devem ser emitidos certificados de acções, salvo disposição em contrário dos estatutos.

- 70 O PGR estipula que uma empresa deve conhecer os seus accionistas. No caso de uma sociedade anónima, deve ser mantido um registo de acções dos accionistas em nome da sociedade e as acções ao portador devem ser depositadas junto de um depositário ou, se emitidas sob a forma de valores mobiliários escriturais pelo depositário, devem ser admitidas à cotação na bolsa de valores.
- 71 De acordo com o Art. 326c para. 4 PGR e Art. 329a para. 1 PGR, os registos de acções - tanto o registo de acções quanto o registo de acções - também podem ser mantidos eletronicamente, desde que possam ser tornados legíveis a qualquer momento. Neste contexto, os registos de acções também podem ser mantidos na cadeia de blocos, pois não faz diferença, nos termos da legislação societária, se a manutenção eletrônica do registo é realizada em uma base de dados central ou descentralizada.

3.4 Títulos vs. títulos transferíveis de acordo com o cânone da MiFID

- 72 Se os títulos de direito civil forem representados de forma simbólica - ou seja, se estiverem registados nos livros como títulos escriturais - e se os direitos representados não forem negociados individualmente, ou seja, se estiverem estruturados de forma normalizada e não estiverem sujeitos a quaisquer restrições à transmissibilidade, razão pela qual

também se pode assumir que são transaccionáveis no mercado de capitais, pode assumir-se que estes títulos (desmaterializados) constituem valores mobiliários no sentido regulamentar, ou seja, instrumentos financeiros.¹⁵² É importante notar que, para efeitos de classificação como um instrumento financeiro no direito de supervisão, é irrelevante se um título é efectivamente emitido ou um título escritural; embora a DMIF II fale de valores mobiliários transaccionáveis, isto inclui também os valores mobiliários escriturais¹⁵³; no entanto, ao abrigo do direito dos valores mobiliários civis, isto tem consequências significativas no que diz respeito às regras de transferência ao abrigo do direito de propriedade, ao contrário do que acontece no direito de supervisão de valores mobiliários.

Assim, não só é possível representar os valores mobiliários escriturais de direito civil em fichas, como também podem ser qualificados como instrumentos financeiros para fins regulamentares; as fichas também podem, portanto, representar instrumentos financeiros. Os instrumentos financeiros que são emitidos na forma de fichas são tradicionalmente mantidos nos livros e podem representar os mesmos direitos que os instrumentos financeiros convencionais. O princípio da *"Substância* 73

¹⁵² Ver a definição de instrumentos financeiros em pormenor no Título II, Capítulo II.2.3.

¹⁵³ Cf. também o artigo 3.º da CSDR no que respeita à gestão de títulos na conta de títulos.

sobre Forma” aplica-se aqui, e a tokenização apenas permite uma forma separada de transferibilidade (técnica).¹⁵⁴

- 74 A representação meramente técnica na ficha não influencia o estatuto jurídico como direito de valor civil (título) ou instrumento financeiro regulatório (título transferível ou direito de valor). Mesmo uma transferibilidade limitada de um direito de escrituração, que exclui a existência de um instrumento financeiro, não conduzirá a uma avaliação reguladora diferente através da tokenização, desde que a restrição tenha sido implementada de forma tecnicamente correcta; na melhor das hipóteses, coloca-se a questão do sentido económico de representar tais direitos de forma simbólica. Também no que diz respeito à normalização, a avaliação de supervisão deve basear-se na estrutura de direito civil da lei e a normalização não é automaticamente alcançada pela representação técnica em fichas, uma vez que os direitos individualizados (por exemplo, o direito de propriedade de um objecto específico e, portanto, uma obrigação específica) podem ainda ser representados na ficha em vez de direitos fungíveis definidos por tipo, âmbito e qualidade (características genéricas; objectos fungíveis).¹⁵⁵

¹⁵⁴ Cf. BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019 com referência à ESMA, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html, mesmo que o próprio artigo pareça julgar erroneamente o princípio citado e classifique os tokens como títulos (recte Wertrechte) sui generis, embora o token como camada técnica ou recipiente não acrescente nada ao direito representado de um ponto de vista puramente legal. Além disso, a abordagem segundo a qual o direito representado numa ficha - injuridicamente falando o "subjacente" - segue o direito na ficha também estaria completamente errada (NB: BaFin não aceita isto).

¹⁵⁵ Cf. Capítulo I.1.1 representação de uma unidade ou dívida genérica na ficha e, portanto, no que diz respeito à individualização ou normalização.

No que diz respeito ao critério de negociabilidade no mercado de capitais exigido para os instrumentos financeiros de acordo com a Secção C do Anexo I da DMIF II, assume-se regularmente que é esse o caso dos instrumentos financeiros simbólicos - a menos que seja tecnicamente impossível. Atualmente, o único obstáculo puramente factual é que ainda não existem locais de negociação de instrumentos financeiros simbólicos no Liechtenstein, e quase não existem locais de negociação organizados para instrumentos financeiros simbólicos na área da UE ou do EEE.¹⁵⁶ Contudo,¹⁵⁷ a falta de mercados de capitais organizados para instrumentos financeiros simbólicos não pode excluir a negociabilidade exigida para instrumentos financeiros, uma vez que essa negociabilidade fora dos mercados de capitais organizados (mercado regulamentado, MTF, OTF) também pode ser estabelecida através de negociações fora da bolsa (por exemplo, negociações OTC em um DEX). Desde que não se exclua tecnologicamente a negociabilidade, pode-se assumir que esta já existe com a emissão primária de instrumentos fi-

¹⁵⁶ De acordo com o website e registo da FMA do Liechtenstein, a partir de 17.08.2019, não existe um mercado regulamentado, MTF ou OTF no Liechtenstein, <https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, acedido em 15.09.2019, 16:36; a LDX (London Derivatives Exchange) com sede no Reino Unido tem uma licença da Financial Conduct Authority para prestar determinados serviços de investimento em relação a instrumentos financeiros, https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ, acedido em 15.09.2019, 16:36, em que o modelo de negócio, de acordo com a empresa, se refere a produtos financeiros simbólicos, <https://londondx.com/about/>, acedido em 15.09.2019, 16:36.

¹⁵⁷ Para a definição de mercados de capitais (organizados), ver Título II, Capítulo II.2.3.1b.

nanceiros simbólicos; caso contrário, às vezes seria necessária uma licença de supervisão a partir de um momento indeterminado e a FMA ou autoridade supervisora nacional não poderia exercer suas atividades de supervisão de acordo com as disposições.¹⁵⁸ Como explicado no Capítulo 3.2, deve-se observar que a implementação técnica da transferibilidade dos direitos de afiliação simbólica leva em conta o chamado mecanismo de lista branca, por meio do qual os direitos de participação simbólica só podem ser transferidos para endereços cujas pessoas autorizadas sejam identificadas, uma vez que é exigido pela legislação societária que uma empresa conheça seus membros.

3.5 Documentos de endosso e de nome puro sob a forma de fichas

- 76 A transferência de um título para a propriedade é geralmente efectuada através de um contrato escrito e a transferência do título.¹⁵⁹ Esta disposição aplica-se aos títulos registados¹⁶⁰¹⁶¹, aos documentos de encomenda e aos títulos ao portador.¹⁶² No entanto, é de notar que o direito real se refere ao papel físico, o certificado de segurança.¹⁶³ Estas disposições¹⁶⁴ aplicam-se, portanto, apenas aos direitos de filiação e dívida

¹⁵⁸ Cf. para as fichas como instrumentos financeiros em pormenor Título II, Capítulo II.2.3II.2.3.5 e para questões específicas também II.2.2.2; cf. para os locais de negociação descentralizados (DEX) Título II, Capítulo II.2.5 em conjunto com o Capítulo II.2.4.

¹⁵⁹ § Seção 75(1) da Divisão Final do PGR.

¹⁶⁰ §§ Seções 82 e seguintes da Divisão Final sobre o PGR.

¹⁶¹ §§ Seções 87 e seguintes da secção final sobre o PGR.

¹⁶² §§ Seções 95 e seguintes da Divisão Final do PGR.

¹⁶³ Ver Capítulo I.3.1.

¹⁶⁴ § Seções 75(1) e 82 da Divisão Final do PGR. em conjunto com o artigo 322(2) PGR.

titulados. No entanto, as disposições gerais do PGR também contêm uma exigência de forma escrita para a transferência dos direitos de membro e de dívida, desde que não tenham sido emitidos títulos relativos a esses direitos.¹⁶⁵ No entanto, a Lei das Sociedades por Ações prevê uma disposição especial segundo a qual, até que os títulos sejam emitidos, a relação jurídica entre o subscritor e a Companhia é regida pela lei das obrigações. Esses títulos escriturais podem assim ser atribuídos sem a necessidade de uma forma escrita numa transacção de compromisso ou alienação - por meio de atribuição por sinal.¹⁶⁶ No entanto, na ausência de um factor de conexão real, não podem ser feitas reclamações ao abrigo do direito de propriedade contra esses títulos escriturais. A chamada aplicabilidade funcionalmente adequada das disposições da lei de propriedade aos tokens leva esta circunstância em consideração no TVTG.¹⁶⁷ Os direitos de valor não estão, portanto, sujeitos à regulamentação sobre títulos.

Os títulos que são feitos sob encomenda devem ser transferidos por endosso. Um endosso tem o efeito de uma declaração de cessão colocada 77

¹⁶⁵ Artigo 149(3) PGR.

¹⁶⁶ Art. 322 (2) PGR como *lex specialis* ao Art. 149 (3) PGR; cf. Capítulo I.3.1; as disposições sobre títulos na seção final do PGR têm precedência sobre as disposições da lei de sociedades anônimas (cf. A introdução de disposições sobre valores mobiliários escriturais no § 81a da Divisão Final do PGR, emendada pela Lei Federal de Televisão Privada 2019/54, parece ser uma ruptura dogmática com o TVTG, pois pela primeira vez os direitos de propriedade são regulados pelas disposições sobre valores mobiliários. No entanto, esta disposição não requer um contrato escrito para a posterior transferência do direito de entrada em livro.

¹⁶⁷ Cf. por exemplo, BuA 2019/54, S 126 ou Seção 81a (4) da Divisão Final do PGR conforme emendado por BuA 2019/54.

na escritura. O endosso é, portanto, uma transferência ou nota de emissão. Os¹⁶⁸ instrumentos feitos à ordem estão em nome de uma parte titular e também são feitos à ordem, razão pela qual um devedor pode fazer o pagamento à pessoa feita à ordem ou listada no endosso com efeito de débito. Desconsiderando a diferença entre a ordem e os títulos genuinamente registrados, ¹⁶⁹*Layr/Marxer declara que é necessário um endosso para a transferência de ações registradas. Tem sido aparentemente ignorado que os títulos registados apenas constituem documentos de encomenda em caso de dúvida - ou seja, na regra dispositiva, mas não necessariamente - a menos que os estatutos prevejam o contrário. No entanto, se forem emitidas acções nominativas puras ou genuínas ao abrigo dos estatutos, não é aplicável a exigência de transferência de um endosso, que apenas é previsto para os documentos de encomenda.*¹⁷⁰

- 78 Nos termos do contrato social, é portanto possível emitir acções nominativas como acções nominativas genuínas, as chamadas "recta shares" ou "recta papers", que podem ser atribuídas de forma desmaterializada.¹⁷¹ Como já foi explicado, os títulos são, ao contrário dos títulos escriturais, apenas transferíveis através de um contrato escrito e en-

¹⁶⁸ § Artigo 75 § 2 em conjunto com o artigo 76 § 1 da Divisão Final do PGR; ver também artigo 94 § 1 da Divisão Final do PGR.

¹⁶⁹ *Layr/Marxer*, Natureza jurídica e transferência de "fichas" de uma perspectiva do Liechtenstein, LJZ 1/19, p 11 (16).

¹⁷⁰ Art 327(1) PGR. Cf. também o Art 974 CO para a distinção entre um título registado e um título de ordem de acordo com a lei suíça.

¹⁷¹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, direito das sociedades suíço, §43 N 34 ff; ver também BuA 2019/54, p 119, sobre os títulos genuinamente registrados.

trega efectiva; os títulos escriturais, por outro lado, podem ser atribuídos sem a necessidade de um acordo escrito. Como¹⁷² consequência, não se coloca a questão de saber se as fichas podem constituir documentos de encomenda e como deve ser feito um endosso aqui; em vez disso, na ausência de securitização numa escritura, esses títulos escriturais não são títulos e, portanto, não cumprem as disposições sobre requisitos formais, tais como um contrato escrito ou um endosso.

A afirmação do relatório e da moção do TVTG¹⁷³, segundo a qual as acções registadas também podem ser emitidas no futuro sob a forma de valores mobiliários escriturais, carece, por isso, de novos conhecimentos significativos, uma vez que isso também era possível até agora ao abrigo da lei do Listenstaine. O essencial, no entanto, é que no futuro as acções nominativas, bem como outros direitos de adesão ou de dívida, possam ser emitidas como títulos não certificados com a mesma função que os títulos. Conseqüentemente, a regulamentação desses títulos escriturais nos termos do § 81a da Divisão Final da PGR, conforme alterada pelo Diário Oficial da União 2019/93, na seção sobre títulos, faz sentido dogmático e é bem-vinda. Assim, os materiais legislativos também esclarecem que *"em caso de transferência de um direito de escrituração que seja considerado um instrumento de ordem, a inscrição no*

¹⁷² Cf. sobre a possibilidade de cessão dos direitos de membro ou de reivindicação dos direitos mantidos nos livros (sob a forma de fichas) *Layr/Marxer*, natureza jurídica e transferência das "fichas" do ponto de vista do Liechtenstein, LJZ 1/19, p 11 (16). No caso de representação técnica de um direito de membro ou reivindicação (direito de valor ou direito de propriedade) mantido no livro em um token, a transferência juridicamente efetiva pode ser efetuada através da transferência do token.

¹⁷³ BuA 2019/54, p 119.

registro de valores mobiliários escriturais deve ter todos os efeitos de um endosso".¹⁷⁴ Além disso, a igualdade de tratamento dos títulos e direitos com a mesma função dos títulos (títulos escriturais representativos de créditos, direitos de filiação ou direitos de propriedade) é bem-vinda, pois isso significa que as disposições do direito de propriedade, com referência aos materiais legislativos da TVTG e da PGR conforme alterados pelo Diário Oficial da União 2019/54, são geralmente aplicadas aos títulos escriturais de uma forma funcionalmente adequada. Ao mesmo tempo, o resultado para títulos escriturais de acordo com a TVTG é rigoroso devido ao afastamento do princípio da causalidade para o princípio da abstenção, pois o símbolo não pode ser indexado no caso de uma transacção de compromisso defeituosa - isto apenas leva a uma transacção inversa sob a lei da condescendência, como de outra forma também seria o caso com os créditos.¹⁷⁵ No entanto, o destinatário de boa-fé de uma mercadoria tem sempre precedência sobre o destinatário de boa-fé de um documento de mercadoria ou direito de qualquer forma.¹⁷⁶ Além disso, existe a opção de emitir títulos não certificados de acordo com a PGR, conforme alterada pelo Diário Oficial da União 2019/93, com a mesma função dos títulos, que ainda estão sujeitos à ordem civil do princípio causal.¹⁷⁷

4. Classificação de fichas de direito civil segundo a "Lei de Blockchain" do Liechtenstein (TVTG)

¹⁷⁴ BuA 2019/54, p 119.

¹⁷⁵ BuA 2019/54, p. 203; ver também capítulos I.3 e I.4.

¹⁷⁶ Art 504 § 2 SR.

¹⁷⁷ Consulte o capítulo I.4 seguinte para obter mais detalhes.

Como já foi dito no início do Capítulo 1, as fichas não representam ob-
jectos segundo o direito de propriedade do Liechtenstein; segundo este 80
entendimento, não há "res digitalis".¹⁷⁸

A TVTG, emendada pela Lei Federal de Radiodifusão 2019/54 estabele- 81
ce que, de acordo com esta lei, as disposições da lei de propriedade
devem ser aplicadas ao regulamento de radiodifusão da lei civil de
forma funcionalmente adequada, ou seja, analogamente, mas não de
forma equivalente.¹⁷⁹ Uma coisa pode não ser directamente represen-
tada numa ficha, mas o TVTG estipula que o direito real a uma coisa
pode ser abstraído ou extraído e representado numa ficha - ou o direito
real de se render como consequência do direito total de propriedade
pode ser representado na ficha.¹⁸⁰ Isto tem como consequência que as
fichas também podem ser adquiridas de boa fé.¹⁸¹ No entanto, ao ad-
quirir uma ficha de boa fé, que representa um direito de propriedade -
por exemplo, de um bem - o art. 504 SR ainda deve ser observado, uma
vez que tal ficha corresponde efetivamente a um documento comercial;
assim, o adquirente de boa fé do bem tem precedência sobre o adqui-
rente de boa fé da ficha.¹⁸²

¹⁷⁸ Nota: Criação de palavras Neo-Latinas para "coisa digital".

¹⁷⁹ BuA 2019/54, S 126, 166, 184 a 186, 197, 202, 203 e 210.

¹⁸⁰ BuA 2019/54, p 184.

¹⁸¹ Ver BuA 2019/54, p 210.

¹⁸² Cf. também o Capítulo I.1.2 sobre a distinção entre um instrumento sobre mercadorias e um instrumento financeiro; só através do depositum regulare ou da representação do direito a uma parte específica de uma mercadoria se pode impedir a estandardização prudencial (de uma mercadoria; no caso da emissão em massa de tais fichas) e, consequentemente, a qualificação para fins pruden-

82 Além disso, a aplicação funcionalmente adequada das disposições do direito de propriedade à ordem de transferência de fichas resultaria, em princípio, na disponibilização de uma ficha para a reivindicação do direito de propriedade se a transacção de compromisso fosse defeituosa ou deixasse de existir por qualquer razão. No entanto, a aplicabilidade do *Rei Vindicatio* aos títulos escriturais sob a forma de fichas segundo a TVTG está bloqueada pelo facto de o princípio da causalidade - que prevalece no Liechtenstein - ter sido abandonado para a ordem de transmissão das fichas segundo a TVTG e o princípio da abstenção ser agora aplicado a esta ordem de transmissão de fichas de direito civil segundo a TVTG.¹⁸³

83 A este respeito, pode-se extrair o seguinte dos materiais jurídicos do TVTG: *"O Governo considera correcto que o direito de propriedade do Listenstaine não reconhece o princípio da abstracção, mas que tanto as transacções de obrigação como as de disposição devem ser juridicamente eficazes para que uma disposição se realize com base no princípio da causalidade. No entanto, se o princípio da causalidade for seguido, a transacção teria de ser invertida ao*

ciais como instrumento financeiro (com a presença adicional de transferibilidade e negociabilidade); cf. sobre os elementos constitutivos dos valores mobiliários como instrumentos financeiros Título II, Capítulo II.2.3; NB: Os cupões (electrónicos) emitidos por um emissor para a compra de bens ou serviços não constituem normalmente valores mobiliários se forem tratados como instrumentos de pagamento, o que exclui a existência de um instrumento financeiro (cf. Art 3a n.º 1 n.º 42 da Lei Bancária e Art 4 n.º 1 n.º 44 da MiFID II); Ao mesmo tempo, porém, esses cupões também se encontram, em grande medida, fora do âmbito de aplicação da DSP II ou da ZDG no caso normal, uma vez que se aplica a excepção de área das redes limitadas (considerando 14 da DSP II; contudo, desde a entrada em vigor da DSP, a excepção deve ser notificada à autoridade supervisora nacional e justificada - artigo 37º da DSP II).

¹⁸³ BuA 2019/54, S 197 e 203

*abrigo do direito de propriedade (ex tunc) e a ficha, que está sujeita a uma ordem a que o direito de propriedade se aplica de forma funcionalmente adequada, poderia ser indexada, o que contradiria os sistemas VT e, em particular, a sua finalidade. No entanto, através do princípio da abstracção, só se pode afirmar ex nunc um crédito de enriquecimento e expõe-se ao risco geral de falência. No entanto, isto também seria comparável a uma transferência de uma soma de dinheiro através de um banco. Devido à falta de um estatuto de propriedade do dinheiro, este não pode ser estornado ao abrigo da lei de propriedade, mas é realizada uma transacção inversa ao abrigo da lei de enriquecimento; as transacções também não são eliminadas ou estornadas do sistema bancário central.*¹⁸⁴

Isto é essencialmente para ser endossado. No relatório da consulta sobre o VTG, esta característica distintiva ainda não estava tão claramente delineada e ainda não é dogmaticamente clara.¹⁸⁵ Se se considerasse que

¹⁸⁴ BuA 2019/54, p. 197.

¹⁸⁵ Cf. os comentários no VnB do governo sobre o VTG de 28.08.2018, p. 57 f: "A relação entre a obrigação e a transacção de alienação pode ser regulada de tal forma que a alienação não tenha efeito sem uma transacção subjacente efetiva (princípio da causalidade, aplicável, por exemplo, no direito suíço sobre bens móveis e imóveis e no direito austríaco) ou que a alienação também tenha efeito sem uma transacção subjacente efetiva (princípio da abstracção, que é seguido pelo Código Civil alemão). O significado prático dos dois sistemas não deve ser sobrestimado. Se a transacção subjacente for inválida, os efeitos da disposição podem não ser definitivos em ambos os casos. Se o princípio da abstracção for aplicável, o acordo é feito de acordo com os princípios do direito do enriquecimento, ao passo que no caso do princípio da causalidade a eliminação é tratada como se não tivesse sido feita. As diferenças entre o princípio da causalidade e o princípio da abstracção são ainda relativizadas pelo facto de os motivos de invalidez poderem abranger tanto a obrigação como a transacção de alienação (a chamada identidade de erro). A diferença é particularmente importante no caso da falência do adquirente, pois sob o princípio abstrato a parte que alienar os ativos sem causa só tem um direito de

a introdução do princípio da abstracção colocaria a sociedade em pior situação em caso de falência - em caso de nulidade da operação de compromisso - uma vez que só seria possível reverter a operação ao abrigo da lei do enriquecimento sem causa e um credor seria assim remetido para a quota ao abrigo da lei da falência, teria de ser contrariado pelo facto de tal consideração não ser suficiente, uma vez que o princípio da causalidade só permite uma vindicação no caso dos objectos; por outro lado, os créditos devem ser sempre revertidos ao abrigo da lei do enriquecimento sem causa. Isto não só é relevante em relação aos créditos pecuniários, mas deve ser notado que as fichas que representam títulos escriturais ou títulos escriturais em geral (pelo menos de acordo com a situação legal antes da entrada em vigor do TVTG) só representam créditos e, portanto, só teriam de ser revertidas ao abrigo da lei do enriquecimento se houvesse um defeito na transacção do título. De facto, isto não resulta numa posição pior na falência devido ao princípio da

enriquecimento contra a massa falida e, portanto, suporta o risco de insolvência do adquirente. A imutabilidade das transferências em sistemas VT sugere que o princípio da abstracção deve ser aplicado a disposições de fichas, ou seja, que estas devem ser consideradas eficazes mesmo que uma transacção de compromisso eficaz não tenha sido concluída (por exemplo, devido a ilegalidade) ou tenha posteriormente deixado de existir (por exemplo, devido a contestação devido a um erro). O princípio da causalidade levava, neste caso, a uma discrepância entre a situação jurídica nominal e as circunstâncias factuais documentadas no sistema VT. Isto não significa que a disposição seja definitiva, mas apenas que deve ser revertida de acordo com as regras da lei do enriquecimento pelo adquirente injustamente enriquecido, transferindo as fichas de volta à disposição infundada por meio de um novo processo de transferência (ou, se necessário, sendo obrigado a fazê-lo por uma decisão judicial). Ao contrário desta visão representada no VnB no VTG e corrigida no Diário do Orçamento Federal de 2019/54 no TVTG, o princípio da causalidade também exigiria o desvinculamento sob a lei de enriquecimento se a transacção de títulos fosse interrompida, desde que um token não fosse tratado sob a lei de propriedade, o que estava de acordo com a situação legal perante o TVTG.

abstracção, uma vez que, já de acordo com o princípio da causalidade, os créditos só podem ser revertidos ao abrigo da lei do enriquecimento se a transacção subjacente deixar de existir.¹⁸⁶

No que diz respeito a uma rescisão ao abrigo da lei do enriquecimento sem causa, deve ser feita uma distinção se a rescisão é efectuada ex tunc ao abrigo da lei das obrigações e da lei da propriedade, ou ex tunc ao abrigo da lei das obrigações e ex nunc ao abrigo da lei da propriedade.¹⁸⁷ Isto está intimamente relacionado com a avaliação que a *condictio sine causa* é realmente aplicada - *condictio sine causa*¹⁸⁸ segundo § 877 ABGB, *condictio indebiti*¹⁸⁹ segundo § 1431 ABGB, *condictio ob causam finitam* (*condictio causa finita*)¹⁹⁰ ou *condictio causa data causa*

¹⁸⁶ Ver Capítulo I.3 FN 129.

¹⁸⁷ Isto se refere à obrigação prevista na lei das obrigações e à transacção em rem.

¹⁸⁸ A *condictio sine causa*, como o nome indica, refere-se à recuperação de serviços com base num contrato que foi contestado por falta de vontade, razão pela qual o contrato deve ser revertido ex tunc de acordo com a lei das obrigações e da propriedade (recuperação devido à eliminação da causa/transacção causal). Cf. *Pletzer in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.02, § 877, par. 2. A *condictio sine causa* pode competir com a *condictio indebiti*, *condictio causa data causa non secuta*, com a ação de propriedade e com pedidos de indemnização - cf. *idem*, par. 24 mwN.

¹⁸⁹ A *condictio indebiti* regula a reversão de uma dívida após o pagamento de um não devedor; um credor condominial faz um pagamento com a intenção de cumprir uma obrigação, que, no entanto, não existe, resultando em pagamento sem base legal. Ver *Lurger in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 f.

¹⁹⁰ A *condictio causa finita* regula o caso da subsequente cessação de uma responsabilidade, em que se aplica um efeito ex tunc ao abrigo da lei das obrigações e um efeito ex nunc ao abrigo da lei da propriedade (por exemplo, no caso de conversão, redução de preço ou retirada). Ver *Lurger in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 e § 1435, Rz 1 f.

non secuta¹⁹¹, ambos regulados no § 1435 ABGB (esta última conditio, no entanto, só deriva desta disposição por analogia).

4.1 Valorizar os direitos de acordo com o TVTG (princípio da abstracção) e PGR (princípio da causalidade)

- 86 É de salientar, ainda que tal não tenha sido particularmente focado nos materiais legislativos, que os valores mobiliários escriturais constituem direitos com a mesma função que os valores mobiliários nos termos da Secção 81a da Divisão Final do PGR com as alterações introduzidas pelo BuA 2019/54 ou pelo BuA 2019/93. Para além da sua função de prova, libertação, legitimação e transporte, os valores mobiliários escriturais também têm, assim, uma função de protecção de tráfego.¹⁹²
- 87 Isto também é explicitamente padronizado pelo legislador no § 81a para. 5 da Divisão Final da PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93: *"Qualquer pessoa que adquira títulos escriturais ou direitos a títulos escriturais de boa fé da pessoa inscrita no registro de títulos escriturais está protegida em sua aquisição, mesmo que o vendedor não tenha sido autorizado a alienar os títulos escriturais.* Em troca de meros direitos da dívida, a lei dos valores mobiliários prevê a aquisição de valores mobiliários ou dos direitos por eles representados de boa fé no âmbito da

¹⁹¹ Também conditio ob rem (dati re non secuta) ou conditio ob causam datorum, que visa a inversão de benefícios que não tenham sido utilizados para o fim pretendido.

¹⁹² As disposições gerais da lei de títulos do § 73 e seguintes da Divisão Final do PGR devem ser aplicadas de forma equivalente aos títulos escriturais recentemente introduzidos; em particular, a transferência para a propriedade no § 75 leg cit é significativa a este respeito.

função de protecção do mercado, uma vez que o direito titularizado segue o direito sobre o papel e, portanto, as regras do direito de propriedade.¹⁹³ Os títulos escriturais, nos termos do § 81a da Divisão Final da PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/54, também têm essa função, porém, “[no caso de títulos escriturais,] a inscrição no registo dos títulos escriturais substituirá a titularidade do certificado. Um adquirente que adquire de boa fé da pessoa inscrita no registo de valores mobiliários escriturais deve ser protegido na sua aquisição, mesmo que essa pessoa não tenha sido autorizada a alienar os direitos ao abrigo do direito substantivo”.¹⁹⁴ O aforismo “o direito sobre o papel segue o direito sobre o papel”¹⁹⁵ aplica-se, portanto, também, em modificação análoga, aos títulos escriturais criados sob o BA 2019/54; o direito sobre o livro segue o “direito sobre o livro”, pelo que o registo dos títulos escriturais ou a inscrição no mesmo é de natureza correspondentemente real. Com a inscrição de um direito em tal registo contabilístico, “uma reivindicação existente ou direito de membro está sujeita às regras de legitimação e transferência de acordo com a lei do valor”. Em termos funcionais, a inscrição no registo contabilístico de direitos é o equivalente à transferência do certificado [...].¹⁹⁶ Isto também significa que os novos valores mobiliários escriturais codificados no PGR estarão sujeitos aos regulamentos de transmissão do direito de propriedade, uma vez que é feita referência aos regulamentos de transmissão ao abrigo da lei do valor. As regras de transmissão ao abrigo

¹⁹³ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p 97; ver também Capítulo I.2.3.

¹⁹⁴ BuA 2019/54, S 314

¹⁹⁵ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischen Aktienrecht, S 97, mwN.

¹⁹⁶ BuA 2019/54, página 314.

da lei de valores mobiliários são as mesmas que as regras de transmissão ao abrigo da lei de valores mobiliários, uma vez que os materiais jurídicos afirmam que os valores mobiliários escriturais são direitos com a mesma função que os valores mobiliários. Por conseguinte, a função de transporte desses títulos escriturais de acordo com o PGR, com as alterações introduzidas pelo BuA 2019/54 e pelo BuA 2019/93, aplica-se igualmente a esses títulos escriturais da mesma forma que aos títulos, sendo a transferência do direito do papel através da transferência do papel substituída pela transferência do direito do registo dos títulos escriturais através da transferência do direito do registo dos títulos escriturais - ou do seu registo.

- 88 O que é importante nesta argumentação é que o registo de direitos contabilísticos não substitui os registos de acções, como o registo de acções ou o registo de acções, e que estes devem ser mantidos independentemente da manutenção de um registo de direitos contabilísticos.¹⁹⁷ Isto mostra que o registo de direitos escriturais não é apenas uma lista de acções, mas no caso de títulos não certificados tem a mesma função que o certificado nos termos da lei de valores mobiliários.
- 89 A doutrina suíça também tem esta opinião em relação aos títulos: *"Se faltar uma base jurídica comparável à titularidade na transferência de títulos de dívida não titulados, esta está certamente presente no caso dos títulos escriturais, sob a forma da inscrição no registo de títulos escriturais que é constitutivo do título escritural [...]."*¹⁹⁸
- 90 Este é também o resultado dos comentários sobre os pontos focais da lei de títulos e valores mobiliários no projecto de lei de criação da TVTG

¹⁹⁷ BuA 2019/54, página 313.

¹⁹⁸ Jung, The share as effects in Zurich Commentary, Art 622 OR, N 136 f.

e da alteração de outras leis. Por exemplo, o governo afirma que os títulos escriturais são *"direitos não titulados que estão estruturados de tal forma que cumprem as mesmas funções que uma segurança de fé pública"*. A estes são geralmente atribuídas as seguintes funções: *simple transferência do direito através da transferência da escritura (possivelmente endossada) (função de transporte); a legitimação da pessoa de contacto pela posse da escritura (função de legitimação) ou a libertação do devedor em caso de pagamento ao (possivelmente o titular da escritura (eventualmente legitimado pela lei de valores mobiliários) (função de libertação); aquisição de boa fé do direito de acordo com os princípios do direito de propriedade (função de protecção de tráfego); limitação das defesas às que são dirigidas contra a validade da escritura ou que resultam da escritura (limitação das defesas)* No caso dos títulos convencionais, todas estas funções se baseiam na titularização do direito em uma escritura ou na posse desta escritura. No caso de títulos escriturais, a representação do direito é dispensada; em vez da escritura, é utilizado um registo. Os títulos escriturais [...] também podem ser adquiridos de boa fé pela pessoa inscrita no registo como proprietário legítimo. As funções de transporte, legitimação, libertação, protecção de tráfego e restrição de objecções são todas baseadas na inscrição no registo. Isto significa que um direito de valor genuíno tem todas as funções de uma segurança (equivalência funcional).¹⁹⁹

O que é particularmente notável nestes desenhos são efectivamente três aspectos interligados. Em primeiro lugar, a menção da função de transporte para além de todas as outras funções dos títulos, em segundo lugar, a afirmação de que um direito escritural também tem todas estas funções de um título (equivalência das funções e não apenas o mero

¹⁹⁹ BuA 2019/54, p 110 f.

uso) e, em terceiro lugar, o enfoque na titularidade de uma pessoa inscrita no registo como tendo o direito de dispor de direitos escriturais. Todos estes aspectos, individual e colectivamente, são baseados no carácter de direito de propriedade dos títulos escriturais recentemente codificados. Embora o § 81a da seção final do PGR possa ser modelado na redação do artigo 973c do refrão, a substância desta disposição vai em uma direção diametralmente oposta. De acordo com a²⁰⁰ doutrina suíça dominante, a lei suíça dos valores mobiliários escriturais sob o art. 973c do refrão não tem as funções de um valor mobiliário e não os trata em termos de direito de propriedade, uma vez que, de acordo com a dogmática suíça, eles não têm função de transporte; consequentemente, a aquisição de tais valores mobiliários escriturais de boa fé não é possível sob a lei suíça.²⁰¹

- 92 Esta diferença em relação à situação jurídica suíça no que diz respeito aos títulos escriturais foi enfaticamente afirmada pelo legislador: *“Esta equivalência funcional justifica a equivalência sem restrições dos títulos escriturais aos títulos sob o § 81a SchlT PGR”*.²⁰² No entanto, o legislador do Liechtenstein foi mais longe e, com a introdução do TVTG e a alteração de outras leis, não só estabeleceu um marco legal que poderia ser potencialmente equivalente ao do PGR no futuro, como também anunciou o que é provavelmente a maior quebra no dogma do direito civil desde a criação da ABGB: *“Nada diz § 81a SchlT PGR sobre quais direitos podem ser representados sob a forma de direitos de valor. Na prática, o foco estará nas reivindicações fungíveis, por um lado, e nos direitos de membro em corporações*

²⁰⁰ BuA 2019/54, p 120.

²⁰¹ Kuhn in CHK - Comentário manual sobre o direito privado suíço, Art 973c OR, N 1b.

²⁰² BuA 2019/54, p 111.

e empresas, por outro. Em princípio, no entanto, deve ser possível titularizar todos os tipos de direitos subjectivos que possam ser objecto de transacções legais".²⁰³ Isto significa que, no futuro, todos os direitos - quer remotos, quer ao abrigo da lei das obrigações - podem ser securitizados num registo de valores mobiliários escriturais e estão, portanto, sujeitos às disposições da lei dos valores mobiliários e da lei dos valores mobiliários e, portanto, às disposições da lei da propriedade. A maior novidade que o projeto de lei traz consigo em conexão com a Block Chain Law of Liechtenstein, como é chamada, não parece sequer estar localizada no TVTG.

Deve-se notar, no entanto, que o registo de direitos escriturais deve ser organizado de tal forma que sejam excluídas invasões não autorizadas pelo devedor sobre os direitos do credor²⁰⁴, caso contrário não há registo de direitos escriturais, pois isso teria um potencial maciço de abuso por parte do devedor. Para além de manter o registo dos direitos de registo contabilístico num sistema de confiança no sentido do TVTG

²⁰³ BuA 219/54, p. 111; a terminologia "titularização" parece um pouco vaga, pois permanece em aberto se o legislador considera a inscrição de um direito escritural no registo de direitos escriturais como uma titularização, especialmente porque o BuA 2019/54 se refere consistentemente à representação ou representação de direitos. No entanto, o uso da palavra "securitizar" com referência à natureza de direito de propriedade dos títulos escriturais parece ser bastante conclusivo devido à equivalência funcional aos títulos. Ver também BuA 2019/54, p. 115: *"No caso de títulos escriturais, a titularidade do certificado é substituída pela inscrição no registo dos títulos escriturais.*

²⁰⁴ § Seção 81a (2) da secção final do PGR conforme emendada por BuA 2019/93 (esta passagem foi esquecida em BuA 2019/54 devido a um erro editorial - ver BuA 2019/93, p. 74).

(base de dados descentralizada), também é concebível a subcontratação a um terceiro independente para satisfazer estes requisitos.²⁰⁵

- 94 O legislador também estipula que o registo dos direitos contabilísticos pode ser mantido sob qualquer forma e não tem necessariamente de ser mantido na forma física para cumprir as disposições do direito de propriedade; em vez disso, o registo dos direitos contabilísticos também pode ser mantido electronicamente. Além disso, o registo de direitos de entrada de livros também pode ser mantido em bases de dados descentralizadas, no sentido do TVTG.²⁰⁶ Deve-se notar que a mera manutenção do registo dos direitos escriturais em uma base de dados descentralizada na aceção do TVTG ainda não leva à aplicabilidade do regulamento de transmissão dos direitos escriturais no âmbito do TVTG, conforme alterado pela Lei Federal de Supervisão de Radiodifusão de 2019/93; para isso, os direitos escriturais teriam que ser administrados sob a forma de fichas em um sistema VT.
- 95 Tendo em conta a localização financeira e empresarial liberal do Liechtenstein, a nova regulamentação dos valores mobiliários escriturais ao abrigo do TVTG e do PGR, ambos alterados em 2019/54 e 2019/93, respectivamente, permite uma disposição máxima. Para além da emissão de títulos, os futuros operadores económicos podem escolher se emitem títulos não certificados ao abrigo do TVTG, aos quais se aplicam as disposições do direito de propriedade de forma funcionalmente adequada, aplicando-se o princípio da abstracção, ou se emitem títulos não certificados ao abrigo do novo § 81a da Divisão Final do PGR, aos

²⁰⁵ BuA 2019/54, p 113.

²⁰⁶ BuA 2019/54, página 313.

quais se aplicam as disposições do direito de propriedade de forma funcionalmente equivalente, mantendo-se ao mesmo tempo dentro do regime de direito civil consuetudinário do princípio da causalidade. Tais títulos escriturais nos termos da PGR, conforme alterada pelo Diário Oficial da União 2019/93, também podem ser reclamados de volta nos termos do direito de propriedade se uma transação de títulos for descontinuada.²⁰⁷ Esta parece ser uma revolução oculta da lei dos valores mobiliários e do regime dos direitos escriturais com a introdução do TVTG, que se vai situar fora do TVTG, especialmente porque parece que esta circunstância essencial dificilmente foi considerada no processo legislativo. Além disso, de um ponto de vista económico, esses direitos de entrada de livros podem ser mais atractivos do que os direitos simbólicos de entrada de livros do TVTG nos termos do § 81a da Divisão Final do PGR, conforme alterado pelo Jornal Oficial da República Federal de 2019/93, uma vez que não se aplicam os requisitos de capital mínimo nos termos do artigo 16º do TVTG, conforme alterado pelo Jornal Oficial da República Federal de 2019/93.

Assim, se uma operação obrigatória efetiva não ocorrer ou se tal 96
operação deixar de existir posteriormente, os títulos escriturais simbólicos sob a TVTG devem ser revertidos pela lei do enriquecimento com base no princípio da abstração, enquanto os títulos escriturais podem ser indexados sob a PGR conforme alterada pelo Diário Oficial da

²⁰⁷ Isto apesar do facto de faltar fundamentalmente um elemento de corporeidade; no entanto, tal elemento é assumido através do registo de direitos contabilísticos ou do registo constitutivo no mesmo, o que resulta no tratamento do direito de propriedade.

União de 2019/93 sobre Questões de Direito Civil com base no princípio da causalidade.²⁰⁸

- 97 Para poder compreender estes aspectos em detalhe, seguir-se-á uma digressão geral sobre o princípio da causalidade e abstracção e o conflito de paradigmas relacionado nos sistemas de direito civil da Europa (Central) - *"O contrato in rem e a relação com a causa é um problema dogmático que é tão antigo quanto central. No entanto, muitas perguntas ainda estão por responder"*.²⁰⁹
- 98 Tanto a causalidade quanto os princípios de abstracção regulam a relação entre transacção de compromisso²¹⁰ e transacção de alienação - entre título e modo. A aquisição da propriedade é bastante diferente nos países de língua alemã. De acordo com o princípio do consenso, o direito alemão baseia-se num contrato abstracto de transferência de propriedade que consiste num consenso de vontade e de transferência efectiva. Em contraste, o direito austríaco, suíço e do Liechtenstein, de acordo com o princípio da causalidade, baseia-se numa transacção causal efectiva, embora o contrato in rem seja aqui indiscutível.²¹¹ *"Esta variedade confusa surgiu do domínio duplex da lei romana. Por um lado, a manzipação abstracta ou in iure cessio, que se desprende do fundamento legal, e por outro, a traditio ex iusta causa."*²¹² O direito romano conhecia assim tanto uma transacção abstracta de alienação como uma transferência baseada

²⁰⁸ Ver também o Capítulo I.2.5.

²⁰⁹ Honsell, tradition and cession - causal or abstract?, in FS Wiegand, p. 349

²¹⁰ Também transacção de título, transacção subjacente, transacção causal ou causa.

²¹¹ Honsell, tradition and cession - causal or abstract?, in FS Wiegand, S 349 (p 350 f).

²¹² Honsell, tradition and cession - causal or abstract?, in FS Wiegand, p. 349 (p. 351).

num título legalmente efectivo.²¹³ *"As quatro possibilidades foram desenvolvidas a partir destes elementos: o abstrato, in rem contract (lei alemã), o causal, in rem contract (Áustria), a dispensa do in rem contract e a transferência (França, Itália), a dispensa não da transferência mas do in rem contract (de acordo com a opinião minoritária na Suíça).*²¹⁴ O princípio do consenso segue a máxima de que a propriedade é apenas algo pensado, razão pela qual deve ser transferível por consenso e nenhuma tradição é necessária, seguindo o princípio da publicidade. *Savigny* combinou o princípio da tradição e o princípio do consenso num terceiro princípio - o contrato in rem - segundo o qual é necessária uma transferência de propriedade, mas esta é formulada como um contrato in rem - ao contrário do traditio romano, que apenas representava um facto.²¹⁵

Embora exista consenso nas jurisdições de língua alemã sobre a natureza contratual da transferência de riscos, as opiniões divergem quanto à dependência do fundamento jurídico. Consequentemente, o princípio da abstracção é caracterizado pelo facto de um adquirente adquirir a propriedade independentemente de haver ou não também uma transacção legalmente efectiva e obrigatória.²¹⁶ As vantagens do princípio da abstracção são *"protecção de tráfego e liberdade de desenho, bem como flexibilidade legal e clareza conceptual-sistemática"*.²¹⁷ Em contraste, no caso

²¹³ *Ibidem.*

²¹⁴ *Ibidem.*

²¹⁵ *Honsell, tradition and cession - causal or abstract?, in FS Wiegand, S 349 (S 351 f mwN).*

²¹⁶ *Idem, p 353.*

²¹⁷ *Honsell, Tradition and Cession - causal or abstract?, in FS Wiegand, S 349, S 353, com referência a Stadler, Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion, S 728 ff.*

do princípio da causalidade, as transacções de disposição e obrigações são acessórias (tradição causal).²¹⁸ Se a operação de compromisso deixar de existir, a propriedade - pelo menos de um item - pode ser indicada. O princípio da abstracção contribui assim para a protecção do tráfego e também para a clareza conceptual e jurídica, pois diferencia mais claramente o direito de propriedade e o direito das obrigações do que o princípio da causalidade. A consequência de basear o princípio da causalidade na transação legal é que, dependendo da relação de dívida, a transação é indicada ou conferida, e também surgem constelações nas quais um vendedor pode indicar o valor de um objeto, enquanto um comprador só pode exigir o preço de compra pago nos termos da lei de concessão.²¹⁹

- 100 *Honsell* considera a reversão de contratos de direito de propriedade inadequada por natureza, já que dependendo da transação subjacente, em um caso o direito absoluto de propriedade se aplica com efeito erga omnes e em outro caso apenas o direito relativo de reclamação entre

²¹⁸ Ainda que o termo acessoriedade seja, em princípio, utilizado apenas em relação à existência de créditos e ao fornecimento de segurança para eles; em regra, a segurança só existe na medida em que o crédito ainda existe, ou seja, é acessório ao crédito. Ao contrário do que acontece na Áustria, porém, no caso de uma transferência de propriedade a título de segurança não é necessária uma verdadeira transferência de propriedade de um título como acto publicitário, mas é suficiente uma transferência fictícia através de um instituto de posse, desde que tal tenha sido acordado no acordo de segurança. Cf. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, Volume I, S 406, Rz 4 (art. 187 em conjunto com o art. 503 SR).

²¹⁹ *Honsell*, *tradition and cession - causal or abstract?*, in *FS Wiegand*, S 349 (p 354 f).

partes e defende um sistema uniforme de reversão.²²⁰ Portanto, não se pode assumir que a introdução do princípio da abstracção para a transferência de fichas de acordo com o TVTG resultaria numa posição pior, por exemplo, em falência, em comparação com o princípio da causalidade de outro modo aplicável. Ao contrário de um título ou outro direito real, um crédito ou direito de valor só poderia ser conferido por meio de um depósito. O TVTG declara que a lei de propriedade deve ser aplicada de forma funcionalmente adequada, o que tornaria possível, em primeiro lugar, a indicação de fichas. No entanto, isto é impedido pela introdução do princípio da abstracção, uma vez que a transacção de eliminação permanece abstracta e sem causa e uma inversão só pode ser efectuada de acordo com a lei do enriquecimento.²²¹ A situação é diferente para os títulos escriturais recém-introduzidos no § 81a da Divisão Final da PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93, que têm a mesma função dos títulos. Estes devem, portanto, ser tratados também ao abrigo do direito de propriedade e podem ser posteriormente indexados, uma vez que o princípio causal continua a aplicar-se no Listenstaine fora do TVTG.

Finalmente, e apenas por uma questão de exaustividade e boa ordem, 101 é de notar que o TVTG só deve, em princípio, ser considerado se a lei do Listenstaine for aplicável. Este é o caso se um prestador de serviços

²²⁰ *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in *FS Wiegand*, S 349 (S 357); cf. também *idem*, S 360 ff, a respeito dos resultados da teoria das duas condenações, bem como outras diferenças entre transferência causal e abstrata de propriedade (especialmente na cadeia de venda, falência e reaquisição da parte não autorizada).

²²¹ *Ver BuA* 2019/54, p. 203.

de TVTG com sede social no Liechtenstein gerar e vender ou emitir fichas, ou se as partes declararem validamente o TVTG ou o Liechtenstein como lei substantiva aplicável; o TVTG tal como alterado pelo BuA 2019/54 ou também o BuA 2019/93 refere-se a esta possibilidade no n.º 2 do seu artigo 3º. Deve-se também notar que uma moeda ou ficha também pode ser gerada e vendida ou emitida com base em uma base de dados central em vez de uma base de dados descentralizada (tecnologia baseada em DLT ou cadeia de blocos ou tecnologia confiável no sentido do TVTG) - neste caso, o escopo do TVTG não está aberto desde o início, uma vez que o Art. 2 Para. 1 lit c TVTG fornece obrigatoriamente que uma ficha é informação em um sistema VT. O caráter central de um sistema VT é, portanto, a descentralização, como é o caso da tecnologia de cadeias de blocos, por exemplo.

4.2 Conclusão Abstracção e princípio da causalidade após a introdução do TVTG

102 O BuA 2019/93 introduz direitos de valor segundo o TVTG (direitos de valor representados por um símbolo num sistema VT) e direitos de valor segundo o PGR. A transferência de títulos escriturais ao abrigo do § 81a da Divisão Final do PGR, com as alterações de 2019/93, segue as regras de transferência para títulos. Os materiais legislativos afirmam explicitamente que os títulos escriturais nos termos da PGR, conforme alterada pelo Diário Oficial da União de 2019/93, são direitos com a mesma função dos títulos e valores mobiliários. Assim, a função de transporte também se aplica a estes títulos escriturais. Em vez da transferência do direito do título através da entrega do título, a transferência do direito do registo dos direitos escriturais é efectuada através da transferência do direito do registo dos direitos escriturais - ou seja, através do registo.

O registo de valores mobiliários escriturais de acordo com o PGR alterado pelo BuA 2019/93 não deve ser considerado como uma lista de acções e deve ser mantido independentemente dessas listas. A inscrição de um direito no registo de valores mobiliários escriturais tem efeito constitutivo e, no que respeita aos valores mobiliários escriturais, cumpre a mesma função que o certificado para valores mobiliários. Um direito real escritural tem uma equivalência funcional com os títulos; isto significa que um direito escritural de acordo com o PGR, emendado até 2019/93, tem todas as funções de um título. Tais direitos de títulos escriturais, como os títulos, também têm uma função de transporte, função de legitimação e libertação, função de protecção de tráfego, assim como a restrição de objecções. 103

Essas funções são baseadas no carácter de propriedade dos títulos escriturais, conforme o § 81a da Divisão Final da PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União de 2019/93. Embora a redacção da disposição se baseie no artigo 973c do Código das Obrigações Suíço, a disposição vai muito mais longe em termos de conteúdo, uma vez que a disposição suíça rejeita a transferência de funções de um título para títulos não certificados; na Suíça, a função de transporte é negada em relação a títulos não certificados e, subsequentemente, também a aquisição de boa fé. 104

Com o § 81a da Divisão Final do PGR, emendado em 2019/93, o legislador do Liechtenstein, por outro lado, anunciou uma das maiores rupturas na dogmática do direito civil e, correndo o risco de ser repetitiva, a seguinte citação é, no entanto, tão central que deve ser novamente enfatizada: *"Nada diz § 81a SchlT PGR sobre quais direitos podem ser repre-* 105

*sentados sob a forma de títulos escriturais. Na prática, o foco estará nas reivindicações fungíveis, por um lado, e nos direitos de membro em corporações e empresas, por outro. Em princípio, no entanto, deve ser possível titularizar todos os tipos de direitos subjectivos que possam ser objecto de transacções legais”.*²²²

106 Consequentemente, ao abrigo deste regime, todos os direitos podem ser registados ou titularizados num registo de valores mobiliários escriturais e, por conseguinte, estar sujeitos às regras de transferência previstas na legislação sobre valores mobiliários. Como resultado, esses valores mobiliários escriturais são tratados como direitos de propriedade. De notar que as disposições substantivas do regime dos valores mobiliários se aplicam de forma funcionalmente equivalente aos valores mobiliários escriturais, nos termos da PGR alterada em 2019/93, e não apenas de forma funcionalmente adequada, como é o caso dos valores mobiliários escriturais (tokenised) nos termos da TVTG alterada em 2019/93. A maior revolução em termos legais, que resulta do projecto do TVTG e da alteração de outras leis, não parece sequer estar localizada no TVTG, mas sim no PGR. Isto é particularmente verdade porque o princípio causal continua a aplicar-se aos títulos escriturais sob a PGR, conforme alterado pelo Diário da República de 2019/93, enquanto que o princípio da abstracção se aplica aos títulos escriturais sob a TVTG.

107 Assim, os direitos de valor sob PGR podem ser indexados de acordo com a nova situação legal, enquanto os direitos de valor sob TVTG só podem ser conferidos devido ao princípio da abstracção. As empresas podem assim escolher, se devidamente estruturadas, se querem estar

²²² BuA 219/54, página 111.

sujeitas ao regime do TVTG, ao qual se aplicam os regulamentos de direitos de propriedade de forma funcionalmente adequada, ou ao regime do PGR tal como alterado em 2019/93, ao qual se aplicam os regulamentos de direitos de propriedade de forma funcionalmente equivalente. O PGR continuará sujeito ao princípio da causalidade, enquanto o TVTG estará sujeito ao princípio da abstracção.

No entanto, deve ser tido em conta que um registo de valores mobiliários escriturais deve ser organizado de forma a que não ocorra qualquer interferência injustificada do devedor nos direitos do credor. Se isso não puder ser garantido, também não há registo de direitos de escrituração, pois, caso contrário, um potencial de abuso grosseiro seria localizado nas instalações do devedor. O registo dos direitos de inscrição nos livros também pode ser mantido electronicamente e não tem de ser organizado fisicamente para estar sujeito às disposições do direito de propriedade. O registo de direitos de inscrição contabilística também pode ser mantido de forma descentralizada, especialmente porque as tecnologias descentralizadas ou de confiança, tal como definidas pelo TVTG, são mais adequadas para manter o registo de direitos de inscrição contabilística e também podem prevenir o potencial de abuso acima mencionado. É importante notar que a gestão do registo dos direitos contabilísticos não significa necessariamente que os direitos contabilísticos devam também ser emitidos sob a forma de fichas, o que por sua vez os sujeitaria ao TVTG. 108

Em última análise, não se pode afirmar que a introdução do princípio da abstracção para a transmissão de fichas de acordo com o TVTG resultaria numa posição pior, por exemplo, em falência, em comparação 109

com o princípio causal aplicável de outra forma. Antes da implementação do TVTG ou PGR, conforme alterado pela Lei Federal de Supervisão da Segurança Privada de 2019/93 (BuA 2019/93), uma reivindicação ou um direito de entrada no livro também só poderia ser conferido.

- 110 Ao explicar a aplicação funcionalmente adequada das disposições da lei de propriedade aos tokens no TVTG, seria possível, pela primeira vez, indicar tokens quando o negócio do título for descontinuado. Ao mesmo tempo, isso é evitado novamente com referência à finalidade de uma cadeia de blocos, introduzindo o princípio de abstração para o regulamento de transmissão de acordo com o TVTG. Mesmo que a causa seja eliminada, a eliminação das fichas permanece abstracta segundo o TVTG e só pode levar a uma inversão da transacção ao abrigo da lei do enriquecimento. Isso é diferente, como já explicado, para os novos títulos não-certificados do § 81a da Divisão Final do PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93, que têm a mesma função dos títulos, com a consequência de que, se a operação com títulos e valores mobiliários deixar de existir, a modalidade deixa de ser aplicável e, além disso, devido à atual natureza de direito de propriedade dos títulos não-certificados, também pode ser exigida por meio de uma vindicação nos termos do PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93.

5. Tokenization em investimentos individuais e coletivos

Neste capítulo, será examinado o complexo de questões relacionadas com os veículos de titularização de créditos (SPV) como distintos dos esquemas de investimento colectivo. Em termos de direito societário, o foco é a sociedade anónima como SPV e a sociedade anónima de capital variável (AGmVK) como sociedade de investimento de um fundo de acordo com o Art. 361 PGR. Em relação à²²³ cadeia de blocos ou tokenisation, será discutida a possibilidade técnica de tokenisation de carteiras contendo vários instrumentos financeiros (gestão de carteiras numa base individual do cliente no sentido de um serviço de investimento) e as respectivas consequências legais, que são particularmente de natureza de supervisão. Como questão especial, uma sociedade anónima na forma de uma entidade segmentada (Protected Cell Company; PCC) de

111

²²³ Uma AIF do Liechtenstein pode ser constituída por contrato (fundo de investimento), através de um trust (trust colectivo), através de uma carta (sociedade de investimento) ou sob a forma de sociedade em comandita (sociedade em comandita por investimento ou sociedade em comandita por investimento) (n.º 1 do artigo 6.º do GFIA). A Sociedade de Investimento pode estar organizada como uma sociedade anónima, AGmVK, Societas Europaea (SE), ou como um estabelecimento (Art 9º, nº 1 AIFMG). Cf. também os artigos 4º e 7º da OICVMG, segundo os quais um OICVM não pode ser constituído como uma sociedade de pessoas. Para a distinção das empresas de investimento ao abrigo do IUA 2015, ver Título II. Capítulo II.2.3.4 aos estabelecimentos do Listenstaine, não é claro - de forma bastante geral e independente da emissão do fundo - se as disposições do direito da União que se aplicam às sociedades anónimas (por exemplo, as restrições à aquisição de acções próprias) se aplicam, uma vez que ainda não é claro se a referência no artigo 551 PGR é uma referência pura a consequências jurídicas ou uma referência material a uma norma (uma referência a uma base jurídica); só neste último caso os actos da União também seriam relevantes para um estabelecimento do Listenstaine.

acordo com o Art. 243 PGR, que emite ações do segmento ou outros instrumentos no nível de seus segmentos, será examinada em conexão com a regulamentação do fundo.

5.1 Questões de demarcação do investimento coletivo (estruturas de fundos)

- 112 A gestão de carteiras constitui um serviço de investimento nos termos do Artigo 4 (1) N.º 8 da DMIF II em conjunto com o Anexo I Secção A N.º 4 da DMIF II e foi transformada em lei nacional no Liechtenstein no Anexo 2 Secção A (1) N.º 4 da Lei Bancária. Por definição legal, a gestão de carteiras é definida como a gestão de uma carteira numa base individual com poderes discricionários no âmbito de um mandato ou procuração de um cliente, sendo que a carteira deve conter um ou mais instrumentos financeiros. Em outras palavras, a gestão discricionária de instrumentos financeiros em nome de um cliente individual. Entende-se por gestão um acompanhamento constante e um investimento de acordo com as diretrizes de investimento por um determinado período de tempo. Se a gestão discricionária da carteira baseada em clientes individuais for implementada a nível colectivo, está sujeita a regulamentação de fundos. A gestão discricionária da carteira individual distingue-se assim da gestão colectiva da carteira ou do regime do fundo, que também se baseia num âmbito discricionário na estratégia de investimento e, conseqüentemente, na alocação de activos.²²⁴

113

²²⁴ *Seggermann em Brandl/Saria, WAG, 2ª edição, § 1, nota de margem 26; os chamados fundos de investidor único não existem sob este regime, sendo reservados para um fundo criar e emitir sua própria classe de ações de um compartimento, que é designado apenas para um investidor.*

Se, por outro lado, não houver discricção, então - para clientes individuais - dependendo da execução específica, será prestado o serviço de investimento de execução de ordens (em relação a Instrumentos Financeiros) em nome dos clientes ou a recepção e transmissão de ordens em relação a Instrumentos Financeiros. Numa²²⁵ outra distinção, o investimento de fundos recolhidos - a nível colectivo - sem discricção em objectivos de investimento pré-definidos será regularmente baseado numa estratégia de negócio pura e não na estratégia de investimento de um veículo de titularização com finalidade especial.²²⁶ Assim, quatro casos podem ser distinguidos, dependendo se um investimento individual ou coletivo é feito e se é discricionário ou não discricionário.

Se o direito de emitir instrumentos financeiros numa carteira com base 114 numa gestão discricionária de activos, ou seja, a própria carteira, estiver representada num token, esse token em si representa um instrumento financeiro, nomeadamente um certificado no sentido de um recibo de depósito de valores mobiliários, na acepção do Anexo 2 da Secção C N.º 1 da Lei Bancária.²²⁷

²²⁵ Anexo I Secção A N.º 1 e 2 da MiFID II e Anexo 2 Secção A (1) N.ºs 1 e 2 da Lei Bancária.

²²⁶ Ver Capítulo I.5.2 para detalhes sobre a distinção.

²²⁷ Cf. em relação aos certificados de depósito Título II, Capítulo II.2.3.2 certificados de depósito são também referidos como certificados de depósito, uma vez que a guarda e administração dos instrumentos financeiros é realizada pela actividade de depósito reservada aos bancos. Um gestor de activos gere assim a carteira detida num banco para o cliente. O negócio da custódia é regulado no Art. 3, par. 3 litros c BankG. O negócio de custódia é definido como a guarda e/ou administração de valores mobiliários transferíveis para outros. A custódia tem por objectivo a tomada em custódia, enquanto a gestão tem por objectivo

Como explicado, a gestão de carteiras requer uma única base de clientes. Apesar de poder ser tecnicamente possível a valorização de uma tal carteira de instrumentos financeiros e a sua distribuição a várias pessoas, é necessário considerar se esta já deixa o campo da gestão de carteiras individuais e constitui um investimento colectivo. De acordo com o n.º 1, alínea b), do artigo 4º da AIFMD,²²⁸ um gestor de FIA é definido como uma pessoa colectiva cuja actividade empresarial é a gestão de uma FIA.²²⁹ De acordo com o n.º 5 do artigo 6.º, um GFIA não pode ser autorizado a prestar exclusivamente os serviços mencionados no n.º 4 leg cit (gestão individual de carteiras e serviços auxiliares). Além disso, de acordo com o n.º 5 do artigo 6.º d AIFMD, um GFIA deve prestar os serviços enumerados no Anexo I n.º 1 litro a e b à AIFMD. Estas são as funções de gestão de investimentos da gestão de carteiras e gestão de risco.²³⁰

o exercício dos direitos decorrentes dos valores mobiliários (por exemplo, o exercício do direito de voto com a respectiva autorização) - cf. BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, de 06.01.2009, alterado pela última vez em 17.02.2014, P 1. e 1. b) e *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2ª edição, § 1, Rz 43 f.

²²⁸ Directiva 2011/61/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

²²⁹ n.º 1 litro um AIFMD; de acordo com o n.º 1 litro um AIFMD, um FIA é definido como um organismo de investimento colectivo, incluindo os seus sub-fundos, que recolhe capital de vários investidores para o investir de acordo com uma estratégia de investimento definida em benefício desses investidores e que não é um OICVM na acepção da UCITSD, 2009/65/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>, nem um organismo de investimento na acepção da IUA 2015 (cf. n.º 1 litro 1 AIFMG e Título II, Capítulo II.2.3.4)

²³⁰ De notar que a gestão da AIF ao abrigo do n.º 1, alínea w), do artigo 4º da AIFMD já é atribuída se apenas for assegurada uma dessas funções. Ver ainda ESMA Discussion Paper 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>, para. 4 et seq.

O considerando 20 da AIFMD esclarece que a gestão de carteiras na acepção da AIFMD significa a gestão conjunta ou colectiva de carteiras e não a gestão individual de carteiras na acepção da MiFID II. A essência da gestão individual de carteiras caracteriza-se assim pela transferência da administração ou liquidação e negociação de instrumentos financeiros para um gestor de activos, ao mesmo tempo que um cliente renuncia ao seu poder de disposição.²³¹ *"Se, no entanto, o cliente abdicasse de todos os poderes de disposição, ou seja, do seu direito de dar instruções ao seu parceiro de negócios (ou seja, gestão de terceiros), o parceiro de negócios teria assim mais do que mero poder de disposição sobre a carteira gerida para o cliente (ou seja, investimento) [...]"*, isto²³² constituiria um elemento importante do regime do fundo. 116

Consequentemente, o agrupamento de capital com o objectivo de investir uma carteira de instrumentos financeiros e a participação (indirecta) através de um organismo, emitindo fichas de participação no organismo, resultaria numa gestão colectiva da carteira e, consequentemente, num investimento comum no sentido do regulamento do fundo. Em princípio, no entanto, também parece ser possível representar uma carteira de instrumentos financeiros investidos num recibo de depósito e, em seguida, emití-la. Deve-se notar, no entanto, 117

²³¹ Seggermann in Brandl/Saria, WAG 2018, 2ª edição, secção 1 n.º 3 lit d WAG, margem n.º 26.

²³² Seggermann in Brandl/Saria, WAG 2018, 2ª edição, secção 1 n.º 3 lit d WAG, margem n.º 26.

que uma tal carteira para a qual tenha sido emitido um recibo de depósito ou um recibo de depósito não pode ser gerida, pois de outra forma constituiria novamente um investimento individual ou colectivo.²³³

5.2 Acções Tokenised em SPV e unidades de fundos

- 118 De notar que, no regime dos OICVM, um fundo só pode investir em activos financeiros líquidos, razão pela qual os chamados fundos criptográficos, ou seja, fundos denominados em moedas criptográficas que não representam instrumentos financeiros líquidos, só podem ser constituídos como FIA.²³⁴ Assim sendo, este capítulo irá referir-se, em particular, ao regime AIF.
- 119 Tal como explicado anteriormente, um FIA é, tal como definido por lei, qualquer organismo de investimento colectivo que reúne o capital dos

²³³ Cf. também os comentários do BaFin sobre a definição de um AIF, segundo a qual um investimento deve ser feito em benefício dos investidores, BaFin, Carta interpretativa sobre o âmbito de aplicação do KAGB e sobre o termo "fundo de investimento", 14.06.2013, alterado pela última vez em 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html, Capítulo I, P 6: "*Issues for the benefit of the investors*". *por exemplo, um banco emite um título sob a forma de um certificado cujo desempenho está ligado a vários títulos como subjacente ou a um índice que ele próprio criou, não há investimento em benefício dos investidores se o banco for livre de usar o dinheiro dos investidores e não prometer ao investidor investir o dinheiro dos investidores nos activos subjacentes ao [sic!] Neste caso, o Banco apenas prossegue as suas próprias intenções de lucro. Um investimento em benefício dos investidores também não é geralmente provável que exista se o Banco investir uma parte do dinheiro recebido através dos Certificados da Carteira de Referência ou os mapear através de um swap com terceiros, se o investimento ou mapeamento através do swap for feito unicamente com o objectivo de cobrir o seu próprio risco de perda em relação ao titular do Certificado.*

²³⁴ Ver Título II, Capítulo II.2.3.4.

investidores e conseqüentemente o investe de acordo com uma estratégia de investimento definida em benefício dos investidores e, além disso, não é nem um OICVM na acepção da OICVMG nem um organismo de investimento na acepção da IUG 2015.²³⁵ O conceito de capital deve ser interpretado extensivamente e inclui todos os tipos de activos, tais como direitos de membro, reclamações e direitos de propriedade: "Os activos podem incluir, por exemplo, activos tradicionais (*capital próprio, acções, dívida, etc.*), *capital privado, bens imóveis e outras classes de activos não tradicionais, tais como navios, florestas, vinho, etc. e qualquer combinação dos mesmos.*"²³⁶ O conceito de capital, que deve ser interpretado em sentido lato de acordo com o AIFMG, inclui portanto também as mercadorias. Assim, uma AIF não é limitada na alocação de activos nem na recolha de activos. Uma AIF pode investir não só em fichas que representam instrumentos financeiros, mas também noutras fichas (em grande parte não regulamentadas) como a Bitcoin ou a Ether, que representam moedas virtuais e são tratadas de forma semelhante às mercadorias.²³⁷ A recolha de tais activos como ETH, BTC ou fichas similares também concretiza o conceito de capital de acordo com o AIFMG.

²³⁵ Art. 4 n.º 1 linha 1 AIFMG ou Art. 4 n.º 1 litro um AIFMD; ver também *Tollmann* em *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Directiva AIFM, Art. 2, Rz 36 ff (p 33).

²³⁶ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

²³⁷ Cf. também *Bont*, *Kryptowährungen - und was macht die Regulatoren?*, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-lichtenstein.pdf>, p 13; tais fichas também são chamadas de "Token de Utilidade".

Além disso, o fato de que vários investidores são aceitos já é assumido se mais de um investidor for aceito. Não há nenhum obstáculo importante a ser superado por este critério e é suficiente se houver a possibilidade de vários investidores participarem no empreendimento; não é necessário que vários participem de fato. Se²³⁸ um único investidor representa vários investidores, isto também é suficiente para satisfazer a exigência de vários investidores.²³⁹

- 121 O conceito de um organismo também deve ser interpretado no mesmo sentido amplo. Uma empresa é um veículo *"no qual o capital externo obtido dos investidores é reunido"*. É, portanto, indispensável para o conceito de empresa que seja criado um fundo comum legal ou economicamente independente.²⁴⁰ Por conseguinte, não é necessário que um organismo esteja organizado sob uma forma jurídica específica. Assim, os fundos também podem ser transferidos sob a forma de um contrato, um trust, uma carta ou uma parceria.²⁴¹ Neste contexto, a forma como um investidor participa nos ativos também é irrelevante e pode ser baseada em relações ou

²³⁸ BaFin, Carta Interpretativa sobre o Âmbito de Aplicação do KAGB e o Conceito de "Fundo de Investimento", 14.06.2013, com as últimas alterações introduzidas em 09.03.2015, Capítulo I, P 4.

²³⁹ ESMA/2012/117, Rz 29; isto deve ser assumido, por exemplo, para fundos master/feeder ou fundos de fundos.

²⁴⁰ BaFin, Carta Interpretativa sobre o Âmbito de Aplicação do KAGB e o Conceito de "Fundo de Investimento", 14.06.2013, com as últimas alterações introduzidas em 09.03.2015, Capítulo I, P 1.

²⁴¹ Art. 6 AIFMG; cf. Art. 2, n.º 2 AIFMD.

acordos de direito societário nos termos da lei das obrigações.²⁴² O agrupamento do capital numa empresa deve ter como objectivo gerar um retorno para os investidores - ou seja, para o investimento conjunto. Um organismo de investimento colectivo caracteriza-se pelo facto de o risco de lucros e perdas ser partilhado. Se só há partilha de lucros mas não há partilha de prejuízos, não há AIF.²⁴³ O investimento também deve ser feito em benefício dos investidores e, portanto, não pode ser investido em benefício da própria empresa, tal como o financiamento de uma empresa operacional.²⁴⁴ Independentemente disso, é de salientar que os fundos de private equity e os fundos de capital de risco, que por vezes adquirem uma influência de controlo em empresas-alvo operacionais, também devem ser qualificados como AIF.²⁴⁵

O critério final e essencial de um AIF é que o capital angariado seja investido de acordo com uma estratégia de investimento definida. Os indicadores para a existência de uma estratégia de investimento são que 122

²⁴² BaFin, Carta Interpretativa sobre o Âmbito de Aplicação do KAGB e o Conceito de "Fundo de Investimento", 14.06.2013, com as últimas alterações introduzidas em 09.03.2015, Capítulo I, P 1.

²⁴³ BaFin, Carta interpretativa sobre o âmbito de aplicação do KAGB e sobre o conceito de "Fundo de Investimento", 14.06.2013, com as últimas alterações introduzidas em 09.03.2015, Capítulo I, P 2; cf. também *Tollmann* in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Directiva AIFM, Art. 2, Rz 13 (p 26 f)

²⁴⁴ BaFin, Carta interpretativa sobre o âmbito de aplicação do KAGB e sobre o conceito de "Fundo de Investimento", 14.06.2013, com as últimas alterações introduzidas em 09.03.2015, Capítulo I, P 6; ESMA/2012/117, Rz 28; WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, p 3 f.

²⁴⁵ *Tollmann* em *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM guideline, Art 2, Rz 67 f (S 42 f).

a estratégia de investimento tenha sido definida antes ou, no máximo, no momento da subscrição vinculativa dos certificados de unidade de participação do fundo por um investidor; que o investidor tenha uma reivindicação executória para a implementação da estratégia de investimento; que a estratégia de investimento está estabelecida nas condições de investimento ou nos documentos constituintes do empreendimento; que a estratégia de investimento especifica a alocação de ativos em termos concretos e, por exemplo, promove investimentos em certas categorias de ativos ou produtos de investimento financeiro, em certas regiões, com certo alavancagem e período de detenção ou outros requisitos para diversificação de riscos.²⁴⁶

- 123 Os indicadores de uma estratégia de investimento definida não devem ser mal interpretados para significar que, com a maior discricção possível por parte de uma empresa gestora, não foi definida qualquer estratégia de investimento e, portanto, não existe FIA. Como já foi diferenciado no capítulo 5.1, a gestão discricionária de carteiras com base no cliente individual baseia-se na gestão discricionária de activos para um colectivo, a definição arquetípica de um AIF. Uma estratégia de investimento é caracterizada precisamente por uma discricção (predefinida) na alocação do imobilizado.²⁴⁷ A ESMA confirmou este ponto de vista e explicou da seguinte forma: "*o facto de as decisões de investimento*

²⁴⁶ ESMA/2012/117, Rz 30 ff; BaFin, carta interpretativa sobre o âmbito de aplicação do KAGB e sobre o termo "fundo de investimento", 14.06.2013, emendada pela última vez em 09.03.2015, Capítulo I, P 5.

²⁴⁷ Tollmann em *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Diretiva AIFM, Art. 2, marginais 51 e 57 (pp. 37 e seguintes).

*serem deixadas exclusivamente à entidade jurídica que gere uma empresa não deve ser utilizado para contornar as disposições da AIFMD”.*²⁴⁸

Isto constitui a demarcação para os veículos de titularização de créditos especiais ou um SPV. Um veículo de propósito especial que apenas emite instrumentos financeiros para financiar um projeto específico não é um fundo. Para um tal SPV é essencial que os objectivos de investimento já estejam definidos no processo de subscrição e que não seja permitida qualquer discricionariedade na alocação de activos. Neste caso, existe uma estratégia de negócio e não uma estratégia de investimento.²⁴⁹ As holdings também seguem apenas uma estratégia de negócios e estão, portanto, excluídas do regulamento do fundo.²⁵⁰ A AIFMD não se aplica, portanto, a esses veículos de titularização de créditos, sociedades holding ou veículos de titularização que prossigam uma estratégia de negócio.²⁵¹ 124

²⁴⁸ ESMA Guidelines 2013/611 on key terms of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), Versão corrigida de 30.01.2014 das Guidelines on key terms of the Alternative Investment Fund Managers Directive (ESMA/2013/611), publicada em 13.08.2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf, par. 22.

²⁴⁹ As empresas operacionais que se dedicam ao comércio, manufatura ou outras atividades comerciais também têm uma estratégia de negócios e não possuem um fundo, mesmo que emitam instrumentos financeiros em uma rodada de financiamento.

²⁵⁰ Cf. art. 4, n.º 1 litro ou art. 4, n.º 1 n.º 14 AIFMG.

²⁵¹ N.º 3, alíneas a) e g), do artigo 2.º da AIFMD ou N.º 2, alíneas b) e h), do artigo 2.º da AIFMG; para os veículos para fins especiais de titularização, ver a definição no n.º 1 do artigo 4.º da AIFMD ou na linha 37 do n.º 1 do artigo 4.º da AIFMG, em conjugação com o n.º 2 do artigo 1.º do Regulamento EU/1075/2013,

125 Em uma rodada de financiamento, uma entidade de propósito especial coleta assim capital, que posteriormente forma capital próprio²⁵² ou capital alheio para a empresa. Este capital pode então ser usado para implementar uma estratégia de negócios. O capital dos investidores em um fundo, por outro lado, representa ativos do fundo de investimento que são separados da sociedade gestora e podem ser segregados em caso de falência.²⁵³ No que diz respeito a Token e Robo-Advisory, não existe uma estratégia de investimento fixo, mas apenas uma estratégia de negócio se for recolhido capital que é investido em moedas criptográficas como BTC, ETH, etc. de acordo com um algoritmo que é predefinido e não permite qualquer intervenção ou discricção na alocação de activos. Em tal caso, não há, portanto, investimento coletivo no sentido do regulamento do fundo.

126 ²⁵⁴É importante notar que de acordo com o Art 159 n° 2 AIFMG e Art 130 n° 2 OICVMG, o FMA tem de dar respostas vinculativas a questões

ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1075/oj>. Ver também o chamado STSR ("Simple, Transparent and Standardized Regulation" ou Regulamento de Securitização), Regulamento EU/2017/2402, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (especialmente Art. 2 No. 1 e 2 do Regulamento de Securitização).

²⁵² O capital próprio existe se os fundos de financiamento forem disponibilizados por um período de tempo ilimitado e tiverem um valor nominal que pode ser caro, enquanto o capital emprestado se caracteriza por um prazo após o qual deve ser reembolsado juntamente com os juros. O capital de risco ou capital de risco geralmente representa capital próprio (também capital privado).

²⁵³ Art. 41(2) KO - "*Se a massa falida contiver bens que não pertençam, total ou parcialmente, ao devedor comum, o direito real ou pessoal à segregação será avaliado de acordo com os princípios gerais de direito*".

²⁵⁴ A "disposição opcional" deve ser vista no sentido de um poder discricionário vinculado por lei.

jurídicas e factuais - incluindo, por exemplo, a questão da existência ou não de um fundo - através de um pedido, desde que os elementos dos factos necessários para a avaliação sejam divulgados de forma completa e correcta. Somente as informações escritas das FMA, que são emitidas mediante solicitação, constituem uma proteção de confiança. Em relação às tecnologias confiáveis, a FMA também deve fornecer informações nos termos do artigo 43, parágrafo 2, letra b do TVTG, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93 sobre a aplicabilidade de todas as leis especiais citadas no artigo 5, parágrafo 1 da Lei FMA com relação a um modelo de negócio concreto.

Finalmente, no que respeita à representação simbólica das unidades de participação dos fundos, é de salientar que as unidades de participação em organismos de investimento colectivo são consideradas instrumentos financeiros nos termos do Anexo 2 da Secção C N.º 3 da Lei Bancária e do Anexo I da Secção C N.º 3 da DMIF II, em conjugação com o artigo 15. Não existem preocupações regulamentares sobre a tokenização de tais instrumentos financeiros.²⁵⁵ 127

É também de salientar que a comercialização de unidades de participação de um AIF é harmonizada apenas para investidores profissionais.²⁵⁶ O Liechtenstein fez uso da cláusula de abertura de acordo com o n.º 1, primeiro parágrafo, do artigo 43º da AIFMD e de acordo com o 128

²⁵⁵ Ver Título II, Capítulo II.2.3.5,

²⁵⁶ Ver artigo 43(1) segundo parágrafo AIFMD.

artigo 129º e seguintes da AIFMG é possível distribuir FIA a investidores privados no Liechtenstein. No entanto, essas FIA não são elegíveis para passaporte.²⁵⁷

- 129 As disposições do direito societário de uma sociedade anónima também são subsidiariamente aplicáveis a uma AGmVK ou SICAV, a menos que sejam previstas disposições especiais.²⁵⁸ Uma AGmVK pode aumentar o capital social através da emissão de novas acções ou pode reduzir o capital social através do reembolso do capital social através do resgate de acções.²⁵⁹ Uma AGmVK pode posteriormente deter as suas próprias acções, ao contrário de uma sociedade anónima com capital social fixo.²⁶⁰

5.3 As Cooperativas Segmentadas (PCC) em distinção ao Fundo

- 130 Em 01.01.2015, a pessoa com atadura segmentada ou a Empresa de Células Protegidas passou a fazer parte do PGR.²⁶¹ O PCC é apenas uma forma de organização e não uma nova forma corporativa; por exemplo, uma sociedade anónima pode ser segmentada. De acordo com o Art.

²⁵⁷ No que diz respeito à distribuição a clientes de retalho, que é proibida em princípio na Áustria, por exemplo, ver também WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, p. 3.

²⁵⁸ Art 361(3) PGR.

²⁵⁹ Art 361(2) PGR.

²⁶⁰ Art 363º PGR; para uma sociedade anónima isto só é permitido de forma muito limitada ao abrigo do Art 306º-A a Art 306º-F PGR, uma vez que isto é de facto semelhante a uma redução de capital.

²⁶¹ LGBl 2014.362; Art. 243 ff PGR.

243 parágrafo 1 PGR, o propósito das empresas organizadas como entidades jurídicas segmentadas é limitado às actividades de gestão de activos (holding ou sociedade passiva) e uma entidade jurídica segmentada não pode exercer qualquer actividade comercial, industrial ou outras actividades comerciais.²⁶²

No entanto, o Artigo 243e para. 5 PGR prevê que, no caso de uma sociedade anónima estruturada como um PCC, podem ser emitidas as chamadas acções do segmento, que podem dizer respeito a todos ou a segmentos individuais. Tal estrutura pode levar a problemas na definição de uma estrutura de fundos, uma vez que tal modelo é muito semelhante à cascata de três níveis de fundos - fundo²⁶³, compartimento e classe de acções.²⁶⁴ 131

Mesmo no caso de uma sociedade anónima segmentada, a regulação dos fundos - pelo menos no que respeita ao regime dos FIA - terá de ser regularmente negada pela exclusão de uma estratégia de investimento definida. Assim, se não houver discrição na alocação de activos, mas o dinheiro recebido numa ronda de financiamento for investido em objectivos de investimento predefinidos, o regulamento do fundo também terá de ser negado se uma sociedade anónima for estruturada 132

²⁶² Para mais detalhes, ver *Helbock*, *Besondere Aspekte der Segmentierte Verbandsperson (PCC) em Liechtenstein*, LJZ 1/18, p. 22; para outras formas de design, ver também FN 97.

²⁶³ Um fundo em forma contratual ou estatutária (sociedade de gestão) no sentido de um fundo formador de capital (cf. terminologicamente também o "fundo de estabelecimento" no art. 536 ff PGR).

²⁶⁴ Cf. em relação aos acionistas do segmento BuA 2014/69, p 49 f.

como uma associação segmentada emitindo acções ou obrigações segmentadas.²⁶⁵

- 133 Deve-se observar, entretanto, que por lei as acções do segmento devem ser estruturadas como acções preferenciais.²⁶⁶ As acções preferenciais incluem os mesmos direitos básicos das acções ordinárias mais uma certa preferência pelo direito de voto, a eleição de certos órgãos executivos, a adoção de deliberações sobre agendas específicas definidas nos estatutos, sobre dividendos, sobre a parte de liquidação ou sobre direitos de subscrição no caso de emissão de novas acções.²⁶⁷ As acções preferenciais têm, portanto, um direito mais elevado do que as acções ordinárias. *"Há a possibilidade de, no caso de duas categorias diferentes de acções, cada uma ter certos privilégios. Neste caso, a categoria de acções preferenciais é aquela que, tomada como um todo, parece ter privilégios muito maiores. De acordo com a²⁶⁸ PGR, as acções puras sem direito a voto, que de outra forma são ²⁶⁹equivalentes às acções ordinárias, não são, portanto, em geral, acções preferenciais. Embora dêem direito a dividendos mais elevados como padrão, uma vez que não têm direito a voto, não são preferenciais no sentido de uma acção preferencial, a menos que surjam circunstâncias especiais. No Listenstaine, esses instrumentos de capital constituem certificados de participação. O capital social está limitado*

²⁶⁵ Em particular, o Art. 243f (1) PGR deve ser observado, segundo o qual o segmento contratante e o seu fundo de responsabilidade devem ser divulgados.

²⁶⁶ Art 243e (5) PGR.

²⁶⁷ Art 301(2) PGR.

²⁶⁸ *Frick*, The types of shares under Liechtenstein company law, p. 127.

²⁶⁹ Certificados de participação de acordo com o Art 304a PGR.

ao dobro do capital social.²⁷⁰ Um participante não tem o direito de participar de uma assembleia geral. Uma ação preferencial, por outro lado, pode ser estruturada de tal forma que, embora não represente direitos de voto, traz uma vantagem sobre uma ação ordinária quando vista como um todo. Tal como no caso do certificado de participação, porém, tal acção não confere ao seu titular o direito de participar numa assembleia geral.²⁷¹ Contudo, tal acionista preferencial tem direito aos direitos associados ao direito de voto nos termos do Art. 304c n.º 2 PGR (por exemplo, o direito de convocar uma assembleia geral de acionistas).

A estruturação obrigatória das ações do segmento como ações preferenciais também revela a distinção estatutária das estruturas dos fundos. De acordo com as matérias legais, os acionistas do segmento são "*acionistas da entidade segmentada per se [e] os acionistas do segmento exercem seu direito de voto na Assembleia Geral da entidade segmentada*".²⁷² Em termos de activos, contudo, um acionista do segmento só participa em determinados segmentos.²⁷³ As unidades do fundo, por outro lado, quase nunca são estruturadas como ações preferenciais, de acordo com as quais existe o direito de participação na sociedade gestora ou de investimento e a participação em um compartimento ou subfundo é acordada em termos de direito patrimonial. Pelo contrário, qualquer participação estará directamente relacionada com o respectivo

²⁷⁰ Art 304b (1) PGR.

²⁷¹ De acordo com o Art. 332 § 2 PGR, somente os acionistas com direito a voto têm direito a participar da Assembleia Geral.

²⁷² BuA 2014/69, p 49 f.

²⁷³ Assim, os ativos dos segmentos individuais devem ser separados uns dos outros e também do ativo principal, de acordo com o Art. 243e para. 4 PGR.

compartimento, de acordo com as condições da respectiva classe de acções.

Independentemente disto - ou precisamente por causa disto - uma sociedade anónima sob a forma de PCC pode ser uma alternativa interessante de estruturação para um financiamento ou veículo de investimento entre um fundo e um veículo clássico de titularização especial.

5.4 Conclusão Tokenisation dos instrumentos financeiros e dos Organismos de Investimento Colectivo

- 135 Ao reunir capital, que deve ser investido posteriormente, a questão fundamental é se existe um fundo. Um dos critérios mais importantes dos fundos é o investimento de acordo com uma estratégia de investimento definida. Por outras palavras, a gestão discricionária de carteiras individuais pode ser convertida numa base de investimento colectivo, a fim de estabelecer um fundo. No entanto, as sociedades holding ou veículos especiais não constituem fundos se prosseguirem uma estratégia comercial. Se uma carteira de instrumentos financeiros for representada sob a forma de fichas e os investidores tiverem de participar nela, é feito um investimento colectivo se uma empresa gestora gerir uma tal carteira.
- 136 Enquanto um OICVM ou OICVM só pode investir em activos financeiros líquidos, um FIA é livre de investir noutros activos, razão pela qual um fundo fechado só pode ser efectivamente estruturado como um FIA, a menos que apenas as unidades de participação de um fundo devam ser emitidas sob a forma de fichas.
- 137 Um SPV que emite instrumentos financeiros para investir em objectivos de investimento pré-definidos não constitui um fundo. Não deve haver

discrição no investimento do capital angariado. Isto pode ser interessante em relação aos tokens se o capital recolhido for investido teimosamente de acordo com um algoritmo imutável (Robo-Advisory). O regulamento do fundo não é aplicado aqui desde que não haja discrição no investimento do capital recolhido.

É também de interesse, especialmente em relação aos modelos de 138
negócio das start-ups da FinTech, que a FMA do Liechtenstein, de acordo com o Art 159 n.º 2 AIFMG e Art 130 n.º 2 OICVMG, deve fornecer uma resposta vinculativa à questão da existência ou não de um fundo através de um pedido escrito. Neste contexto, é preciso observar que os fatos necessários para a avaliação devem ser divulgados; a FMA está vinculada a qualquer informação emitida a este respeito, de acordo com o princípio da proteção da confiança.

No que respeita ao regime dos FIA, é de referir que a comercialização 139
de unidades de participação ou acções de um FIA só é harmonizada em relação aos investidores profissionais. Embora o Liechtenstein tenha feito uso da cláusula de abertura prevista no n.º 1, primeiro parágrafo, do artigo 43.º da AIFMD e, portanto, seja possível comercializar FIA junto dos investidores não profissionais no Liechtenstein (artigo 129.º e seguintes da AIFMG), esses FIA não têm acesso ao sistema Europass, pelo que não são elegíveis para passaporte no mercado único europeu.

A associação segmentada ou PCC também é interessante em relação ao 140
desenho dos fundos. O PCC é apenas uma forma de organização e não uma forma corporativa separada. Assim, uma sociedade anónima, por exemplo, pode ser segmentada. As entidades jurídicas segmentadas ao

abrigo da lei do Liechtenstein estão limitadas no seu objectivo às actividades de gestão de activos.

- 141 O Artigo 243e para. 5 PGR prevê que as ações do segmento podem ser emitidas no caso de uma sociedade anônima que tenha sido estruturada como um PCC. Tais quotas de segmentos podem estar relacionadas com todos ou com segmentos individuais do PCC. Tal estrutura é basicamente uma reminiscência da cascata de três níveis de fundo, compartimento e classe de ações. Com tal estrutura, coloca-se também a questão de saber se existe uma estratégia de investimento definida de acordo com a qual o capital recolhido é investido. Se isto for negado, não há fundo, mas se isto for afirmado, será geralmente difícil negar a regulamentação do fundo.
- 142 Deve-se observar que as ações do segmento devem ser estruturadas como ações preferenciais. As ações preferenciais têm os mesmos direitos das ações ordinárias e também incluem uma certa preferência por direitos de voto, dividendos, ações de liquidação ou direitos de subscrição quando novas ações são emitidas; o direito às ações preferenciais é, portanto, maior do que o das ações ordinárias. Uma visão global deve ser tida em conta. Os certificados de participação (ações sem direito a voto) não devem, portanto, ser tratados como ações preferenciais de acordo com a lei do Liechtenstein, uma vez que eles dão regularmente direito a dividendos mais altos do que as ações ordinárias, mas não conferem direito a voto. Em geral, não há, portanto, preferência por ações ordinárias, razão pela qual não há ação preferencial.
- 143 Os acionistas do segmento de uma sociedade anônima segmentada exercem seus direitos de voto na assembléia geral da entidade segmentada e também participam de todos ou de segmentos individuais; na

visão geral, entretanto, deve haver uma preferência. Além disso, também deve ser possível emitir instrumentos de dívida por segmento, tais como uma obrigação do segmento.

6. Fichas e direito do consumidor

Se as fichas não representam reclamações²⁷⁴ contra um emissor, mas sim uma mercadoria com valor intrínseco ou imanente (conteúdo digital) como registo de dados ou software, que é formado no mercado livre de acordo com a oferta e a procura²⁷⁵, os regulamentos do direito do mercado financeiro não são aplicáveis, por um lado,²⁷⁶ e por outro lado levanta-se a questão de saber se e em que medida os regulamentos de protecção do consumidor são relevantes, em particular no que diz respeito ao direito de rescisão de acordo com o KSchG e FAGG. 144

O artigo 8º da FernFinG também prevê um direito de rescisão, embora 145 de acordo com o artigo 10º da FernFinG o consumidor não tenha direito de rescisão no caso de contratos de serviços financeiros cujos preços no

²⁷⁴ Denominados em dinheiro (depósitos ou dinheiro electrónico), ou direitos de membro ou de dívida ao abrigo do direito das sociedades (instrumentos financeiros) - ver Título II. Capítulos II.2.2.2 e III.2.7.

²⁷⁵ Onde a formação de preços e valores deve ser sempre mantida à parte. O valor é formado no decurso da produção - em termos de fichas, ou seja, desenvolvimento ou programação - enquanto o preço é criado pela troca ou circulação de mercadorias e dinheiro.

²⁷⁶ Cf. a este respeito o documento do Título II. em pormenor, em particular os Capítulos II.2.2.2, II.2.7.3 e II.2.7.6 relativos aos tokens como símbolo de valor.

mercado financeiro estão²⁷⁷ sujeitos a flutuações que estão fora do controle do empresário e que podem ocorrer dentro do período de rescisão. Isto também se aplica a serviços relacionados com valores mobiliários transferíveis ou negociáveis e, portanto, também deve ser aplicado em relação a fichas que representam instrumentos financeiros. Note-se que, mesmo que a obrigação de informar um consumidor sobre a existência ou não de um direito de retractação deva ser cumprida²⁷⁸, o facto de não informar um consumidor sobre um direito de retractação inexistente não resulta na criação desse direito de retractação - seguindo o símbolo *deus ex machina*, inesperado e surpreendente. Isto tem como consequência, como *Gruber* argumenta, "*que a falta de instrução sobre a inexistência do direito de retirada é sem sanção*".²⁷⁹

- 146 Nos termos do n.º 1 do artigo 4.º da Lei de Protecção do Consumidor, um consumidor pode, sem motivo, rescindir um contrato 14 dias após a celebração de um contrato de prestação de²⁸⁰ serviços ou, no caso de um contrato de venda de bens, 14 dias após o dia da celebração do contrato entre o comerciante e o consumidor, se a declaração contratual do consumidor não tiver sido feita no estabelecimento comercial do comerciante. No entanto, este direito de retirada não se aplicará aos to-

²⁷⁷ A definição de mercado financeiro deve ser interpretada em sentido lato e não se baseia apenas em mercados regulamentados ou organizados, mas também na negociação no mercado de balcão (OTC); ver Título II, Capítulo II.2.3.1b.

²⁷⁸ Artigo 5(1)(c)(1) FernFinG.

²⁷⁹ *Gruber*, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, Número 2, 15.02.2005, p. 53 (Seção III. Direito de rescisão do consumidor), que trata do assunto com maior profundidade no ponto indicado.

²⁸⁰ Incumprimento de contrato.

kens que representam software no sentido de mercadoria (conteúdo digital ou tokens de "utilidade", "pagamento", "moeda" ou "mercadoria", que não são nem dinheiro eletrônico e, portanto, também não são depósitos e, além disso, não são instrumentos financeiros, mas são tratados como moedas virtuais), uma vez que tais contratos estão sujeitos à lei sobre comércio de longa distância e comércio exterior.²⁸¹ No entanto, a FAGG prevê um direito de rescisão para contratos celebrados em vendas à distância comparável ao KSchG.

No entanto, pode ser aplicada uma exceção ao direito de retractação 147 de acordo com o Art. 19 Parágrafo 1 FAGG, em que as fichas de mercadorias mencionadas são particularmente relevantes no que diz respeito às fichas de mercadorias. Um consumidor não tem direito de rescisão segundo a FAGG para a aquisição de conteúdos digitais na venda à distância, que não são armazenados num suporte físico de dados, se o empresário, com o consentimento explícito do consumidor e o seu conhecimento das consequências no que diz respeito ao direito de rescisão, tiver começado com o cumprimento prematuro - antes da expiração do prazo de rescisão de 14 dias - em que a confirmação do contrato celebrado deve ser fornecida num suporte de dados permanente.²⁸² Além do papel, um portador de dados permanente também inclui pen drives, cartões de memória, discos rígidos e e-mails.²⁸³ Embora seja em princípio possível invocar esta exceção, ela envolve um esforço administrativo considerável e revela uma discrepância em relação à aquisição

²⁸¹ Artigo 4(3)(d) KSchG em conjunto com o artigo 12(1) FAGG.

²⁸² Artigo 19(1)(l) FAGG em conjunto com o artigo 6(2) ou o artigo 8(3) FAGG.

²⁸³ Artigo 4(1)(e) FAGG ou artigo 2(10) da Directiva 2011/83; ver também BuA 2015/37, p. 25; ver também o considerando 23 da Directiva 2011/83 (VRRL), ELI; <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/83/oj>.

de fichas no sentido de conteúdos digitais²⁸⁴ em venda à distância e fichas que são armazenadas numa Carteira de Hardware, uma vez que neste caso a Carteira de Hardware é anexada à Carteira de Hardware como um objecto físico. Deve-se observar que, de acordo com o considerando 19 da Directiva 2011/83 sobre direitos do consumidor, o conteúdo digital, em princípio, só constitui um bem na acepção desta diretiva ou da FAGG se for armazenado em um suporte físico de dados.

- 148 Por conseguinte, coloca-se a questão de saber se a excepção ao direito de rescisão nos termos da alínea b) do n.º 1 do artigo 19º FAGG é relevante para as fichas, uma vez que, nos termos desta disposição, o consumidor não tem direito de rescisão se for celebrado um contrato relativo a bens ou serviços cujo preço esteja sujeito a flutuações no mercado financeiro, pelo que o empresário não pode ter qualquer influência sobre o mesmo e as flutuações devem poder ocorrer durante o período de rescisão. O Supremo Tribunal Federal Alemão apoiou um direito de rescisão ao abrigo desta disposição, citando a implementação nacional da Directiva Alemã de Direitos do Consumidor 2011/83 (implementada na FAGG para o Liechtenstein).²⁸⁵ Embora o óleo de aquecimento também seja negociado na bolsa - como muitas outras matérias-primas, produtos ou bens - a compra de óleo de aquecimento não é especulativa na natureza; não há nenhum elemento aleatório.²⁸⁶ Na verdade, a ordem do fuelóleo não está sujeita a qualquer volatilidade, uma vez que o preço da mercadoria foi determinado antecipadamente e, portanto, previsível. No caso de transacções a preço fixo, a excepção ao direito de

²⁸⁴ De acordo com o considerando 19 da Directiva 2011/83, os conteúdos digitais são programas de computador, aplicações, jogos, etc.

²⁸⁵ BGH VIII ZR 249/14 de 17 de Junho de 2015.

²⁸⁶ BGH VIII ZR 249/14 de 17 de Junho de 2015, pp. 6 e 9.

retractação ao abrigo do Art. 19 (1) lit b FAGG deve, portanto, ser negada. As circunstâncias acidentais que não poderiam ser previstas, tais como se o preço ainda é favorável no momento da entrega, não são prejudiciais. No que diz respeito²⁸⁷ aos tokens não regulamentados pela legislação do Liechtenstein, que são trocados ou negociados em uma plataforma e que estão sujeitos ao FAGG, isso significa que depende da vontade das partes se uma transação de preço fixo foi planejada ou se os tokens são adquiridos para fins especulativos - às vezes ao preço no momento da entrega.²⁸⁸

Stadler e Pfeil propagam um núcleo especulativo em transações B2C em 149 relação a fichas.²⁸⁹ No entanto, isto dificilmente pode ser seguido seriamente nesta generalidade, uma vez que as moedas ou fichas protocolares em particular têm um propósito no protocolo de cadeia de blocos, além da especulação de valores (um pré-requisito para o funcionamento do protocolo de rede, bem como para a construção de consensos, onde um valor intrínseco é formado). Assim, será sempre necessário distinguir entre usuários que adquirem um token para obter vários serviços na rede descentralizada ou para poder executar funções e investidores que apenas desejam participar na execução de um token; não se

²⁸⁷ *Geiger em Keiler/Klauser* (Hrsg), *Direito do Consumidor Austríaco e Europeu*, § 18 FAGG, Rz 5.

²⁸⁸ Independentemente disso, é aconselhável denominar o preço em fiat money ao emitir o seu próprio token, que pode ser adquirido usando outros tokens (por exemplo, um novo token a ser emitido é emitido em troca de um certo montante de EUR ou CHF, pagável em ETH), a fim de, pelo menos, mitigar a volatilidade até um certo ponto no caso de qualquer reivindicação de resgate.

²⁸⁹ *Stadler/Pfeil*, moedas criptográficas como bens voláteis de acordo com § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, Maio 2018, S 101 (S 103).

pode assumir que um usuário de um protocolo de cadeia de blocos tenha um interesse primário na execução de um token, uma vez que interage regularmente com o protocolo e a utilidade do token deseja aproveitá-lo e por vezes também consome o token, razão pela qual qualquer carácter especulativo é de importância secundária.

- 150 Independentemente deste problema, contudo, coloca-se a questão de saber se as fichas constituem realmente bens no sentido da VRRL ou da FAGG. De acordo com o Artigo 2 No. 3 da VRRL, as mercadorias são basicamente apenas objetos físicos. No entanto, água, electricidade e gás também são considerados como mercadorias, desde que sejam vendidos numa determinada quantidade ou volume. As fichas são determináveis quantitativamente e como são armazenadas eletromagneticamente, a analogia para fichas também pode ser usada, que são tratadas como electricidade no VRRL e se forem vendidas em uma certa quantidade, também são consideradas como mercadorias no sentido do VRRL ou do FAGG. *Stadler/Pfeil argumenta a favor desta analogia*²⁹⁰. Tal analogia está em clara contradição com o considerando 19 da VRRL, uma vez que as fichas representam dados ou programas informáticos e, portanto, conteúdos digitais na acepção da directiva, pelo que tal analogia também deve ser rejeitada: *"Tal como os contratos de fornecimento de água, gás ou electricidade, se não forem oferecidos para venda em volume limitado ou em quantidade específica, ou de fornecimento de aquecimento urbano, os contratos de conteúdo digital que não sejam disponibilizados num suporte físico não devem ser considerados contratos de venda ou de prestação de serviços para efeitos da presente directiva"*.²⁹¹ Como resultado, a exceção ao direito de

²⁹⁰ *Stadler/Pfeil*, moedas criptográficas como bens voláteis de acordo com § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, Maio 2018, S 101 (S 103).

²⁹¹ Considerando 19 VRRL e artigos 6(2) e 17(1) VRRL.

retirada de acordo com o Art 19 § 1 lit b FAGG não deve se aplicar aos tokens que representam meramente software no sentido de mercadorias, ou seja, conteúdo digital de acordo com a VRRL ou moedas virtuais de acordo com o 5º GW-Diretivo.

Para além destas disposições, deve geralmente ser feita referência ao artigo 45º do IPRG do Liechtenstein no que diz respeito à lei aplicável em relação a contratos de consumo com um elemento transfronteiriço. Se o país em que o consumidor tem a sua residência habitual previr disposições especiais de protecção obrigatórias, estas disposições prevalecem sobre qualquer escolha de lei feita, desde que a relação comercial não tenha sido iniciada apenas pelo consumidor, mas que a actividade comercial do empresário seja também dirigida para o país de residência do consumidor. 151

Deve-se notar, contudo, que na ausência de um tratado de execução com excepção da Áustria e da Suíça - um título estrangeiro adquirido não é de facto executório com o Liechtenstein, uma vez que este país não assinou nem ratificou as Convenções de Bruxelas e de Lugano.²⁹² 152

Independentemente disso, é de notar que mesmo as cláusulas de escolha da lei podem ser inválidas devido a enganos, se tiver sido omitido 153

²⁹² *Öhri*, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung entrusted with the administration and management of an AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007, p 100 (101); *Frick*, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile in Liechtenstein - Ein Überblick, LJ, p 106 (110); *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p 71 f (Rz 192).

assinalar que as disposições obrigatórias de protecção do consumidor do Estado em que este tem a sua residência habitual têm precedência; as cláusulas de escolha da lei são, portanto, inválidas em relação aos consumidores.²⁹³

- 154 Em geral, deve ser observada a liberdade (passiva) de prestação de serviços aplicável na UE e na AEE, segundo a qual, por exemplo, uma troca criptográfica (bilateral ou multilateral) em relação a fichas que não sejam instrumentos financeiros, dinheiro electrónico nem depósitos é livre de aceitar clientes de jurisdições da UE ou da AEE cujos mercados não sejam directamente abordados por esta empresa, desde que estes iniciem a relação comercial. A este respeito, é digno de nota que, embora uma tal actividade possa ser regulamentada a um limiar baixo ou nem sequer ser regulamentada no Liechtenstein, dependendo da forma concreta que assuma (pelo menos de acordo com a situação legal antes do TVTG e desde que não seja prevista uma liquidação da Fiat), a mesma actividade pode ser estritamente regulamentada na Alemanha, por

²⁹³ Artigo 3.º da Directiva 93/13/EEA, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/13/oj>; onde permanece em aberto até onde devem ir as informações sobre a lei obrigatória, uma vez que esta potencialmente degenera numa comparação descritiva dos respectivos sistemas jurídicos; cf. OGH 2 OB 155/16g de 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000, com referência ao TJCE C-191/15 de 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612: *"Artigo 3(3) da Directiva 93/13 deve ser interpretado no sentido de que uma cláusula contida nos termos e condições normais de um profissional que não tenha sido negociada individualmente e que preveja que a lei aplicável a um contrato celebrado com um consumidor por via electrónica é a lei do Estado-Membro em que o profissional tem a sua sede social, é injusto na medida em que induz o consumidor em erro, dando-lhe a impressão de que apenas a lei desse Estado-Membro é aplicável ao contrato sem o informar de que também goza da protecção das disposições imperativas da lei que seria aplicável na ausência dessa cláusula; cabe ao tribunal nacional avaliar isso à luz de todas as circunstâncias relevantes."*

exemplo, uma vez que as chamadas unidades de conta também constituem instrumentos financeiros nesse país e, portanto, é prestado um serviço de investimento e teria de ser aprovado um MTF.²⁹⁴ Em conexão com tais serviços financeiros, a solicitação inversa²⁹⁵ sob o Art 42 MiFID II, em conjunto com o Considerando 85 da MiFID II, também pode ser considerável.

7. Principais resultados

Este capítulo final resume as conclusões e resultados centrais deste trabalho em relação aos tokens, títulos e valores mobiliários escriturais. 155

Deve-se lembrar que uma cadeia de blocos é, em princípio, uma base de dados descentralizada, pública e permanente. Nem todas as cadeias de blocos são iguais. Em particular, deve ser feita uma distinção entre as diferentes autorizações de acesso de leitura e de escrita. Ao contrário de uma cadeia de blocos privados (com permissão), cada usuário tem permissão de escrita em uma cadeia de blocos públicos (sem permissão). Os atributos de cadeia de blocos "abertos" e "fechados", por outro lado, dependem do desenho dos direitos de leitura. Bitcoin e Ethereum são os principais exemplos de cadeias de blocos abertos ao público - todos os usuários têm acesso de leitura e escrita. Uma cadeia de blocos com acesso de escrita para todos, mas acesso de leitura limitado (público fechado), por outro lado, é ideal para a realização de eleições anónimas. Se, por outro lado, a transparência é necessária, mas 156

²⁹⁴ Ver Título II, Capítulo II.2.4.

²⁹⁵ Ao abrigo destas disposições, as empresas de países terceiros podem prestar serviços de investimento por iniciativa exclusiva de clientes da UE ou do EEE sem estarem sujeitas à regulamentação MiFID II correspondente.

nem todos devem ter acesso por escrito, uma cadeia privada de blocos abertos pode ser usada. O tráfego oficial, por outro lado, poderia ser transferido para uma cadeia privada de blocos fechados, que teria acesso limitado de leitura e escrita.

- 157 Um caso de uso potencial de uma cadeia de bloqueio público ou sem permissão é, por exemplo, a implementação da chamada Identidade de Auto-soberania (SSI) como um suplemento e oitavo nível do Modelo de Interconexão de Sistemas Abertos (OSI), que é o modelo de referência para protocolos de rede. Especialmente em conexão com a portabilidade dos dados verificados, a tecnologia da cadeia de blocos pode desempenhar um papel importante (identificação, verificação da idade, etc.). Isto deve ser apresentado, por exemplo, como uma camada no nível do navegador da Internet. Seria concebível, por exemplo, que os dados pessoais fossem introduzidos neste "meta-nível" e posteriormente - se desejado - actualizados simultaneamente em todas as redes sociais. Por outro lado, de forma simples, o conteúdo também poderia ser alimentado sem que um anfitrião do website esteja ciente disso (uma vez que o conteúdo é integrado uma camada mais alto; por exemplo, publicidade para moedas criptográficas em websites que proibam essa publicidade em si mesmos).
- 158 Tecnicamente, os tokens podem ser representados como um conjunto de dados que está sujeito a autenticação de dois fatores e pode ser usado para autorizar serviços baseados em software. O acesso só é concedido após uma autenticação bem sucedida. Os fatores de autenticação podem ser baseados nos elementos de conhecimento, propriedade e herança. Curiosamente, os mesmos elementos também são encontrados no PSD II em conexão com a forte autenticação do cliente.

Aplicativos descentralizados, chamados Smart Contracts, no sentido de scripts permanentes, também são usados regularmente em protocolos descentralizados, como cadeias de blocos. Estes remontam aos modelos da Agoric Computing dos anos 80 e podem também representar contratos no sentido jurídico, se se considerar que os próprios contratos podem ser celebrados por implicação ou verbalmente. 159

7.1 O mapeamento do pleno direito de propriedade em um token

Devido a um elemento de corporeidade em falta, as fichas não constituem uma coisa na acepção do direito de propriedade do Liechtenstein. No entanto, com a entrada em vigor do TVTG em 01.01.2020, as disposições do direito de propriedade devem ser aplicadas de forma análoga aos tokens. 160

No entanto, o princípio da "Substância sobre a Forma" aplica-se independentemente disso e a lei representada pela ficha deve ser sempre considerada. Se, por exemplo, um depositário detém um item em custódia segura para uma pessoa com direito a dispor de um token de acordo com o depositum regulare, tal token representa efectivamente o direito de propriedade do item mantido em custódia segura. 161

A questão de saber se existe um depositum regulare, segundo o qual o depositário permanece proprietário de um objeto específico, ou se é criado um depositum irregular, segundo o qual apenas existe um crédito genérico, depende das intenções econômicas das partes. De acordo com as disposições do contrato de custódia, um custodiante deve devolver os mesmos itens que foram colocados em custódia segura. Como mencionado acima, um depositário regular pode existir mesmo que o 162

depositário só seja obrigado a devolver itens do mesmo tipo e qualidade. Depende do acordo relativo à propriedade da mercadoria. Se o custodiante se tornar o proprietário, há um depositário regular irregular. No entanto, se o custodiante continuar a ser o proprietário, existe um depositário regular. Isto pode desempenhar aqui um papel importante, de modo que, no caso da tokenização da propriedade, um token não é qualificado como instrumento financeiro numa perspectiva de supervisão, devido à falta de normalização.

- 163 No entanto, a normalização pode ser conseguida através de um acordo de salvaguarda, que, no final, é inofensivo. Pode existir um depositante regular, mas as partes ou, em particular, o depositante podem aceitar um objeto comparável em tipo, número e qualidade, em vez do objeto dado.

7.2 Direitos de valor segundo a TVTG e direitos de valor segundo a PGR conforme emendado por BuA 2019/93 (LGBI 2019.304)

- 164 O BuA 2019/93 introduz direitos de valor segundo a TVTG, por um lado, e direitos de valor segundo a PGR, por outro. Existem diferenças significativas entre os direitos contabilísticos ao abrigo destas leis, para além da representação simbólica ou da gestão no registo dos direitos contabilísticos. Para os títulos escriturais de acordo com a PGR, com as alterações introduzidas na versão de 2019/93 da Lei de Títulos Escriturais de 2019/93, as disposições da lei sobre direitos de propriedade devem ser aplicadas de forma funcionalmente equivalente, uma vez que estes títulos escriturais devem ter as mesmas funções que as dos títulos. Além disso, o princípio da causalidade continua a prevalecer no PGR.

Em contraste, as disposições do TVTG devem ser aplicadas aos títulos escriturais sob o TVTG apenas de forma funcionalmente adequada, ou seja, por analogia. Além disso, o princípio da abstracção prevalece em relação ao regulamento de transmissão do TVTG.

Isto tem como consequência que, no caso da transferência de títulos escriturais sob a forma de fichas sob a TVTG, a transacção de alienação também permanece abstracta, caso a transacção de obrigação cesse. Neste caso, a transacção teria de ser revertida ao abrigo da lei do enriquecimento. Entretanto, se a causa de uma operação envolvendo títulos não-certificados nos termos da PGR, conforme alterada pelo Diário Oficial da União 2019/93, deixar de ser aplicável, a operação de compromisso também deixa de ser aplicável e tais títulos não-certificados podem ser indexados no futuro. 165

Isto porque um direito de segurança escritural, conforme PGR emendado pelo Diário Oficial da União de 2019/93, tem todas as funções de uma segurança, incluindo uma função de transporte, função de legitimação e liberação, função de protecção de tráfego e limitação de objectões. A disposição visa deliberadamente ir além da base suíça de recepção do artigo 973c do Código das Obrigações Suíço, que nega a aplicação das disposições do direito de propriedade (função de transporte e aquisição de boa fé) no que diz respeito aos valores mobiliários escriturais. 166

Com o § 81a da última seção do PGR, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93, foi feita uma profunda mudança na dogmática do direito civil e todos os direitos podem ser representados sob a forma de títulos escriturais, o que significa que eles podem posteriormente ser submetidos ao regime de direito de propriedade. Uma 167

das mudanças (doutrinárias legais) mais essenciais trazidas pelo processo legislativo sobre a Lei Blockchain é, portanto, ser localizada fora dela. No entanto, deve ser tido em conta que o registo dos direitos contabilísticos deve também ser organizado de forma a excluir qualquer interferência injustificada do devedor nos direitos do credor. A tecnologia de correntes de blocos ou sistemas VT como definidos no TVTG também são adequados para este fim. A manutenção do registo dos direitos de entrada de livros na cadeia de blocos não significa necessariamente que os direitos de entrada de livros também devam ser mantidos sob a forma de fichas e, portanto, estariam novamente sujeitos ao TVTG.

7.3 Tokenisation em estruturas de investimento coletivo e associações segmentadas

- 168 Um dos critérios mais importantes dos fundos é o investimento de acordo com uma estratégia de investimento definida. Isto significa discrição na alocação de activos. Se a gestão discricionária de carteiras individuais for aplicada a um colectivo, isto reflecte-se no regulamento do fundo.
- 169 As empresas holding ou entidades com fins especiais que se dedicam à angariação de fundos, por exemplo, emitindo um código de segurança, não são fundos desde que prossigam uma estratégia de negócio. Isto significa que, no momento da subscrição dos instrumentos financeiros (tokenised), o objectivo do investimento já deve ter sido determinado e não existe qualquer discrição no investimento. Se, por outro lado, os investimentos colectivos são feitos com um certo grau de discrição, está presente uma estratégia de investimento definida e, conseqüentemente, um fundo. Um exemplo de uma caminhada de corda bamba pode ser

visto no investimento de acordo com um algoritmo fixo. Mesmo com um modelo de negócio baseado em robôs, não há discriminação no investimento do capital recolhido, razão pela qual a existência de um fundo é negada.

A representação de um depósito de instrumentos financeiros também 170 pode levar a um esquema de investimento coletivo, desde que não apenas um depósito ou recibo de depósito relativo a instrumentos financeiros seja representado em um token, mas - o que seria tecnicamente possível - uma carteira financeira administrada ativa ou passivamente seja representada em um token. Se um tal símbolo for posteriormente denominado e emitido aos investidores, um fundo é efectivamente estabelecido.

De notar que os OICVM só podem investir em activos financeiros líquidos, 171 razão pela qual um fundo criptográfico que investe em fichas, no sentido do conteúdo digital, só pode ser estruturado como um FIA. No entanto, também é possível emitir as acções de um fundo sob a forma de fichas. É essencial que as FMA do Listenstaine, mediante pedido escrito, forneçam informações vinculativas sobre a existência ou não de um fundo, e que estejam vinculadas à sua opinião.

É de salientar, no que respeita à AIF, que a sua distribuição no mercado 172 único europeu só está harmonizada no que respeita aos investidores profissionais. No Liechtenstein, as acções de uma FIA também podem ser distribuídas a investidores de retalho, mas uma FIA desse tipo não é passível de aprovação.

173 A forma da entidade jurídica segmentada ou PCC prevista na legislação do Liechtenstein também pode ser importante em relação aos fundos. Por exemplo, uma corporação pode ser segmentada, onde cada segmento pode emitir suas próprias ações do segmento ou mesmo obrigações do segmento. Se uma entidade segmentada tem ou não um fundo ou não depende, em grande medida, de se seguir uma estratégia de investimento definida ou apenas uma estratégia de negócio.

7.4 Transações de consumidores iZm Token

174 A FernFinG prevê basicamente um direito de rescisão, embora o consumidor não tenha direito de rescisão em operações de venda à distância envolvendo serviços financeiros se os serviços financeiros cobertos pelo contrato estiverem sujeitos a flutuações no mercado financeiro que não sejam influenciadas pelo empresário e estejam dentro do período de rescisão. A FernFinG também exige que os consumidores sejam informados se têm ou não direito de rescisão; no entanto, não há sanção se não forem informados sobre a inexistência de um direito de rescisão, uma vez que isso não dá origem a um direito de rescisão.

175 De maior importância, porém, é o direito do consumidor em relação aos tokens, que representam software no sentido de conteúdo digital e, portanto, mercadoria. No Liechtenstein, tais fichas são registradas apenas como moedas virtuais ao abrigo da lei de supervisão, que não requerem uma autorização especial ao abrigo da lei do mercado financeiro para a emissão ou distribuição, uma vez que são em grande parte

tratadas como mercadoria.²⁹⁶ As transações relacionadas com tais fichas serão concluídas regularmente através de venda à distância, razão pela qual a FAGG e, em particular, as suas disposições sobre o direito de saque são mais importantes do que a KSchG.

No entanto, pode ser aplicada uma exceção ao direito de rescisão ao abrigo da FAGG. Em particular, as exceções do Art. 19 Parágrafo 1 lit b e l FAGG aceso entram em questão a este respeito. Um consumidor não tem direito de rescisão de acordo com esta última disposição da FAGG para a aquisição de conteúdo digital em vendas à distância que não esteja armazenado num suporte físico de dados e onde o empresário, com o consentimento expresso do consumidor, tenha iniciado a execução do contrato prematuramente, antes do termo do prazo de rescisão, depois de ter sido informado do direito de rescisão. Uma confirmação do contrato celebrado deve ser fornecida em um portador de dados permanente. Para além do papel, os suportes de dados permanentes incluem também pen drives, cartões de memória ou mesmo e-mails. No entanto, a justificação desta exceção é também acompanhada de um considerável esforço administrativo. Deve-se notar que as fichas em uma carteira de hardware não devem ser consideradas como conteúdo digital, mas como mercadorias no sentido da FAGG ou VRRL. 176

Além disso, a única exceção relevante seria o Art. 19 (1) (b) FAGG. De acordo com isto, um consumidor não tem direito de rescisão se for celebrado um contrato para bens ou serviços cujo preço esteja sujeito a 177

²⁹⁶ Dependendo do modelo de negócio, apenas pode ser indicada a obrigação de registo como bureau de change (antes da entrada em vigor do TVTG) ou de registo como prestador de serviços de troca de TV, ver também Título II, Capítulos II.2.9 e II.3.

flutuações no mercado financeiro. Isto deve ser negado em qualquer caso, no caso de uma transação de preço fixo. Se o preço da mercadoria foi acordado com antecedência, também era previsível. O fato de o preço ainda ser favorável no momento da entrega é irrelevante aqui. Por conseguinte, depende da vontade das partes se uma transacção a preço fixo foi destinada em relação a fichas ou se foram adquiridas para fins especulativos.

- 178 No entanto, não se pode assumir um núcleo especulativo abrangente nas transações de consumo envolvendo fichas, uma vez que as fichas têm frequentemente uma função inerente a uma cadeia de blocos e são necessárias para a execução de determinadas transações ou o funcionamento de uma cadeia de blocos e também são necessárias para a construção de consensos. Isto também deve ser levado em conta na compra de fichas, uma vez que um usuário que compra uma ficha para tornar os serviços ligados a uma cadeia de blocos utilizáveis e que às vezes também consome as fichas, não tem interesse principal em um desempenho. Mesmo que tal carácter especulativo possa ser assumido para uma transacção específica relacionada com fichas, as fichas não constituem bens no sentido da VRRRL ou da FAGG, razão pela qual esta excepção ao direito de retractação não pode ser aplicada desde o início. Uma analogia com a electricidade, a água e o gás, que são tratados como bens desde que sejam vendidos num volume limitado ou numa quantidade específica, deve ser rejeitada como resultado, uma vez que isso contradiria directamente o considerando 19 da VRRRL: *"Tal como os contratos de fornecimento de água, gás ou electricidade quando não são oferecidos para venda num volume limitado ou numa quantidade específica, ou de fornecimento de aquecimento urbano, os contratos de conteúdo digital que não sejam disponibilizados num suporte físico não devem ser considerados como*

contratos de venda ou de prestação de serviços para efeitos da presente diretiva". Os conteúdos digitais, como programas de computador, jogos, filmes, música, etc., também seriam quantificáveis e, segundo a consideração do legislador da União, não devem ser tratados como bens; a exceção ao direito de retirada em relação aos conteúdos digitais constitui uma exceção independente que não comunica com a exceção do Art. 19 § 1 lit b FAGG. Esta exceção não é, portanto, aplicável aos tokens como conteúdos digitais de acordo com a VRRL, que também podem representar moedas virtuais de acordo com a 5ª GW-Directive.

Além disso, como regra geral, é de notar que os títulos estrangeiros, com exceção dos da Áustria ou da Suíça, não são aplicáveis no Liechtenstein, uma vez que este país não assinou nem ratificou as Convenções de Bruxelas e de Lugano. Em caso de litígio no Listenstaine por pessoas não domiciliadas no Listenstaine, é exigida uma caução de acordo com os §§ 56 ff ZPO (Código de Processo Civil) como garantia para os custos do processo. 179

Além disso, também deve ser observado em termos gerais que mesmo uma cláusula de escolha da lei pode ser inválida por ser enganosa, a menos que haja uma indicação de que as disposições obrigatórias de protecção do consumidor do país de residência do consumidor têm precedência (TJCE C-191/15, VKI/Amazon EU Sàrl: *"Art. 3(3) da Directiva 93/13 deve ser interpretado no sentido de que uma cláusula contida nos termos e condições normais de um profissional que não tenha sido negociada individualmente e que prevê que a lei aplicável a um contrato celebrado com um consumidor por via electrónica é a lei do Estado-Membro em que o profissional está domiciliado, é injusto na medida em que induz o consumidor em erro, dando-lhe a impressão de que apenas a lei desse Estado-Membro é aplicável ao* 180

contrato sem o informar de que também goza da protecção das disposições imperativas da lei que seria aplicável na ausência dessa cláusula; cabe ao tribunal nacional avaliar isso à luz de todas as circunstâncias relevantes.”

- 181 Finalmente, é de notar que um serviço relacionado com fichas no sentido de conteúdos digitais pode ser regulado num limiar baixo, dependendo da forma específica que assuma, mas a mesma actividade pode ser regulada rigorosamente noutras jurisdições como a Alemanha, por exemplo, uma vez que as chamadas unidades de conta (como as fichas) também representam instrumentos financeiros e, conseqüentemente, um MTF teria de ser aprovado para a negociação de fichas ao abrigo da legislação alemã.

II. Token Offerings e centros comerciais descentralizados

1. Introdução e objecto da investigação

Enquanto o trabalho do Título I - As fichas como direitos de valor - trata principalmente da natureza de direito civil das fichas e da sua transferência no Liechtenstein, o presente documento centra-se nos aspectos de supervisão, especialmente em relação às ofertas de fichas, sendo os actos jurídicos europeus tomados em consideração em particular. O termo Token Offerings é escolhido deliberadamente neste artigo, uma vez que é o termo com o maior grau de abstracção no que diz respeito à oferta pública relevante de fichas e criatividade no que diz respeito a criações de palavras para uma emissão de fichas parece ser quase inegotável. Para os iniciados na indústria da cadeia de blocos,²⁹⁷ estes termos não estão definidos legalmente pela OIC (Oferta Pública Inicial de Moeda após o IPO - "Initial Public Offering"); IPO), através de variações destas como DAICO (Oferta Autónoma Descentralizada de Moeda Inicial), IPCO (Oferta Pública Inicial de Moeda), IEO (Oferta Inicial de Troca), IDO (Oferta Inicial DEX) ou ITO (Oferta Inicial de Token), o termo mais técnico TGE (Token Generating Event) até avaliações que antecipam a avaliação legal com relação à classificação, tais como ETO (Equity Token Offering), ACO (Accredited Coin Offering) ou STO (Security Token Offering).

182

Estes termos são altamente heterogêneos e deve ser sempre avaliado em cada caso individual se os modelos de negócio baseados em cadeias

183

²⁹⁷ O termo "cadeia de blocos" é usado neste artigo como um protótipo da Tecnologia de Ledger Distribuído.

de blocos e o desenho ou estrutura simbólica envolvida disparam a aprovação ao abrigo da lei do mercado financeiro. Os termos acima mencionados não têm necessariamente em comum uma oferta pública ou privada de fichas. Isto também só pode significar a geração técnica de fichas²⁹⁸, ou a geração de fichas no curso da chamada mineração, que é comum em mecanismos de prova de trabalho.²⁹⁹ O protocolo Bitcoin, por exemplo, conta com o mecanismo de prova de trabalho acima mencionado e prevê que cada bloco gere 50 novas Bitcoins, sendo que este número de Bitcoins recém-criadas é reduzido pela metade a cada

²⁹⁸ Cf. o relatório de consulta do governo sobre a criação de uma lei sobre sistemas de transação baseados em tecnologias confiáveis (VT) (Blockchain law; VT law; VTG) e a emenda de outras leis, que foi aprovada pelo governo em 28.08.2018 e pela primeira vez faz uma distinção rigorosa entre produtor e emissor de token. De acordo com o Art. 2, parágrafo 1 litro TVTG, conforme alterado pelo Federal Law Gazette 2019/54, um emissor de fichas é uma pessoa que oferece fichas em seu próprio nome e por sua conta ou por conta de terceiros, ou que emite fichas em nome de terceiros - em nome de um mandante que celebra um contrato de procuração (ou seja, a operação jurídica bilateral da ordem na relação interna e uma procuração com efeito na relação externa) - por conta de um terceiro. Tal representação direta ou aberta com efeito legal dos atos conjuntos do representante para a parte representada corresponderia essencialmente a uma transação de colocação em relação a instrumentos financeiros - ver BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, emendada pela última vez em 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html

²⁹⁹ Também PoW; esta é uma descrição simplificada da provisão de poder computacional para resolver certos cálculos criptográficos, onde os blocos são criados e fornecidos à cadeia de blocos quando as tarefas são resolvidas. Estes novos blocos são usados para confirmar transações e emitir novos tokens. Existem também outros mecanismos, como a prova de participação (PdS) e formas híbridas; sa *Buterin*, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, chamada em 15.09.2019, 16:31.

210.000 blocos e a menor subunidade, 1 Satoshi,³⁰⁰ é indivisível.³⁰¹ Ilustrado por meio de uma sequência geométrica, isto parece ser o seguinte:

$$\frac{\sum_{i=0}^{32} 210\,000 \left\lfloor \frac{5\,000\,000\,000}{2^i} \right\rfloor}{100\,000\,000} = \frac{209\,999\,999\,769}{10\,000} = 2.09999999769 \times 10^7$$

Isto resulta no limite arredondado de 21 milhões de Bitcoins (exactamente 20'999'999.9769 BTC³⁰²), pelo que os 50 Bitcoins do bloco Génesis 184

³⁰⁰ 0,00000001 BTC, nomeado em homenagem ao sinistro inventor do protocolo Bitcoin, *Satoshi* Nakamoto Cf. o Bitcoin Whitepaper, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, acessado em 15.09.2019, 16:31.

³⁰¹ <https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp> chamada em 15.09.2019, 16:31.

³⁰² Isto é devido à alta fragmentação na divisão e à limitação do número de bits do Bitcoin ao 8º dígito após o ponto decimal.

não são transferíveis³⁰³ e outras irregularidades também levaram a Bitcoins não transferíveis.³⁰⁴

- 185 A este respeito, porém, a produção (técnica) e comercialização de tais fichas não serve necessariamente o propósito de capitalização no mercado financeiro ou no financiamento empresarial, mas as fichas emitidas também podem simplesmente ter um propósito inerente ao modelo empresarial baseado em blocos - uma utilidade - que, nos termos da lei do Liechtenstein, não terá regularmente consequências regulatórias demasiado grandes. Portanto, deve-se levar em consideração se os tokens são oferecidos durante a angariação de fundos (ou seja, oferta simbólica) ou se os tokens representam realmente conteúdo digital no sentido de dados ou software como mercadoria e são vendidos com intenção comercial (ou seja, venda simbólica).
- 186 Assim, no entanto, a tentativa de definição legal no Projecto de Relatório do Regulamento Europeu de Financiamento de Multidões (ECSP) também parece ser mal orientada, uma vez que se baseia exclusivamente em moedas virtuais e, na antiga dicção do TVTG, emendada

³⁰³ https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block chamada em 15.09.2019, 16:31; esta é também a razão pela qual a ETH pode ser destruída por transferências para o endereço 0x0 (chamado "burning"), uma vez que ninguém tem a chave privada deste endereço.

³⁰⁴ <https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually> aufgerufen am 15.09.2019, 16:31; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

pela Lei Federal de Financiamento de Multidões em 2019/54,³⁰⁵³⁰⁶ em fichas de pagamento. O ECSP afirma literalmente: *“‘Initial Coin Offering or ICO’ significa levantar fundos do público de uma forma desmaterializada utilizando moedas ou fichas que são colocadas à venda por um tempo limitado por uma empresa ou indivíduo em troca de fiat ou moedas virtuais.*³⁰⁷

No entanto, esta formulação não leva em conta as múltiplas variantes 187 de desenho das fichas, que podem representar, em princípio, todos os direitos. Justificativamente, as OIC foram eliminadas no relatório final. Embora ainda se considere que as OIC têm um componente de financiamento, que poderia ser de particular interesse para as PME, também se reconhece que, além da classificação segundo a legislação do mercado de capitais, a tecnologia pode, por exemplo, acelerar a transferência de tecnologia. Reconheceu-se atempadamente que a inclusão das OIC no ECSP não resolve as incertezas jurídicas associadas a esta questão e afirma-se também aí que a Comissão Europeia poderia propor

³⁰⁵ Relatório e aplicação 2019/54 do Governo ao Parlamento do Principado do Liechtenstein sobre a criação de uma lei sobre tokens e prestadores de serviços VT (Token e VT Service Provider Act; TVTG) e a alteração de outras leis; Art. 2, par. 1 lit d TVTG-BuA ("TVTG").

³⁰⁶ Em BuA 2019/93, p. 23 o token de pagamento foi apagado novamente.

³⁰⁷ Projecto de relatório sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos prestadores de serviços europeus de financiamento de multidões (ECSP) às empresas (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdfhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf, S 28.

legislação-quadro abrangente da UE no futuro, com base numa avaliação de impacto exaustiva.³⁰⁸

- 188 A questão concreta da investigação deste documento é, portanto: *Quando é que uma oferta simbólica está disponível e como são tratadas as ofertas simbólicas no direito de supervisão do Liechtenstein? A sub-question concreta é: As fichas também podem representar depósitos, dinheiro eletrônico ou instrumentos financeiros? Como estes três regulamentos se relacionam um com o outro, e como eles diferem das moedas virtuais?* Neste contexto, o quadro jurídico do direito da União também deve ser tido em conta. Em particular, o trabalho irá concentrar-se nas ofertas simbólicas através dos chamados centros comerciais descentralizados ou mercados descentralizados. EtherDelta³⁰⁹, IDEX³¹⁰, Token Store³¹¹ ou a Bolsa Estelar

³⁰⁸ Relatório sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos prestadores de serviços europeus de financiamento de multidões (ECSP) às empresas (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.htmhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html, S 8 und 9 (Rz 11a und 15a).

³⁰⁹ <https://etherdelta.com/> chamada em 15.09.2019, 16:21; uma troca sem motor correspondente (bulletin board), na qual os usuários devem criar ordens.

³¹⁰ <https://idex.market/> chamada em 15.09.2019, 16:21. IDEX mantém a carteira de pedidos fora da cadeia (central), como faz 0x - <https://0x.org/>, chamada em 15.09.2019, 16:22. AirSwap, por outro lado, tem uma carteira de pedidos descentralizada, <https://www.airswap.io/> chamada em 15.09.2019, 16:22. Outros chamados "crypto-exchanges" não têm carteira de pedidos no sentido convencional, por exemplo, Uniswap, <https://uniswap.io/>, chamada em 15.09.2019, 16:23, Bancor, <https://www.bancor.network/>, chamada em 15.09.2019, 16:23, Kyber, <https://kyber.network/>, chamada em 15.09.2019, 16:23, ou DutchX, <https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, chamada em 15.09.2019, 16:24, (uma troca baseada em um leilão holandês - leilão reverso ou leilão com preços em queda).

³¹¹ <https://token.store/> acessado a 15 de Setembro de 2019, 16:24.

Descentralizada (DEX)³¹² são exemplos de locais de negociação descentralizados, nos quais podem ser negociadas moedas ou fichas completamente descentralizadas, ou seja, ponto-a-ponto (p2p), moedas criptográficas ou fichas, por vezes também fichas representando instrumentos financeiros.³¹³ O agrupamento de interesses pode ser realizado pelo respectivo protocolo de rede - a própria cadeia de blocos - e tal lugar de negociação descentralizada difere do mercado de capitais organizado na medida em que não é operado por um intermediário central, mas pela soma dos usuários da rede - ou seja, pela rede como organização autônoma descentralizada. Neste contexto, a seguinte sub-question deve também ser investigada: *Os regulamentos dos mercados financeiros aplicam-se aos centros de comércio descentralizados - e, em caso afirmativo, de que forma ou em que medida e como estes regulamentos diferem dos regulamentos dos centros de comércio organizado?*

³¹² <https://stellarterm.com/> chamado em 15.09.2019, 16:21; O Stellar DEX armazena o livro de pedidos na cadeia, processa as transações na cadeia e tem match-making integrado no protocolo Stellar.

³¹³ Ao contrário das Bolsas onde a carteira de ordens, a correspondência e a liquidação são criadas ou realizadas fora da cadeia, por exemplo, OpenFinance Network ATS, <https://www.openfinance.io/>, acessada em 15.09.2019, 16:24. Além das Bolsas para instrumentos financeiros, há também intermediários centrais para fichas que não são instrumentos financeiros, dinheiro eletrônico nem depósitos - por exemplo, Binance (<https://www.binance.com/>, acessada em 15.09.2019, 16:25), Kraken (<https://www.kraken.com/>, chamada em 15.09.2019, 16:25), Bittrex (<https://international.bittrex.com>, chamada em 15.09.2019, 16:25), Coinbase (<https://www.coinbase.com/> chamada em 15.09.2019, 16:25), Poloniex (<https://poloniex.com/>, chamada em 15.09.2019, 16:26), etc., que mantêm a sua carteira de encomendas fora da cadeia e também guardam as fichas centralmente numa carteira omnibus, a fim de minimizar os custos de transacção na cadeia de blocos.

1.1 Avaliação jurídica do mercado financeiro de modelos de negócio baseados em DLT

- 189 De acordo com o artigo 4 do FMAA, a Autoridade para o Mercado Financeiro do Liechtenstein persegue os objectivos de *assegurar a estabilidade do mercado financeiro do Liechtenstein, proteger os clientes, prevenir abusos e implementar e cumprir as normas internacionais reconhecidas*. Assim, a lei do mercado financeiro segue uma *"regulamentação que é neutra do ponto de vista tecnológico, baseada no risco e não discriminatória para os participantes existentes no mercado"*³¹⁴. Os modelos de negócio baseados em DLT ou em cadeias de blocos também podem enquadrar-se no âmbito da regulação do mercado financeiro, pelo que se segue uma abordagem funcional, o que significa que cada modelo ou estrutura simbólica é analisada caso a caso (por exemplo, geração de tokens no contexto de uma oferta simbólica).
- 190 O desenho económico factual de uma ficha e a qualificação jurídica resultante é, portanto, o elemento central de uma perspectiva de supervisão. Deve ser sempre feita uma distinção entre modelo de negócio e design simbólico. Um sinal não tem de ser um instrumento financeiro, mas o modelo de negócio pode, no entanto, estar sujeito a uma aprovação legal especial, que está sujeita à supervisão da FMA (Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein) de acordo com a FMAG. Por outro lado, também é possível que o modelo de negócio não esteja re-

³¹⁴ Cf. as tarefas das FMA do Liechtenstein - <https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, convocadas em 15.09.2019, 16:21; FMA Liechtenstein, Inovação como desafio - e como oportunidade, 20.07.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>

gulamentado pela lei do mercado financeiro, mas um sinal é um instrumento financeiro, que está, portanto, sujeito a certas restrições, por exemplo, na distribuição, ou requer um prospecto.

A abordagem tecnologicamente neutra não só é decisiva para a avaliação das FMA, mas este aspecto também foi levado em conta no TVTG. Assim, o termo genérico legal de tecnologias confiáveis ou sistemas tecnológicos confiáveis de acordo com o artigo 2, parágrafo 1, letras a e b do TVTG geralmente também inclui variantes de implementação técnica da Tecnologia de Ledger Distribuído. Isto deve ser entendido tendo como pano de fundo que a confiabilidade atual ou assumida de uma cadeia de blocos não precisa mais ser necessariamente dada no futuro (por exemplo, é concebível que o progresso tecnológico na tecnologia quântica possa levar a um aumento significativo na potência de computação).³¹⁵ A confiança depositada no mercado financeiro clássico num intermediário financeiro central, qualificado e fiável ou numa instituição financeira adequada torna-se obsoleta com tecnologias descentralizadas deste tipo, uma vez que esta confiança é substituída pela soma dos utilizadores da rede, que por sua vez confirmam a correcção das respectivas transacções, pelo que a possibilidade de compromisso ou corrupção é insignificante quando a rede atinge uma determinada dimensão.³¹⁶ No entanto, a confiança não é concedida exclusivamente pela tecnologia, mas resulta das funções criptográficas em combinação com a descentralização, que é uma propriedade inerente

³¹⁵ Cf. BuA 2019/54, pp. 44 e 56, ver também o prospecto do Fundo Postera, p. 101.

³¹⁶ Cf. <https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, chamado em 15.09.2019, 16:40, para várias fraquezas como Maioria ou Ataques Sybil.

da tecnologia, mas é, em última análise, devida aos utilizadores individuais da rede; existem algumas cadeias de blocos que têm um número tão baixo de participantes e, portanto, uma taxa de hash tão baixa que podem ser comprometidos pelo poder computacional de cada exploração de servidores individuais, que podem ser alugados a curto prazo. O tema da confiança é, portanto, na verdade, a soma dos usuários de uma rede - ou seja, o coletivo - e não a tecnologia como tal, que, neste aspecto, representa apenas o meio para um fim, o objeto sobre o qual a confiança é projetada. A este respeito, a nomeação do TVTG pode ser contestada, uma vez que a tecnologia não é confiável nem não confiável e não deve ser criada a impressão de que os sistemas tecnológicos existentes não são confiáveis.³¹⁷

1.2 Prática oficial da Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein

192 A FMA do Liechtenstein chama a atenção para a potencial aplicabilidade dos regulamentos do mercado financeiro aos modelos de negócios em cadeia de blocos ou baseados em fichas. Dependendo da sua forma concreta, as fichas podem, portanto, representar direitos de membro ou de dívida e, devido ao seu carácter de investimento, podem constituir instrumentos financeiros, se forem cumpridos outros critérios. Como regra, os serviços relacionados com instrumentos financeiros requerem uma aprovação legal especial por parte da FMA ao abrigo

³¹⁷ Cf. a terminologia da TVTG BuA 2019/54, p 56 f.

da lei do mercado financeiro, podendo também ser exigido um prospecto de títulos para a emissão de fichas que representem instrumentos financeiros.³¹⁸

As FMA também comentaram sobre moedas virtuais como Bitcoin. Assim, as moedas virtuais são uma representação digital de valores que têm certas semelhanças com a moeda de curso legal.³¹⁹ Assim, moedas criptográficas como o BTC ou ETH têm uma função que representa o meio de pagamento (artigo 2, parágrafo 1 lit. I DDA também atribui uma função de retenção de valor a moedas virtuais em conexão com a atividade de uma casa de câmbio que troca moeda com curso legal por moedas virtuais).³²⁰ Isto é essencial para a distinção entre fichas e dinheiro electrónico, uma vez que o dinheiro electrónico não se destina a fins de poupança ou investimento.³²¹ 193

³¹⁸ FMA Fact Sheet "Initial Coin Offering" de 10.09.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf>, última atualização em 01.10.2018

³¹⁹ Ficha informativa FMA sobre moedas virtuais, última atualização em 16 de fevereiro de 2018, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf>

³²⁰ Cf. BuA 2016/159, p. 31, segundo o qual World of Warcraft Gold não deveria ser uma moeda virtual (no sentido do SPG) devido à falta de possibilidades de troca de fiat money. A este respeito, a *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory Grey Zone?, p 63 (p 65 f) são fundamentais. O BCE também abordou esta questão e declarou o seguinte: "*However, there seems to be a black market for buying and selling WoW Gold outside the virtual currency scheme*", BCE, Virtual Currency Schemes, Outubro de 2012, p 13, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

³²¹ Ver Capítulos II.2.2.2, II.2.7 e II.2.9 particular também em relação ao processo E-9/17 da EFTA (Falkenhahn AG e FMA Liechtenstein).

194 Na sua prática oficial actual, a Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein segue uma abordagem tecnologicamente neutra, como já foi explicado. Isto significa que avalia legalmente modelos de negócio concretos ou modelos económicos com base numa abordagem funcional.³²²

195 No que diz respeito à classificação legal das fichas, a Autoridade para o Mercado Financeiro segue em grande parte a nomenclatura internacional padrão e diferencia de forma correspondente as fichas de utilidade ou de mercadorias, as fichas de segurança ou de acções e as fichas de pagamento ou moedas monetárias. Deve-se notar, no entanto, que esta nomenclatura economicamente influenciada só pode ser usada como um indicador não vinculativo para a classificação legal. As referidas terminis técnicas não estão ancoradas na legislação e são por vezes definidas de forma diferente pelas autoridades competentes em termos de direito de supervisão do que, por exemplo, o direito fiscal.³²³ Do ponto de vista jurídico, é importante notar que tanto um possível sinal a ser emitido quanto o modelo econômico subjacente de uma empresa devem ser avaliados separadamente. As fichas de segurança representam principalmente instrumentos financeiros, enquanto as moedas de moeda têm uma função representativa do dinheiro e, portanto, servem como meio de troca, mas não representam necessariamente um instrumento de pagamento no contexto da lei do mercado financeiro.

³²² Cf. FMA, Inovação como um desafio - e como uma oportunidade, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, chamada em 15.09.2019, 16:42.

³²³ Cf. *Bont*, "Cryptocurrencies - and what do the regulators do", FMA Information Sheet, 26.10.2017, p. 7 e FINMA Guidelines for Subordination Requests regarding Initial Coin Offerings (ICOs) of 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, p. 2 f.

No que diz respeito às fichas de utilidade, que não são legalizadas nesta forma, como as outras definições, a abordagem de uma definição negativa é geralmente seguida na prática a partir de uma perspectiva de supervisão. Assim, as fichas de serviços públicos que não são instrumentos financeiros ("fichas de segurança") nem dinheiro eletrônico (especialmente as chamadas "moedas estáveis", que são depositadas em moedas fiat e também atendem aos outros requisitos do dinheiro eletrônico) e não representam depósitos são chamadas fichas de serviços públicos³²⁴. Além disso, equacionar fichas de serviços públicos com mercadorias provavelmente não é claro, pois moedas e fichas virtuais estarão sujeitas a requisitos regulatórios mais altos do que mercadorias, especialmente após a entrada em vigor do TVTG. No entanto, tais fichas de utilidade ou de mercadorias, em grande parte não regulamentadas pela legislação do Liechtenstein, podem classicamente ser consideradas como conteúdo digital na acepção da FAGG³²⁵ ou como moedas virtuais na acepção da 5ª GW-Directiva.

Tais fichas permitem regularmente o acesso a determinadas plataformas ou, em função de cupões, permitem a compra com desconto de bens e/ou serviços ou contêm direitos ou funções semelhantes. No entanto, as fichas também incluem fichas de protocolo puro, que permitem o funcionamento de uma cadeia de blocos, bem como a construção de um consenso sobre o mesmo em primeiro lugar, ou as chamadas fichas de bens ou fichas com bens, que, por exemplo, representam o

³²⁴ *Bergt/Esneault/Feldkircher/Nägele*, National legal & regulatory frameworks in select European countries, Country Analysis Liechtenstein in The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework, Juni 2019, S 117 (S 122).

³²⁵ Ver Título I. Capítulo I.6.

pedido de restituição de um objeto e, portanto, representam um documento tradicional de direito civil ou uma segurança de mercadoria (ou, na ausência de um documento, um direito de propriedade). Do ponto de vista regulatório, todos estes tokens são chamados de Commodity Tokens, mesmo que representem direitos diferentes e não mercadorias em si. Esta é uma das razões pelas quais faz sentido analisar as fichas caso a caso, embora os termos listados acima tenham sido estabelecidos neste setor e geralmente contenham um núcleo relevante.

2. Análise do direito do mercado financeiro de fichas

198 A seguir, serão considerados aspectos de supervisão particularmente relevantes relacionados com ofertas simbólicas, com um enfoque temático em sistemas de negociação descentralizados, instrumentos financeiros, negócios de depósitos e negócios de moeda electrónica. Finalmente, deve ser notado que, dado o carácter rápido desta área temática e o carácter deliberadamente aberto da questão, um tratamento final do assunto iria, se possível, muito além do âmbito deste trabalho. O objetivo é, portanto, criar um campo de visão cientificamente processado mas, ao mesmo tempo, praticamente relevante sobre ofertas simbólicas e centros comerciais descentralizados e distinguir entre moedas virtuais e transacções de depósito, o conceito de moeda electrónica e instrumentos financeiros. A abordagem sistemática com respeito à discussão académica no presente estudo segue essencialmente a cascata da licença de supervisão, que é considerada dogmaticamente sensata, e que também é seguida pela FMA Liechtenstein em termos de organização, como pode ser visto a partir de um olhar sobre as áreas sujeitas à supervisão da FMA Liechtenstein (bancos; valores mobiliários e mer-

cados; seguros e fundos de pensão³²⁶ e prevenção de lavagem de dinheiro e outros intermediários financeiros), bem como as leis a serem implementadas pela FMA Liechtenstein neste contexto.

2.1 Características e âmbito de aplicação do BankG

Uma vez que as autorizações da Lei Bancária estão estruturadas em cascatas como descrito acima, é importante notar que uma licença como banco ou instituição de crédito é da mais alta prioridade. Consequentemente, uma licença bancária basicamente isenta um banco do licenciamento como empresa de investimento, instituição de moeda electrónica ou de pagamento ou outro intermediário financeiro. Naturalmente, regulamentos (macroprudenciais) que prevêm uma separação de funções devem ser observados e um banco não pode combinar todas as actividades financeiras numa só pessoa (palavra-chave: medidas contra "too interconnected to fail" e "too big to fail").

³²⁶ A área de seguros não será tratada mais neste trabalho, pois isso iria além do escopo do presente estudo. A este respeito, é de salientar apenas que os produtos de seguros também podem ser representados sob a forma de fichas e que as aplicações em cadeia baseadas em blocos também podem ser de interesse no negócio dos seguros. A este respeito, é apenas necessário salientar que a Solvência II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj>, ou a Lei de Supervisão de Seguros do Liechtenstein e a IDD, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj>, bem como a implementação antecipada do Liechtenstein (na ausência de uma decisão do Comité Misto do EEE de os incorporar no acervo do EEE) na Lei sobre Contratos de Seguros pode ser potencialmente relevante para esses modelos de negócio.

- 200 A Lei Bancária aplica-se a ³²⁷bancos e empresas de investimento, mercados regulamentados, operadores de mercados multilaterais ou

³²⁷ Capital mínimo de acordo com o n.º 1 do art. 24 da Lei Bancária 10 milhões CHF para bancos e 730.000,00 CHF para empresas de investimento (grandes) ou o equivalente em euros ou dólares americanos (125.000,00 CHF para empresas de investimento com poderes administrativos de acordo com o n.º 1 do art. 30v da Lei Bancária) A taxa anual de supervisão para os bancos é de no mínimo CHF 100.000,00 e no máximo CHF 250.000,00 ou CHF 1.000.000,00 para os grupos bancários sujeitos à supervisão consolidada (Anexo 1 Parte I Secção A das FMAA). No caso de empresas de investimento, a taxa de supervisão deve ascender a pelo menos CHF 50.000,00 pa ou CHF 15.000, no caso de empresas de investimento com poderes administrativos. A taxa de supervisão máxima para empresas de investimento é de CHF 120.000,00 por ano (CHF 100.000,00 para empresas de investimento com autoridade administrativa) e CHF 500.000,00 para grupos de empresas de investimento (CHF 250.000,00 para grupos de empresas de investimento com autoridade administrativa) - cf. Anexo 2 Parte I Secção B do FMAA. Em contrapartida, a taxa de base para as sociedades de gestão de activos é de CHF 5.000,00 por ano e um máximo de CHF 100.000,00 (Anexo 2 Parte II Secção A da FMA). É de salientar que os bancos devem cumprir os seguintes requisitos de adequação de capital (rácios de adequação de capital e composição do capital de garantia): Fundos próprios de base (Core Equity Tier 1 (CET1); 4,5 %), instrumentos de capital nos termos do artigo 28º CRR e possivelmente do artigo 29º CRR (por exemplo, acções); capital de base adicional (Tier 1 adicional (AT1); 1,5 %), instrumentos de capital nos termos do artigo 51º ou do artigo 61º CRR (por exemplo, obrigações subordinadas específicas / obrigações convertíveis contingentes - "CoCos"); capital complementar (Tier 2 (T2); 1,5%), instrumentos de capital e empréstimos subordinados de acordo com o artigo 63º e seguintes ou com o artigo 71º do CRR (por exemplo, obrigações subordinadas / "CoCos"); amortecedor de manutenção de

sistemas de negociação organizados³²⁸, empresas de investimento com poderes administrativos³²⁹, empresas locais, organismos de investimento colectivo, empresas de seguros e todas as pessoas que detenham

capital de acordo com o artigo 129º do CRD IV e com o artigo 4º-A da Lei Bancária (2,5% sob a forma de fundos próprios de base sólidos); Eventual requisito adicional de capital do Pilar 2, nos termos do Art 104 CRD IV (o anterior corresponde ao Pilar 1), para cobrir outros riscos não cobertos pelo Pilar 1, por exemplo, devido a um modelo de negócio de alto risco; capital tampão contracíclico específico da instituição (CCB), nos termos do Art 130 CRD IV / Art 4a ff da Lei Bancária (actualmente 0 % para o Liechtenstein); amortecedor de risco sistémico nos termos do artigo 133 CRD IV / artigo 7i da Portaria Bancária (2,5% dos activos ponderados pelo risco); são possíveis amortecedores adicionais para Instituições Globais ou Outras Sistemicamente Relevantes (o amortecedor G-SRI/O-SRI é definido pela FMA para Instituições Sistemicamente Relevantes; até 2% dos activos ponderados pelo risco. Para além dos requisitos de solvência, também devem ser respeitados os requisitos de liquidez.

³²⁸ A taxa para licenciar um MTF ou OTF com a FMA é de CHF 30.000,00 (Anexo 1 Secção A No. 1 lit o e p à Lei FMA). Assim, duas licenças devem ser obtidas para a operação de uma plataforma de negociação - primeiro, a licença para uma empresa de investimento, e depois a licença para o MTF e/ou OTF que essa empresa de investimento opera. Uma empresa de investimento pode operar tanto MTF como OTF, desde que sejam mapeados em sistemas separados. As taxas anuais de supervisão para MTF e/ou OTF ascendem a um mínimo de CHF 50.000,00 e um máximo de CHF 120.000,00 ou CHF 500.000,00 se existirem escritórios de representação ou sucursais estrangeiras sujeitas a supervisão consolidada (Anexo 2, Título I, Secção H das FMAA).

³²⁹ Capital mínimo CHF 125.000,00 de acordo com o Art 30v para. 1 litro a BankG (empresa de investimento de médio porte). A pequena empresa de investimento é regulada a nível nacional na AMA (sociedade de gestão de activos) e tem um capital mínimo de CHF 100.000,00 ou o equivalente em euros ou USD, de acordo com o Art. 8, n.º 2 litros a AMA. Compare a divisão tripartida das empresas de investimento no n.º 2 do artigo 28º em conjunto com os n.ºs 1 e 3 do artigo 29º da CRD IV. A taxa de licença com a FMA é de CHF

derivados de mercadorias negociados em plataformas de negociação ou contratos OTC economicamente equivalentes.³³⁰³³¹

201 Por um lado, as transacções bancárias são as tarefas centrais clássicas dos bancos, tais como a aceitação de depósitos ou outros fundos reembolsáveis (negócio de passivo)³³², o empréstimo de fundos a um grupo indefinido de mutuários ou as transacções de empréstimo (negócio de empréstimo).³³³ No entanto, para além da prestação de serviços de investimento e serviços auxiliares,³³⁴ a emissão de moeda electrónica³³⁵³³⁶

100.000,00 para bancos, CHF 30.000,00 para empresas de investimento e sociedades de investimento com autoridade administrativa, e CHF 10.000,00 para sociedades de gestão de activos (Anexo 1, Secção A, No. 1 lit a e b, e Secção B, No. 1 da FMA). Também são pagas taxas pela retirada de uma licença e pela expiração de uma licença.

³³⁰ "Over the counter"; negociação fora da bolsa.

³³¹ Artigo 2º da Lei Bancária.

³³² O artigo 3(3)(a) da Lei Bancária refere-se aqui erroneamente à aceitação de depósitos e (em vez de "ou") outros fundos reembolsáveis. Baseia-se no Anexo I N.º 1 da Directiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e à supervisão das instituições de crédito e das empresas de investimento (CRD IV), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>; o termo "actividade de concessão de empréstimos" é utilizado porque afecta a coluna do activo do balanço.

³³³ Art. 3.º, n.º 3 lit b Lei Bancária, Anexo I n.º 2 a CRD IV; a actividade de depósito afecta o lado do passivo do balanço, a actividade de empréstimo o lado do activo.

³³⁴ Artigo 3.º, n.º 3 d em conexão com o Anexo 2 Secções A e B da Lei Bancária; Anexo I n.º 7-9, n.º 11-12 CRD IV e Anexo I Secções A e B da Directiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID II), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

³³⁵ Artigo 3(3)(f) da Lei Bancária; Artigo 3(1)(c)(2) do Tratado CE; ponto 15 do Anexo I da CRD IV.

³³⁶ Art 3 (3) ZDG; Anexo I No 4 da CRD IV.

e a execução de serviços de pagamento constituem também transacções bancárias.

As actividades de concessão de empréstimos e de captação de depósitos são as actividades efectivamente reservadas aos bancos e às instituições de crédito CRR. De acordo com o Art. 2, parágrafo 1 CRD, o âmbito de aplicação da directiva estende-se às chamadas instituições. Uma instituição é uma instituição de crédito ou uma empresa de investimento sob a CRR. O³³⁷ artigo 4.º, n.º 1, linha 1 CRR define instituições de crédito como empresas cuja actividade consiste em³³⁸ receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e conceder crédito por sua própria conta (também instituição de crédito CRR³³⁹). As empresas de investimento em CRR, por outro lado, definem-se como enti-

³³⁷ n.º 1, n.º 3, do Regulamento UE 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais aplicáveis às instituições de crédito e às empresas de investimento (CRR), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>.

³³⁸ Portanto, a CRR assume corretamente, mas ao contrário da CRD IV, que os depósitos ou (não e) outros fundos reembolsáveis serão aceites no negócio de captação de depósitos.

³³⁹ É de salientar que o BCE é responsável pela autorização das instituições de crédito ao abrigo do artigo 4.º, em conjugação com o artigo 14.º do Regulamento do Mecanismo Único de Supervisão (MES), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>. No entanto, com base no artigo 2.º do Regulamento SSM n.º 1, tal aplica-se apenas à zona euro, a menos que tenha sido decidida uma estreita cooperação entre o BCE e a autoridade nacional competente. A partir de 15.09.2019, não existem tais decisões e, portanto, as FMA continuam a ser a autoridade competente para o licenciamento dos bancos no Liechtenstein.

dades jurídicas que prestam profissionalmente serviços de investimento a terceiros e/ou actividades de investimento. As³⁴⁰ excepções a esta definição são as instituições de crédito, empresas locais³⁴¹ e empresas de investimento, nos termos do artigo 29^o, n^o 1 CRD³⁴² ou do artigo 29^o, n^o 3 CRD³⁴³.

2.2 Ofertas de Tokens e Transacções Bancárias

203 A seguir, as Ofertas Token serão analisadas do ponto de vista das transacções bancárias. Como mencionado anteriormente, isto inclui as transacções de activos e passivos reservados aos bancos, por³⁴⁴ um lado, e

³⁴⁰ da Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID I), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>, ou Art 4 (1) no. 1 MiFID II.

³⁴¹ Empresas que operam nos mercados de derivativos e de caixa por conta própria exclusivamente para cobertura de posições em mercados de derivativos; Art. 1 no. 4 CRR e Art. 30u Banking Act.

³⁴² Empresas de investimento com autoridade administrativa nos termos do Art 30v BankG, que estão autorizadas a gerir fundos ou valores mobiliários para clientes (empresa de investimento de média dimensão).

³⁴³ Empresas de investimento que não estão autorizadas a deter fundos ou títulos de clientes, nem podem negociar por conta própria ou assumir compromissos de subscrição, mas apenas podem prestar os serviços de investimento listados no Anexo I Secção A N.ºs 1, 2, 4 e 5 da DMIF II (Anexo 2 Secção A N.º 1 N.ºs 1, 2, 4 e 5 da Lei Bancária) (pequenas empresas de investimento; para o Liechtenstein, empresas de gestão de activos)

³⁴⁴ Artigo 1a(1) Portaria bancária. As transacções bancárias são as transacções listadas no Art. 1a para. 1 lit a a c Portaria Bancária. Estes são a aceitação de depósitos ou outros fundos reembolsáveis, o empréstimo comercial de fundos a mutuários e a prestação de serviços de pura operação de pagamento. Os serviços de transacções de pagamento puras não estão legalmente definidos e continua a não ser claro como é que esses serviços se relacionam com os serviços de pagamento ao abrigo da ZDG.

outros serviços como os serviços de investimento e serviços auxiliares, a emissão de moeda electrónica, etc., por outro.³⁴⁵ A seguir, serão analisadas as actividades reservadas aos bancos, em particular.

2.2.1 Negócio bancário (negócio de depósitos)

O nº 3 do artigo 3º da Lei Bancária define operações de depósito como transacções bancárias que são definidas pela aceitação de depósitos ou outros fundos reembolsáveis³⁴⁶ (negócio de depósitos, uma vez que tais transacções estão no passivo do balanço bancário); ou seja, a aceitação de fundos externos ou reembolsáveis do público. O termo "fundos" inclui dinheiro escritural ou depósitos bancários e notas de banco, bem como moedas (secundárias), ou seja, com curso legal.³⁴⁷ Segundo a Lei

204

³⁴⁵ Cf. Art. 3, par. 3 BankG.

³⁴⁶ A redacção do Artigo 3(3)(a) da Lei Bancária refere-se aqui erroneamente à "aceitação de depósitos e outros fundos reembolsáveis" em vez da conjunção "ou". Além disso, no nº 3, alíneas a) e b), do artigo 3º, a Lei Bancária define tanto o negócio de depósito como o negócio de empréstimo, cada um por si, como negócio bancário. Por outro lado, o artigo 4.º, n.º 1 n.º 1 CRR define uma instituição de crédito (instituição de crédito CRR) como uma *empresa cuja actividade consiste em aceitar depósitos ou outros fundos reembolsáveis do público e conceder empréstimos por sua própria conta*. Uma instituição de crédito CRR notificável ao abrigo do CRR conduz sempre, portanto, operações de empréstimo e de crédito. Uma instituição bancária ao abrigo da Lei Bancária, por outro lado, já existe quando uma destas transacções é realizada, sendo que a Lei Bancária se concentra no empréstimo de fundos (estrangeiros) no que diz respeito ao negócio de empréstimo, ou seja, exige uma transacção de depósito para o negócio de empréstimo, enquanto que a CRR apenas se refere à concessão de empréstimos por sua própria conta. Para mais informações sobre empréstimo de dinheiro e empréstimo *Laurer/Kammel* ver *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, no. 9.

³⁴⁷ *Laurer em Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3ª edição, § 1 BWG, Rz 4.

do Liechtenstein sobre a introdução do franco suíço, a moeda³⁴⁸ legal é o franco suíço como moeda legal exclusiva e, portanto, com curso legal (Art. 1 leg cit).³⁴⁹

- 205 As operações de depósito são definidas, a este respeito, como a aceitação de moeda estrangeira com uma obrigação de reembolso. Deve-se notar que o público é obrigado a fazer depósitos reembolsáveis.³⁵⁰ Como explicado acima, as moedas criptográficas não constituem meios de pagamento legalmente reconhecidos (nem no Liechtenstein nem em outros sistemas jurídicos). Pelo contrário, dependendo da lei representada, são considerados como meios de troca que podem ser aceites em vez do pagamento; no entanto, ao contrário da moeda legal, não há obrigação de o fazer e por esta razão a aceitação de fichas não pode constituir uma transacção de depósito.
- 206 Oferecer ou realizar operações de captação de depósitos na acepção do artigo 3(3)(a) da Lei Bancária implica tornar-se devedor ao abrigo de uma relação contratual relacionada com a gestão de fundos ou com a aceitação de depósitos ou outros fundos reembolsáveis. A base contra-

³⁴⁸ LGBl No 1924.008, emitido em 20.06.1924.

³⁴⁹ Neste contexto, é interessante observar o disposto no art. 2 da Lei de Introdução do Franco Suíço, segundo o qual a moeda com curso legal com um valor nominal superior a CHF 2,00 é obrigatória para o pagamento.

³⁵⁰ Considerando 14 da CRD IV ou considerando 6 da CRD III A terminologia das operações bancárias refere-se ao ponto de vista de um banco. No caso de uma transacção de depósito ou débito (empréstimo), o banco é, como está implícito pelo nome, o devedor, enquanto que no caso de uma transacção de empréstimo (empréstimo), o banco é um credor.

tual de direito civil para tais transações de depósito pode ser heterogênea (por exemplo, depositum irregular³⁵¹, mas deve, em qualquer caso, incluir uma obrigação de reembolso. Entretanto, uma transação de depósito não é estabelecida se os fundos forem aceitos por outra pessoa e simplesmente passados adiante. Deve-se notar que o destinatário pretendido também deve ser informado, caso contrário o recebimento inicial dos fundos já constitui uma transação de depósito.³⁵²

As exceções para negócios de captação de depósitos no Art. 1a para. 2 da Portaria Bancária são essenciais. Assim, qualquer transferência de fundos que prossiga o objectivo de cumprir obrigações mútuas no âmbito de contratos de transferência de propriedade ou contratos de prestação de serviços ou que³⁵³ tenham sido transferidos como garantia

³⁵¹ O que foi levado em custódia não tem de ser devolvido como tal (dívida individual ou especial), mas apenas um equivalente de acordo com a sua natureza e qualidade (dívida genérica).

³⁵² *Laurer em Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz, BWG, 3ª edição, § 1 BWG, Rz 5 f.*

³⁵³ No que diz respeito aos tokens, a exceção ao negócio de depósito apesar da transferência de fundos em conexão com a negociação de tokens não regulamentados, por exemplo, em uma troca criptográfica, seria relevante e concebível se os fundos forem transferidos em tokens como garantia para um empréstimo. Isto não deve ser confundido com o comércio de margens, em que os fundos são creditados (operação de crédito de acordo com o Artigo 4, parágrafo 1 linha 1 CRR) e, subsequentemente, os contratos por diferença (CFDs) são celebrados através do estabelecimento de posições curtas e/ou longas (a entrada simultânea de posições curtas e longas é também referida como straddling). A creditação de fichas no sentido de moedas virtuais não constitui uma transacção de crédito no sentido da CRR, devido à falta de fundos. Para um exemplo prático, veja também o chamado "comércio de margem" ou "co-

está excluída da definição de depósitos. Esta excepção é altamente relevante nas transacções legais quotidianas, mesmo que apenas muito poucas pessoas a aproveitem activamente, uma vez que esta excepção se baseia na obrigação de reembolso ou na sua falta e, como tal, descreve a troca sinallagmática de serviços no sentido dos princípios do *ut ut des respektive quid pro quo*. Se os fundos são transferidos para comprar bens ou serviços ou como garantia, isso não constitui uma transacção de depósito. Este só pode ser o caso se houver uma obrigação de reembolsar os fundos transferidos.³⁵⁴

- 208 Nas Ofertas Token, em que os tokens no sentido de software são emitidos como mercadoria com valor intrínseco³⁵⁵ contra moeda com curso legal, não há negócio de depósito a este respeito, uma vez que os fundos servem para obter uma contrapartida concreta e não há obrigação de reembolso. A questão que se coloca é se este é também o caso se a Oferta Token prevê a chamada *soft cap* ("chão" como posição contrária à "hard

mércio alavancado" da Bittrex International GmbH, <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, chamado em 29.10.2019, 22:52. Se os tokens são creditados desta forma com o fornecimento de um depósito de segurança em dinheiro "fiat", nem um depósito nem uma transacção de crédito estão envolvidos. No entanto, uma creditação só pode ser feita a partir de fichas já existentes e não em vez de gerar e emitir fichas, a fim de evitar o regime do dinheiro electrónico, por exemplo. Isto porque as fichas creditadas desta forma não podem simplesmente ser retiradas de circulação quando são reembolsadas (o que seria o caso se um crédito fosse reembolsado - "buyback and burn").

³⁵⁴ Art. 1a para. 2 litros a BankV; cf. UVS Viena de 05.05.2004 em 06/42/9144/2003.

³⁵⁵ Tokens que não são instrumentos financeiros, dinheiro electrónico nem depósitos, ou seja, moedas virtuais ou outros conteúdos digitais.

cap"³⁵⁶). Se tal soft cap - um determinado valor limite em um determinado delta de tempo - não for atingido na rodada de financiamento, os executores de tais ofertas Token às vezes prevêem que os fundos sejam revertidos, pois o modelo de negócio não pode ser realizado devido à falta de financiamento suficiente. Contudo, mesmo isto não constitui um negócio de recepção de depósitos, uma vez que não existe uma obrigação de reembolso incondicional³⁵⁷, mas apenas uma obrigação de reembolso condicional pendente, ineficaz (suspensiva). O telos da base contratual reside na compra de fichas, que representam certos direitos, em troca de curso legal. Apenas se certas condições não ocorrerem, surge uma reivindicação para reverter a transacção. Contudo, não se trata de uma obrigação de reembolso, que o BankG ou o BankV tinham em mente, mas sim de um pedido mútuo de estorno das partes envolvidas dos seus serviços mútuos.

Outra excepção importante à actividade de depósito inclui pagamentos em numerário aquando da emissão de obrigações³⁵⁸ ou outros títulos de dívida normalizados ou direitos não documentados com a mesma função (títulos desmaterializados ou valores mobiliários escriturais/direitos sobre activos), desde que os fundos (reembolsáveis) sejam rece-

³⁵⁶ Valor limiar no qual a rodada de financiamento (a Token Offering) é encerrada porque a meta de financiamento foi alcançada.

³⁵⁷ Sobre a característica da natureza incondicional do pedido de reembolso, ver BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, 11.03.2014, P 5.

³⁵⁸ Também aqui são possíveis operações de depósito, desde que a discricção do emitente em relação à utilização dos fundos seja restrita e exista um pedido de reembolso dependendo do sucesso da utilização dos recursos financeiros da emissão da obrigação. Ver Laurer em Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz, BWG, 3ª edição, § 1 BWG, nota de margem 5 mwN.

bidos após a aprovação de um prospecto em conformidade com o Regulamento do Prospecto ou o SESTA do EEE ou se não existir a obrigação de publicar um prospecto. Isto é essencial, pois de outra forma qualquer emissão de obrigações constituiria uma transacção bancária, especialmente porque tais obrigações se caracterizam pelo facto de o direito ao reembolso incluindo juros ser titularizado (ficção legal de que as obrigações não constituem uma transacção de depósito; semelhante à ficção de que a transacção de dinheiro electrónico não constitui um depósito). É interessante notar que um depósito também pode ser estruturado de forma semelhante a uma tal obrigação (ou um empréstimo por falta de padronização nos termos da lei do mercado de capitais), embora instrumentos financeiros como o capital ou instrumentos do mercado monetário possam não funcionar como instrumentos de pagamento. No que respeita às ofertas simbólicas, esta excepção pode ser significativa se as ofertas simbólicas emitidas representarem obrigações, ou seja, instrumentos financeiros. No que respeita às obrigações, é também relevante que as empresas de investimento não as possam emitir para financiar as suas próprias despesas operacionais.³⁵⁹

- 210 Outras excepções ao negócio de depósitos são os depósitos de clientes em empresas de investimento, que não vencem juros e podem ser utilizados exclusivamente em relação a serviços de investimento.³⁶⁰ O mesmo se aplica aos fundos que são transferidos para companhias de seguros ou fundos de pensão em conexão com seguros de vida ou relações de pensão.³⁶¹ As instituições de pagamento que prestam serviços

³⁵⁹ Artigo 1a(3) Portaria bancária.

³⁶⁰ Art 1a para. 2 litros c BankV.

³⁶¹ Art. 1a para. 2 lit. d Decreto Bancário.

de pagamento e, por vezes, criam contas de pagamento para este fim a fim de executar operações de pagamento também se enquadram nesta categoria, embora isto não seja explicitamente mencionado. Os fundos das contas de pagamento só podem ser utilizados para serviços de pagamento, razão pela qual não podem ser concedidos juros.³⁶²

Também estão excluídos da definição de depósitos os depósitos inter- 211 bancários, os depósitos de depositantes em associações e fundações com fins nocionais fora do sector financeiro e os depósitos de accionistas e associados com interesse qualificado no devedor.³⁶³ Finalmente, é feita uma excepção directamente no artigo 3.º, n.º 3 litro um BankG, segundo o qual uma quantia de dinheiro aceite não constitui uma transacção de depósito se for aceite no decurso de uma transacção de dinheiro electrónico e for directamente trocada por dinheiro electrónico (ficção legal de que não há depósito).³⁶⁴

2.2.2 Definição de depósito e de negócio de dinheiro electrónico e instrumentos financeiros

212

³⁶² Art. 4 (1) Z 51 em conjunto com Z 54 ZDG; cf. Art. 4 (1) Z 41 em conjunto com Art. 2 (2) ZDG.

³⁶³ Art. 1a nº 2 lit e BankV; no caso de depósitos de empresas, existe mesmo uma proibição legal de devolução de depósitos, o que exclui a existência de um negócio de depósitos.

³⁶⁴ Nos termos do artigo 3(3)(f) da Lei Bancária em conjugação com o artigo 3(1)(b) do Tratado CE, a emissão de moeda electrónica é uma transacção bancária reservada a bancos e instituições de moeda electrónica. Art. 3 para. 3 lit. f Banking Act refere-se erroneamente ao "Art. 3 let. b E-Money Act" (recte Art. 3 para. 1 lit. b ECG) que é provavelmente devido a um erro editorial.

Com referência aos tokens, os ³⁶⁵tokens adquiridos com dinheiro electrónico podem, por sua vez, representar dinheiro electrónico se os restantes elementos dos factos estiverem presentes, mas a aceitação de dinheiro electrónico não constitui uma transacção de depósito ao abrigo da Lei Bancária, uma vez que o dinheiro electrónico é definido como um montante monetário no sentido da EGG e da ZDG³⁶⁶, mas não é considerado um depósito ou outros fundos reembolsáveis ao abrigo da Lei Bancária. Devido à divergência dos termos "montantes monetários" e "fundos", não existe uma lacuna regulamentar que seja contrária ao plano e a transacção de depósito não pode ser contornada mesmo que, por exemplo, um token representando moeda electrónica seja emitido em troca de montantes monetários e o token de moeda electrónica desta forma seja posteriormente aceite ou levado sob custódia (por uma entidade separada ao abrigo do direito das sociedades) ao abrigo de uma obrigação de reembolso, uma vez que a moeda electrónica representa sempre um crédito em dinheiro contra o emitente.³⁶⁷ Além disso, os fundos recebidos direta ou indiretamente do cliente por uma

³⁶⁵ Ver Capítulo II.2.7.

³⁶⁶ Cf. Art 3 (1) acesob EGG em conjunto com Art 4 (1) Z 54 ZDG e Art 4 (1) Z 18 ZDG.

³⁶⁷ Como tal, esta reclamação também deve ser registrada nas contas da empresa e deve aparecer especificamente como um passivo do lado do passivo. Se for emitido um token que contenha apenas dados ou software no sentido de conteúdo digital ou mercadoria (que pode ser usado para transações ou outras funções, como a construção de um consenso sobre uma cadeia de blocos), não surge nenhuma reivindicação (dinheiro) que teria de ser transportada sob responsabilidade; em vez disso, o conteúdo digital é vendido, a partir do qual a receita é gerada.

instituição de dinheiro eletrônico devem ser adequadamente garantidos.³⁶⁸ Isto mostra que o negócio da moeda electrónica é o segundo lado da mesma moeda que também regula o negócio dos depósitos.

A transação de depósito é definida no Art. 3, n.º 3 lit. uma Lei Bancária 213 como a aceitação de depósitos e [recte: ou] outros fundos reembolsáveis, em que no caso de uma transação de dinheiro eletrônico, a aceitação de uma soma de dinheiro não pode, por ficção legal, constituir uma transação de depósito se a quantia de dinheiro aceita for trocada diretamente por dinheiro eletrônico. Nos termos da Lei Bancária, uma transacção de moeda electrónica é definida como a emissão de moeda electrónica nos termos do artigo 3(b) da Lei Bancária [recte: Art. 3(1)(b) da Lei Bancária]. Isto levanta a questão de saber se o negócio de depósitos pode ser revitalizado se todos os elementos do dinheiro electrónico estiverem presentes, mas a aplicabilidade do ECA é negada devido a uma excepção³⁶⁹; isto pode ser particularmente relevante para as chamadas moedas estáveis internas com uma função de representação de

³⁶⁸ Artigo 11º do Tratado CE em conjugação com o artigo 5º do Tratado CE em conjugação com o artigo 5º do CDIR. As instituições de moeda electrónica não podem aderir a qualquer esquema de protecção de depósitos e compensação de investidores (por exemplo, o EAS; Deposit Protection and Investor Compensation Foundation SV com sede em Vaduz). Embora a CEEA não tenha sido introduzida até 2019 com LGBl 2019.103, ela implementa a Directiva 2014/49 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj>) (Directiva dos Sistemas de Garantia de Depósitos), a qual, no entanto, de acordo com o n.º 1 n.º 9 do artigo 2. As instituições financeiras também incluem instituições de moeda electrónica nos termos do n.º 1 do artigo 4.º, n.º 26 CRR em conjunto com o Anexo I n.º 15 da CRD IV.

³⁶⁹ Ver Capítulo II.2.7.3 sobre isenções para a moeda electrónica.

caixa.³⁷⁰ A resposta deve ser antecipada e explicada em detalhes abaixo. De acordo com isto, uma transação de depósito não pode ser revivida se for feita uma exceção para transações de dinheiro eletrônico. Isto porque uma transação de depósito não é dada por ficção legal quando o dinheiro eletrônico é emitido, como explicado acima. Se for aplicável uma exceção à regra da moeda electrónica, o âmbito de aplicação do Tratado CE é basicamente dado e o valor electrónico emitido continua a ser moeda electrónica, mesmo que a sua emissão não exija autorização; isto também é apoiado pelo facto de, por vezes, as exceções terem de ser justificadas³⁷¹.

³⁷⁰ Estas são fichas que só são aceites por um emissor ou grupo de empresas, razão pela qual será feita regularmente uma exceção, mesmo que os outros elementos do dinheiro electrónico estejam presentes. Se essa moeda estável só for aceite pelo emitente, não há dinheiro electrónico, uma vez que um dos elementos essenciais, ou seja, a aceitação de terceiros, está ausente (essa aceitação deve, no entanto, ser assumida no caso de trocas criptográficas que negociam multilateralmente). No caso de um grupo de empresas, por outro lado, a exceção de uma rede limitada será justificável - seja por causa das limitadas possibilidades de obtenção de certos tipos de bens ou serviços funcionalmente relacionados, seja por causa da aceitação em uma rede limitada (cadeia de varejo ou franquia). A ideia de uma tal moeda estável é evitar a regulamentação (tanto uma licença como instituição bancária como uma instituição de moeda electrónica) e, no entanto, fornecer um substituto para a aceitação de fiat money ou moeda com curso legal por uma empresa que seja tão adequada quanto possível. Ao mesmo tempo, evita-se uma quebra do sistema para bloquear a tecnologia da cadeia e cria-se um sistema de entrega vs. pagamento, já que os tokens das diferentes cadeias de blocos não podem ser trocados diretamente. Tais moedas estáveis geralmente não são concebidas para sair do sistema de uma empresa e também podem ser mantidas puramente escriturais sem a emissão de fichas. Estes podem ser interessantes para os chamados Crypto-Exchanges, independentemente de terem sido concebidos bilateral ou multilateralmente para criar o seu próprio ecossistema económico.

³⁷¹ Ver Artigo 2(2) ECG em conjunto com o Artigo 3(1)(g) e o Artigo 3(3) ZDG.

A moeda electrónica é um valor monetário armazenado electronicamente ou magneticamente sob a forma de um crédito sobre o emitente, que é emitido em troca de fundos para executar operações de pagamento e que também é aceite para esse efeito por outras pessoas que não o emitente. A ECA geralmente regula a emissão comercial de moeda electrónica por emitentes de moeda electrónica.³⁷² As excepções são reguladas no artigo 2 (2) do Tratado CE, segundo o qual, com referência ao ZDG, não há dinheiro electrónico em redes limitadas. Tomando todos estes aspectos em conjunto, é de salientar que os activos monetários ainda satisfazem a definição de moeda electrónica ao abrigo das disposições de isenção, mas que estão em grande medida isentos de autorização. Em termos legais, esta moeda electrónica que não está sujeita a autorização é referida meramente como "valor monetário".³⁷³ Como explicado anteriormente, esse valor monetário continua a constituir moeda electrónica, mas se se justificar uma excepção, os emitentes dessa moeda electrónica não são regulamentados de tal forma que seja necessário apresentar um pedido de autorização como instituição de moeda electrónica. Consequentemente, os activos monetários que, em princípio, constituiriam moeda electrónica se todos os elementos dos factos estivessem presentes, mas que não requerem autorização como emitente de moeda electrónica devido a uma excepção, não estão sujeitos a autorização como instituição de moeda electrónica ao abrigo do TCE. Isto deixa claro, no entanto, que dogmaticamente o âmbito de aplicação da Lei do Dinheiro Electrónico continua em aberto e o dinheiro electrónico está presente, razão pela qual o negócio dos depósitos

³⁷² Artigo 2(1) em conjugação com o artigo 3(1)(b) CE.

³⁷³ Artigo 2(2) CE.

já não pode ser reactivado se for feita uma excepção ao dinheiro electrónico.

- 215 Qualquer outra visão³⁷⁴ deve ser rejeitada. Como explicado acima, uma transacção de depósito caracteriza-se pela obrigação incondicional de reembolso dos³⁷⁵ fundos, que é inerente a um pedido de reembolso de uma soma de dinheiro (e não a um pedido de fornecimento simultâneo de bens ou serviços). A existência de uma transacção de dinheiro electrónico, conforme descrito acima, exclui a transacção de depósito. Uma transacção de moeda electrónica largamente isenta de autorização - justificada por uma excepção que pretende constituir um privilégio - não pode, por sua vez, conduzir a um relançamento do negócio dos depósitos e, portanto, a uma regulamentação mais rigorosa.
- 216 O nº 2 do artigo 1º-A de uma Portaria Bancária estabelece que os fundos que devem ser considerados como consideração sinalagmática no âmbito de um contrato de transferência de propriedade ou de um contrato de prestação de serviços, ou que são transferidos como garantia, não constituem depósitos.³⁷⁶ Como os tokens não se qualificam como objetos³⁷⁷, a aceitação de fundos em conexão com um contrato de serviço

³⁷⁴ Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 71.

³⁷⁵ "O conceito de depósitos abrange apenas os passivos que tornam a própria empresa devedora do reembolso do serviço correspondente". - BVGer B-4772/2017 de 19.12.2017, Z 5.2.

³⁷⁶ Ver UVS Viena de 5 de Maio de 2004 em 06/42/9144/2003.

³⁷⁷ Cf. Art 20 SR em conjunto com Art 171 SR, segundo o qual o conceito de direito de propriedade pressupõe um elemento de corporalidade; *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, p. 389 (Art 171 SR Rz 1 ff); cf. também BuA 2019/54, p. 126, segundo o qual as disposições

ou um depósito de segurança é particularmente relevante para excluir uma transação de depósito.

A função da ficha ou moeda estável que representa os meios de pagamento desta forma é da maior importância, uma vez que, caso contrário, pode argumentar-se que só está a ser utilizada antes da transacção real, contornando assim o negócio do depósito ou do dinheiro electrónico, e que a ficha não está ligada a um serviço, como será assumido se uma ficha puder ser trocada (resgatada) por moeda com curso legal e, assim, for retirada de circulação ou destruída. Neste caso, torna-se evidente que tal ficha não representa uma ficha própria (no sentido de um conteúdo digital como software como uma mercadoria ou uma moeda virtual), mas que o valor está apenas no crédito (para reembolso incondicional) e que a ficha representa efectivamente um crédito feito em dinheiro. Os depósitos existem como descrito acima no caso de acordos contratuais sobre a custódia e/ou administração de moeda com curso legal; um direito incondicional de reembolso surge contra a instituição custodiante - semelhante ao dinheiro eletrônico.³⁷⁸ Uma moeda estável no sentido acima, que pode ser trocada por moeda com curso

do direito de propriedade devem ser aplicadas aos regulamentos de transmissão de acordo com o TVTG de forma funcionalmente adequada, ou seja, análoga, mas não equivalente; no entanto, as fichas podem representar o direito de propriedade (por exemplo, o pedido de restituição como consequência do direito de propriedade integral).

³⁷⁸ Cf. sobre a representação de um pedido de reembolso incondicional por meio de uma ficha BaFin, Leaflet Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten in Zusammenhang mit der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1, p 9 f.

legal a qualquer momento, seria apenas um substituto ou um substituto para tal reivindicação. Se uma moeda representa uma tal reivindicação, pode ser classificada como moeda electrónica (mas não representa um depósito devido à representação electromagnética do valor monetário).

- 218 Se, portanto, se alega que essa moeda estável é uma exceção para o dinheiro eletrônico, não há agravamento de supervisão na cascata de autorizações sob a lei do mercado financeiro, uma vez que o negócio de depósito não é revivido.³⁷⁹ Nesta perspectiva, o regime de moeda electrónica é uma das faces da mesma moeda que o negócio dos depósitos. O resgate da moeda electrónica (ou a troca de moeda electrónica pelas quantias de dinheiro dadas) é apenas a consequência da existência de um crédito contratual em dinheiro e é, portanto, um resgate real sob o regime da moeda electrónica e não uma mera consequência legal da

³⁷⁹ Outra vista *Terlau* em *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 92 ff mwN. *Findeisen*, por outro lado, propaga que § 1a (5) ZAG alemão conforme emendado pelo BGBI. I p. 1506 (No. 35) é *lex specialis* para o negócio de depósitos. Esta disposição refere-se às mesmas excepções que o artigo 2, parágrafo 2 EGG do *Listenstaine*. Contudo, não parece inteiramente compreensível como, de que forma e em que medida uma excepção ao âmbito de aplicação do regime do dinheiro electrónico deve ser, ao mesmo tempo, uma *lex specialis* para o negócio dos depósitos; *Findeisen* in *Ellenberger/Findeisen/Nobbe* (Hrsg), *Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht*, § 1a, Rz 104. É verdade, porém, que a moeda electrónica - incluindo a moeda electrónica que não requer licença devido a uma circunstância excepcional - não constitui uma transacção de depósito por ficção legal; Se isto constitui uma *lex specialis* pode ser deixado em aberto, mas parece estar excluído, pelo menos para a lei do Liechtenstein, com base na excepção do negócio de depósitos, se uma transacção de moeda electrónica estiver presente ao abrigo da Lei Bancária (caso contrário, a Lei da moeda electrónica poderia, como regulamento mais específico, derogar também a Lei Bancária, que regula o negócio de depósitos - cII.2.7.3, Rz 400).

existência de moeda electrónica. O negócio do dinheiro electrónico constitui uma forma privilegiada de negócio de recepção de depósitos, com base nos requisitos de aprovação da supervisão.³⁸⁰

A fim de excluir geralmente a actividade de depósito, a obrigação de reembolso incondicional necessária para os depósitos teria de ser excluída. Isto seria concebível se uma moeda estável representando um crédito só dá ao titular o direito de receber bens ou serviços mas não de retirar o valor monetário e assim funcionar como um vale, ou se tal moeda estável for emitida sujeita a uma condição. Tal condição poderia ser, por exemplo, que o Stablecoin possa ser usado para negociação em 219

³⁸⁰ Como explicado em pormenor no Capítulo II.2.7, o resgate não pode ser simplesmente excluído na presença de um crédito, a fim de negar a transacção de moeda electrónica, uma vez que o direito de resgate ou de resgate resulta directamente do crédito. O resgate é assim um elemento constitutivo da existência do dinheiro electrónico e é conceptualmente permutável com a existência de um crédito sob a forma de dinheiro e não apenas uma consequência legal ou lógica da existência de um crédito com o qual as operações de pagamento podem ser realizadas. Nos termos do Artigo 11 ECG em conjugação com o Artigo 5 ECV em conjugação com o Artigo 5 ZDV, os fundos recebidos de uma transacção de moeda electrónica não podem ser livremente alienados, mas devem estar sujeitos aos requisitos de segurança adequados. Além disso, ao abrigo do Artigo 44 (2) ECG, o valor monetário da moeda electrónica detida por uma instituição de moeda electrónica deve ser reembolsado ao cliente da instituição de moeda electrónica em qualquer momento pelo seu valor nominal e, ao abrigo do Artigo 45 ECG, os juros são estritamente proibidos. O facto de a resgatabilidade ao valor nominal ser um elemento factual e não apenas uma consequência jurídica já é evidente pela classificação dogmática das transacções em dinheiro electrónico como transacções de depósito, que são tratadas de forma diferente das transacções de depósito apenas por ficção jurídica, de acordo com o n.º 3 do artigo 3.

uma chamada Crypto-Exchange por um certo número de dias.³⁸¹ Se a condição for acordada com efeito ex nunc³⁸², a base contratual deixará de existir se nenhuma negociação for executada dentro do período acordado. A base contratual é assim destruída e um detentor de um tal estábulo teria conseqüentemente o direito de enriquecimento (não contratual) para receber de volta a moeda com a qual adquiriu o estábulo.³⁸³ Assim, o desempenho e a consideração devem ser adiados. O direito de resgate ao abrigo da lei de condolências representa um direito legal de recuperação³⁸⁴ e não constitui um direito contratual ao reembolso incondicional, que constituiria uma transacção de depósito, uma vez que os créditos ao abrigo da lei do enriquecimento sem causa se baseiam em obrigações legais. É responsabilidade do sector privado acordar um

³⁸¹ Independentemente de operar bilateral ou multilateralmente. Para mais informações sobre este termo vago, que abrange diferentes modelos de negócio, ver *Schopper/Raschner, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, p. 249 (251)*.

³⁸² Em caso de efeito ex tunc, os juros legais de 5% pa acumular-se-iam de acordo com § 1000 ABGB. No caso de uma condição suspensiva, o contrato seria provisoriamente ineficaz no momento da sua ocorrência.

³⁸³ Portanto, a reivindicação também é dirigida apenas à compra de bens no sentido de fichas como conteúdo digital ou moedas virtuais e não a uma quantidade de dinheiro, o que exclui tanto o negócio de depósito como o negócio de dinheiro eletrônico.

³⁸⁴ *Condictio causa finita* conforme § 1435 ABGB - posterior cessação da base legal (com efeito ex nunc; no caso de *condictio sine causa* conforme § 877 ABGB ou *condictio indebiti* conforme § 1431 ABGB, entretanto, a base legal deve ser revertida ex tunc).

direito de estruturação com o qual a base contratual possa ser destruída.³⁸⁵ Se for estipulada uma condição resolutive no sentido acima, não há direito contratual para reembolso (incondicional) dos fundos ou qualquer outra contrapartida, mas uma reclamação ao abrigo da lei do enriquecimento sem causa.³⁸⁶ Isto deve se aplicar ainda mais aos tokens que representam conteúdos digitais de acordo com a FAGG ou moedas

³⁸⁵ Uma opção concebível seria um direito de disposição que combine uma condição potestativa com uma condição resolutive de tal forma que, por exemplo, uma pessoa que tenha adquirido uma moeda estável que represente uma reivindicação com fiat money tenha o direito de destruir a base contratual, desde que as moedas estáveis não tenham sido utilizadas para negociação numa determinada plataforma de negociação dentro de um determinado período de tempo.

³⁸⁶ Ver, por exemplo, *Laurer/Kammel* em *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (ed.), artigo 1 BWG, margem n.º 5, que diz que “o negócio bancário [neste caso, o negócio de depósito] só é conduzido por aqueles que são devedores nos termos do contrato de gestão ou depósito do dinheiro de outras pessoas [...]” e, portanto - o que parece banal em princípio - refere-se apenas a obrigações contratuais. A mesma imagem surge para as transacções de dinheiro electrónico. *Haghofer*, Issue and redeemability of e-money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, § 17, margin note 1 (p. 224), afirma que “eles [significam a emissão e redimibilidade de moeda electrónica de acordo com §§ 17 a 20 öEKG regulam as condições contratuais para a emissão e redimibilidade de moeda electrónica [...]”. Assim, o acordo sobre um direito de estruturação, como uma condição posterior, exclui também a existência de uma reclamação contratual e, portanto, o âmbito de aplicação do EEG. Além disso, também se pode argumentar que uma moeda tão estável também representa apenas uma reivindicação para a compra de outras fichas no sentido de moedas virtuais, mas não uma reivindicação feita com dinheiro.

virtuais de acordo com o³⁸⁷ 5^o GW-Directive, para os quais um direito de retirada de acordo com o KSchG ou FAGG pode ser reivindicado.³⁸⁸

220 A visão do negócio da captação de depósitos coincide com a doutrina alemã do KWG. *"A peça principal do negócio de captação de depósitos é a promessa de reembolso em que o depositante confia."*³⁸⁹ Para que uma operação de depósito exista, o reembolso deve, portanto, fazer parte do acordo contratual celebrado numa base comercial, com base no qual o dinheiro é transferido; o operador de uma operação de depósito promete, assim, reembolsar os fundos transferidos pelo depositante. A transação de título pode ser um empréstimo em dinheiro ou um depósito irregular, ou pode consistir em outros tipos de contrato em que um acordo de reembolso é inerente.³⁹⁰ *"Uma transacção legal, por outro lado, carece da característica de reembolso no sentido de uma transacção de depósito, se o crédito, tal como o crédito para reembolso do preço de compra no caso de um contrato de compra falhado, for meramente uma obrigação contratual secundária devido à retirada do comprador do contrato de compra."*³⁹¹

³⁸⁷ De acordo com os considerandos 8 e 10 da 5^a Directiva AML, a qualificação exclui a existência de moeda electrónica desde o início - cf. capítulos II.2.7 e II.2.9 mais detalhes.

³⁸⁸ Ver Título I. Capítulo I.6.

³⁸⁹ *Demmelmair/Reschke em Beck/Samm/Kokemoor*, KWG com CRR, § 1 para. 1 S 2 No. 1 KWG, Rz 109.

³⁹⁰ *Demmelmair/Reschke em Beck/Samm/Kokemoor*, KWG com CRR, § 1 para. 1 S 2 No. 1 KWG, Rz 110 f.

³⁹¹ *Demmelmair/Reschke em Beck/Samm/Kokemoor*, KWG com CRR, Seção 1 (1) Sentença 2 No. 1 KWG, Rz 110b; cf. BaFin Merkblatt Einlagengeschäft de 11 de março de 2014: *"O dinheiro é reembolsável se houver um crédito de direito civil para o seu reembolso ou se o credor pelo menos parece ter tal crédito. [...] A classificação dos fundos como "reembolsáveis" ao abrigo da lei de supervisão bancária não depende de*

Coloca-se então a questão de saber se uma moeda estável, que representa um crédito sob a forma de dinheiro contra o emitente, não constitui moeda electrónica sujeita a autorização devido a uma excepção à Lei de Moeda Electrónica (por exemplo, redes limitadas) e, portanto, não pode constituir uma transacção de depósito, pode representar um instrumento financeiro (instrumento de dívida que afecta o lado do passivo do balanço), desde que o crédito representado na moeda estável seja devido ou reembolsado com juros após um determinado prazo ou vencimento e não seja um instrumento de pagamento.³⁹² Uma moeda

acordos contratuais específicos de direito civil ou da classificação de direito civil da transacção subjacente como pertencente a um tipo específico de contrato, tal como um contrato de empréstimo [...]. Pelo contrário, o conteúdo real da transferência de fundos é decisivo. [...] Falta, no entanto, a possibilidade de reembolso se o pedido de reembolso surgir apenas no decurso de uma reversão do contrato inicialmente imprevisista, por exemplo, como um pedido de indemnização. No caso de cancelamento sob a lei de condolências no exemplo descrito acima, não há mais nenhuma base para o contrato. O estorno e, conseqüentemente, um pedido de reembolso também é inicialmente imprevisível se a transferência de fundos não servir para o cumprimento de uma transacção de depósito, mas um token deve ser usado, por exemplo, principalmente para negociação em uma Crypto-Exchange e, portanto, serve como uma sinallagmática "Entrega versus Pagamento" no curso do cumprimento do contrato. A emissão de um tal token pode fazer sentido para o operador de uma troca criptográfica, especialmente porque inúmeros tokens são baseados em diferentes protocolos de cadeia de blocos e, portanto, não podem ser negociados diretamente uns contra os outros devido à incompatibilidade técnica dos diferentes protocolos de rede.

³⁹² Os critérios de normalização, transferibilidade e comerciabilidade são assumidos (ver Capítulo II.2.3.1). Para além de uma obrigação no sentido de uma obrigação obrigacionista, pode também existir uma obrigação de cupão zero ou uma obrigação de cupão zero em que o juro ao longo de todo o prazo é expresso exclusivamente pela diferença entre o preço de emissão (mais baixo) e o preço de resgate (mais alto) (ou um instrumento do mercado monetário no sentido de uma obrigação de curto prazo).

estável, que representa um crédito que não representa um direito incondicional de reembolso, não é um depósito devido a ficção legal, mas pode ser uma obrigação (de curto prazo) ou um instrumento do mercado monetário.³⁹³ No entanto, nos termos da legislação do Liechtenstein, isto deve ser excluído se tal ficha representar um instrumento de pagamento para a compra de bens e/ou serviços (como um vale de compras), o que, no entanto, não exige uma licença ao abrigo do PSD II devido a uma exceção (por exemplo, a exceção de redes limitadas).

222 Para a implementação de uma moeda estável interna no sentido descrito, que pode ser adquirida por meio de moeda com curso legal e que representa um crédito (em dinheiro ou em bens e/ou serviços), é, portanto, essencial se afastar precisamente desta característica de crédito, para o stablecoin como um token independente (no sentido de software como commodity e, portanto, como conteúdo digital ou moeda virtual), a fim de evitar tanto o negócio de depósito e dinheiro eletrônico e a existência de um instrumento financeiro em qualquer caso, sem ter que

³⁹³ Por exemplo, o XCHF emitido na Suíça, que representa uma obrigação de curto prazo (instrumento do mercado monetário) com 0% de juros e rollover automático, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf> acessado em 15.09.2019, 16:59; de acordo com a lei do Liechtenstein, a existência de um instrumento financeiro em conexão com dinheiro eletrônico ou instrumentos de pagamento só é concebível se nenhum instrumento de pagamento estiver presente. Neste caso, pode existir um instrumento financeiro, como uma obrigação. No Liechtenstein, por outro lado, ao contrário da Alemanha, a moeda electrónica não constitui um instrumento financeiro (cf. artigo 1, n.º 11, n.º 7 da Lei Bancária - "unidades de conta"). Na Alemanha (ao contrário do Liechtenstein, cf. capítulo II.2.7), o comércio proprietário de moeda electrónica constitui, portanto, um serviço financeiro (a contrapartida do Liechtenstein são os serviços de investimento). Ver *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

recorrer a uma exceção sob o PSD II - desde que o objetivo seja ser o mais desregulado possível sob esses regimes.³⁹⁴ Isto é possível desde que a moeda estável represente um valor próprio e assim, no âmbito de uma relação sinalagmática, forme a consideração real que é recebida passo a passo.³⁹⁵ Pode ser acordado um direito de retraction favorável ao consumidor, ilimitado e perpétuo, com efeito ex nunc para as moedas estáveis, pelo que o direito de retraction deve ser invertido nos termos da lei da condescendência. Com efeito, um token interno, com

³⁹⁴ No entanto, em termos de legislação fiscal, isto pode resultar numa carga de imposto sobre o rendimento, por um lado, e de imposto sobre o valor acrescentado, por outro, se uma moeda simbólica ou uma moeda estável for tratada como uma mercadoria.

³⁹⁵ A este respeito, um Stablecoin teria de ser classificado como um conjunto de dados ou software e, portanto, em última análise, como uma mercadoria com um valor independente. Aqui, pode ser argumentado através do Art. 2, parágrafo 3 em conjunto com o Art. 10, parágrafo 2 lit b URG que o titular do direito transfere os fundos para o vendedor da moeda estável no âmbito de um contrato de prestação de serviços e, portanto, uma das - além da exceção em conexão com o negócio de dinheiro eletrônico - exceções conclusivamente definidas para o negócio de depósito no Art. 1a, parágrafo 2 lit a BankV entra em vigor (concessão ou venda de direitos de uso; venda de cópias de obras). A exceção à definição de depósitos na Portaria Bancária é idêntica ao artigo 3a para. 3 lit a da Portaria Bancária Suíça. De acordo com a Circular FINMA 2008/3, Depósitos do público junto de instituições não bancárias, 20.11.2008, emendada pela última vez em 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>, margin note 10 f, chBankV assume "que todas as responsabilidades têm carácter de depósito". Por exemplo, "um adiantamento com um contrato de compra, um adiantamento com uma encomenda, um depósito de renda, etc." não têm o carácter de depósitos.

curso legal, que constitui uma moeda estável, que³⁹⁶ representa um token independente com valor intrínseco, pode ser criado através deste, que pode ser trocado de volta para curso legal a qualquer momento ao exercer um direito de saque com base em reclamações ao abrigo da lei do enriquecimento (o serviço e a consideração devem ser diferidos; o token como token independente, que não representa uma reclamação, não pode ser simplesmente destruído; ou também continua a ser possível comprar de volta o token - particularmente no caso de trocas criptográficas estruturadas multilateralmente, nas quais a parte emissora/vendedora não é mais a contraparte em negociações posteriores - em que os tokens adquiridos dessa forma também apareceriam nos livros - e não como um crédito, pois isso seria resgatado no resgate - como ativos e poderia desencadear um possível evento controlável; Em termos de direito de supervisão, a presença de uma moeda virtual também daria origem à questão de saber se uma actividade de uma casa de câmbio ou uma actividade de um prestador de serviços de câmbio de VT é posteriormente realizada). No entanto, se uma troca comercial ou uma letra de câmbio não for realizada, um estorno ao abrigo da lei do enriquecimento também não constitui uma actividade de uma casa de câmbio.³⁹⁷ Neste contexto, parece ser conveniente que, sob o regime do TVTG, a troca comercial de fichas por outras fichas seja também coberta pelo prestador do serviço de troca de VT sujeito a registo³⁹⁸, uma vez

³⁹⁶ O valor é garantido pelo mercado (oferta e demanda) - por exemplo, se ele pode ser usado para negociação em uma plataforma de negociação criptográfica.

³⁹⁷ Ver Capítulo II.2.9 para a casa de câmbio.

³⁹⁸ Art 2 para 1 lit r TVTG conforme emendado por BuA 54/2019.

que o presente pedido, no qual as fichas podem ser trocadas por moedas internas estáveis, de outra forma não seria coberto pela lei de supervisão, mesmo que essa moeda estável interna represente, até certo ponto, um substituto da moeda com curso legal, se ela também cumprir uma função além dessa e impedir uma quebra da mídia (cripto-fiat) e permitir o comércio de fichas através de cadeias de blocos.

Além disso, também seria possível converter uma moeda estável equivalente em dinheiro, que representa um símbolo independente, em moeda com curso legal. Assim, uma empresa pode emitir uma moeda estável contra moeda com curso legal como um token independente, e não como um crédito, e também pode aceitar essa moeda estável em sua plataforma de negociação com referência a tokens para a execução de ordens de negociação. Ao fazê-lo, a entidade corporativa também poderia trocar bilateralmente esta moeda estável em moeda com curso legal contra o seu próprio livro e por sua própria conta. No entanto, isto constituiria uma actividade como uma casa de câmbio sujeita a registo na FMA de acordo com o artigo 2 parágrafo 1 letra l DDA em conjunto com o artigo 3 parágrafo 3 letra a DDA (ou, após a entrada em vigor do TVTG, uma actividade como fornecedor de serviços de câmbio de moeda sujeita a registo).³⁹⁹ 223

2.2.3 Conclusão Acréscimos e diferimentos para depósitos e negócios de dinheiro electrónico

Enquanto o negócio de depósitos se baseia na aceitação de depósitos ou outros fundos incondicionalmente reembolsáveis, o negócio de moeda electrónica é definido como a emissão de moeda electrónica, que é um 224

³⁹⁹ Cf. Capítulo II.2.9; Art. 2(1)(l) a DDA, emendado por BuA 2019/93.

valor monetário armazenado magneticamente ou electronicamente sob a forma de um crédito que pode ser adquirido contra o pagamento de uma soma em dinheiro e serve para realizar operações de pagamento e é aceite para este fim por pessoas que não sejam emitentes. Tal como no negócio dos depósitos, as transacções de dinheiro electrónico envolvem a aceitação de fundos (e do próprio dinheiro electrónico) que devem ser reembolsados. Do ponto de vista regulamentar, uma transacção de depósito não existe se os fundos forem aceites e o dinheiro eletrônico for emitido diretamente em troca; esta é uma ficção legal.

- 225 Por conseguinte, é essencial, tanto para a captação de depósitos como para o negócio do dinheiro electrónico, que a procura de reembolso incondicional de fundos ou montantes monetários seja tida em conta. Neste contexto, a moeda electrónica é uma das faces da mesma moeda do negócio de captação de depósitos, que é tratada de forma privilegiada para efeitos de supervisão, em comparação com o negócio de captação de depósitos. A avaliação da presença de dinheiro electrónico também é relevante em relação a fichas ou moedas estáveis. É essencial questionar se um token representa um token independente com um valor intrínseco e é tratado como uma mercadoria, por exemplo, como software (conteúdo digital ou moeda virtual), ou se o token representa de fato uma reivindicação feita com dinheiro. Uma indicação para esta última hipótese seria se a ficha fosse destruída no momento do resgate, uma vez que um emissor não pode ter um crédito contra si próprio. A rigor, não são emitidas moedas virtuais ou conteúdos digitais, mas sim vendidos (oferta de fichas vs. venda de fichas).
- 226 Deve-se também notar que, ao argumentar que existe uma excepção ao regime do dinheiro electrónico, o negócio da aceitação de depósitos não pode ser reavivado. Dogmaticamente, o dinheiro eletrônico ainda está

disponível ou o regime de dinheiro eletrônico ainda é aplicável, e se for feita uma exceção, ela só está sujeita a requisitos menores na licença - em certos casos, as FMA devem ser informadas sobre a existência de uma exceção e devem ser dadas razões para isso. Por ficção legal, isto não constitui uma transacção de depósito quando é emitido dinheiro electrónico. Mesmo que a emissão de tal moeda electrónica não exija, portanto, uma licença como instituição de moeda electrónica, o negócio dos depósitos não pode ser reavivado se se justificar uma excepção à transacção de moeda electrónica. Permanece em aberto se uma ficha pode representar depósitos ou se isso nem sempre significa que um valor monetário é armazenado em forma eletromagnética - e, portanto, dinheiro eletrônico. Provavelmente, isto deve ser respondido afirmativamente, uma vez que o negócio de depósitos só se preocupa directamente com dinheiro e dinheiro escritural e não prevê qualquer representação do mesmo; uma ficha só poderia funcionar no âmbito de um mecanismo de autenticação para a alienação de depósitos.

Portanto, uma moeda pode, ao representar uma reivindicação feita com dinheiro devido à propriedade eletromagnética de uma ficha, representar apenas dinheiro eletrônico, mas não também depósitos. Uma transacção de depósito pode ser excluída, separada da referência a fichas, excluindo a obrigação de reembolso incondicional dos fundos, o que, na realidade, é o caso dos depósitos. Isto seria concebível através de uma condição resolutiva com efeito ex nunc, ou através de um acordo segundo o qual apenas bens e/ou serviços podem ser obtidos com o dinheiro dado, mas não existe um direito incondicional de devolução do valor monetário. No caso de uma condição resolutiva, a base contratual deixaria de existir e teria de ser invertida pela lei do enriquecimento,

mas não com base num acordo contratual. A⁴⁰⁰ este respeito, porém, não parece ser absolutamente necessário emitir um crédito sob a forma de dinheiro ou comprar bens ou serviços para alcançar um valor estável. Um token também pode ser emitido como software sob o acordo de um direito de resgate favorável ao consumidor. Uma tal ficha, que representa uma mercadoria, também teria de ser devolvida ao abrigo da lei de condição ou o contrato teria de ser revertido (*condictio causa finita*). No entanto, tal acordo tem, por vezes, consequências em termos de rendimento e de imposto sobre o valor acrescentado.

228 *"A peça principal do negócio de captação de depósitos é a promessa de reembolso em que o depositante se baseia."*⁴⁰¹ *"Em contraste, uma transação legal carece da característica de reembolso no sentido de uma transação de depósito se o pedido, como o pedido de reembolso do preço de compra no caso de um*

⁴⁰⁰ Subsequentemente, porém, poderá voltar a existir um instrumento financeiro se tais moedas forem normalizadas, transferíveis e negociáveis e não constituírem um instrumento de pagamento. Uma variante concebível de representar um crédito numa moeda, evitando tanto a transação de depósito como a existência de instrumentos financeiros, poderia ser realizada através de um vale não reembolsável para a compra de bens ou serviços. Tal moeda não pode constituir um instrumento financeiro pela única razão de que os instrumentos de pagamento nunca podem constituir valores mobiliários transferíveis na acepção do Artigo 4 (1) No. 44 MiFID II; ver também BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 (11) Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, emendado pela última vez em 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html Ao mesmo tempo, um voucher pode ser concebido de tal forma que se aplique uma exceção ao abrigo do ZDG ou PSD II.

⁴⁰¹ *Demmelmair/Reschke em Beck/Samm/Kokemoor, KWG com CRR, § 1 para. 1 S 2 No. 1 KWG, Rz 109.*

*contrato de compra falhado, for meramente uma obrigação contratual secundária devido à retirada do comprador do contrato de compra.*⁴⁰² Para que uma transação de depósito exista, o reembolso deve, portanto, fazer parte do acordo contratual sob o qual os fundos foram transferidos.

Segundo a lei do Liechtenstein, um instrumento financeiro relacionado com dinheiro electrónico não pode existir mesmo que exista uma excepção à transacção de dinheiro electrónico, o que também exclui a transacção de depósito (o que seria o caso, de qualquer forma, nos termos do artigo 1a, n.º 2 do Decreto Bancário, se fossem aceites fundos relacionados com a emissão de uma obrigação), uma vez que, neste caso, ainda existe um instrumento de pagamento, o que, por sua vez, exclui a existência de um valor mobiliário transferível. 229

Se for emitido um título de dívida normalizado, transferível e negociável, que não seja um instrumento de pagamento e que deva ser resgatado após um determinado prazo e sobre o qual sejam concedidos juros, existe potencialmente um código de segurança que representa uma obrigação. Ao contrário da Alemanha, no Liechtenstein, as unidades de conta e, portanto (fichas na forma de) dinheiro eletrônico não foram legalizadas como instrumentos financeiros. Nos termos da DMIF II e também da Lei Bancária, o conceito de instrumentos financeiros não é compatível com os instrumentos de pagamento. Com excepção do conceito de moeda electrónica, um instrumento de dívida como uma obrigação não pode existir sem um requisito legislativo explícito. 230

231

⁴⁰² *Demmelmair/Reschke em Beck/Samm/Kokemoor, KWG com CRR, § 1 Abs. 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b.*

Os instrumentos do mercado monetário também não servem para realizar operações de pagamento, como é o caso dos instrumentos de pagamento. Por exemplo, o XCHF emitido na Suíça é uma obrigação de curto prazo (um mês) com juros de 0 % e rolagem automática (instrumento do mercado monetário). Consequentemente, a negociação de tal instrumento requer - de acordo com o entendimento do Liechtenstein - autorização como centro comercial regulamentado; a execução de operações de pagamento não pode ser prevista, uma vez que de outra forma não existe nenhum instrumento financeiro.⁴⁰³ Se existir um instrumento com o qual possam ser efectuados pagamentos (dinheiro e fiat money, e-money, ou vales de compras), isso exclui a existência de um título transferível e, portanto, de um instrumento financeiro.⁴⁰⁴

232 Em termos gerais, pode afirmar-se que os depósitos têm essencialmente o carácter de uma reserva de valor ou de uma finalidade de poupança, enquanto o dinheiro electrónico se concentra na execução de operações de pagamento e, por conseguinte, tem uma finalidade de pagamento, e que os instrumentos financeiros têm, em última análise, um carácter de investimento. As moedas virtuais, por outro lado, podem combinar

⁴⁰³ Dieses Hintergrundes war man sich bewusst, lautet es im Prospekt zum XCHF doch wie folgt: "O principal objetivo do CryptoFranc é servir como instrumento de liquidez para o ecossistema criptográfico suíço. Por exemplo, um comerciante de Bitcoin (BTC) poderia usá-lo para transferir temporariamente fundos para CryptoFrancs ou uma empresa suíça poderia usá-lo para levantar fundos em sua moeda contábil, ao invés de usar moedas criptográficas voláteis. Não se destina a ser usado como um armazenamento a longo prazo de Francos Suíços, nem para ser usado como um meio de pagamento para transações diárias. ", <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/10/Prospectus-XCHF-2019-10-v1.1.pdf>

⁴⁰⁴ Art 4 (1) No 44 MiFID II ou Art 3a (1) Z 42 BankG.

uma ou todas estas finalidades e funcionalidades ainda mais extensas (por exemplo, função de acesso, construção de consensos, etc.).⁴⁰⁵

2.2.4 Transacções bancárias (negócio de crédito)

Para além da transformação do risco - a transformação do tamanho dos lotes e dos prazos - o negócio dos depósitos, que é reservado aos bancos, constitui uma ponte entre as principais áreas de negócio dos bancos e o negócio de crédito, que é apresentada no lado do activo do balanço do banco. No Listenstaine, isto é definido como o *empréstimo comercial de fundos externos a um grupo indefinido de mutuários*⁴⁰⁶. Tais operações de empréstimo devem ser assumidas se, com base num empréstimo ou contrato de crédito de direito civil, a data-valor for indicada em moeda com curso legal.⁴⁰⁷ A definição, segundo a qual apenas o empréstimo de fundos estrangeiros deve constituir uma transacção de activos, parece estranha e remonta às deliberações no Landtag de 14.05.1992.⁴⁰⁸ De acordo com isto, foi expressa a opinião de que o empréstimo de fundos próprios não constituía uma transacção bancária no sentido de uma transacção de empréstimo, razão pela qual a redacção original do BuA

233

⁴⁰⁵ Cf. os comentários do considerando 10 da 5ª Directiva ARC.

⁴⁰⁶ Art 1a para. 1 lit b BankV.

⁴⁰⁷ *Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), Section 1 BWG, margem nº 9; BaFin, folha informativa sobre negócios de crédito, datada de 01.08.2009, emendada pela última vez em 05.02.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaef.html

⁴⁰⁸ Protocolo Landtag de 14.05.1992 sobre a Lei Bancária, p. 730.

1992/8 relativo ao n.º 3, alínea b), do artigo 3.⁴⁰⁹ "O parágrafo 4 lit. b) refere-se apenas ao "empréstimo de fundos a um grupo indefinido de mutuários". A este respeito, deve ser dito - mesmo que os bancos aqui presentes tenham em mente que emprestam naturalmente não só os seus próprios fundos mas também fundos externos aos mutuários - que esta formulação poderia dar origem a uma interpretação errada, na medida em que se poderia dizer que o empréstimo comercial de fundos próprios é também uma transacção bancária. E isso seria fundamentalmente errado. Ninguém pode negar a ninguém o direito de emprestar fundos próprios numa base profissional - excluindo os seus próprios fundos. É impensável na nossa economia livre."⁴¹⁰ N.º 1 do art. 4.º N.º 1 CRR define as instituições de crédito no que diz respeito à actividade de concessão de crédito como empresas que concedem crédito por sua própria conta. Nenhuma referência pode ser derivada disto ao empréstimo de fundos externos. De acordo com uma interpretação autónoma do direito europeu, o⁴¹¹ empréstimo de capital próprio no sentido de activos correntes no âmbito da CRR também constituirá uma actividade de crédito no Liechtenstein; qualquer outra interpretação seria insustentável. Contudo, como explicado no FN 420 partir de 28.06.2019, a CRR ainda não é directamente aplicável no Liechtenstein devido à ausência de uma decisão do Comité Misto do EEE, mas foi apenas implementada antecipadamente.

⁴⁰⁹ Naquela altura ainda no Art. 3, n.º 4 lit b BankG conforme emendado pelo BuA 1992/8.

⁴¹⁰ Ritter im LTP de 14 de Maio de 1992 sobre a Lei Bancária, p. 730.

⁴¹¹ O direito comunitário directamente aplicável deve ser interpretado de forma autónoma a nível comunitário, enquanto as directivas devem ser interpretadas em conformidade com o direito comunitário.

ZDG, as instituições de pagamento também podem conceder crédito, desde que a concessão de crédito seja uma actividade acessória e que esse crédito seja concedido apenas em relação a operações de pagamento. Além disso, tais empréstimos devem ser reembolsados no prazo máximo de 12 meses após a emissão e não podem ser concedidos a partir de fundos que tenham sido aceites ou detidos com a intenção de realizar operações de pagamento.

Em relação às plataformas baseadas em software, deve-se ter o cuidado 235 de garantir que não sejam concedidos empréstimos entre pares (crowd-lending) sem a devida autorização. Todos os credores que emprestam o seu dinheiro numa base comercial estão sujeitos a autorização. Sem uma licença correspondente como banco dos respectivos mutuantes, o operador de tal plataforma também estaria potencialmente envolvido em actividades não autorizadas, a menos que os empréstimos fossem meramente intermediados e a concessão de empréstimos fosse efectuada por bancos devidamente licenciados. Além disso, a creditação de fichas não é coberta pelo negócio de crédito. Finalmente, os serviços sujeitos ao ZDG podem também desempenhar um papel nessas plataformas e podem estar sujeitos a autorização.⁴¹²

Ao contrário da Áustria, por exemplo, no Liechtenstein, apenas o 236 negócio de factoring não genérico constitui uma concessão de crédito.⁴¹³

⁴¹² BaFin, Crowdfunding, datado de 4 de Janeiro de 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html

⁴¹³ § Artigo 1(2)(16) BWG cobre a "compra de créditos do fornecimento de bens ou serviços, a assunção do risco de recuperabilidade de tais créditos e, em conexão com isso, a cobrança de tais créditos", ou seja, tanto o factoring genuíno como o não genuíno como uma operação bancária.

Com o factoring genuíno, uma empresa de factoring compra contas a receber e também assume o risco del credere (e assim torna-se um novo credor).⁴¹⁴ A empresa (fator) que compra os créditos deve, portanto, estar preocupada com a sua cobrança e assume o risco de inadimplência. No caso do factoring fictício, contudo, o factor não assume este risco de incumprimento.⁴¹⁵ O factor que actua desta forma proporciona liquidez ao detentor do crédito. Esta provisão de liquidez é uma operação de crédito reservada aos bancos (Art 3.º, n.º 3 lit b BankG).⁴¹⁶

237 No que diz respeito às fichas, o verdadeiro negócio de factoring no Liechtenstein pode ser interessante para os empresários que querem permitir aos seus clientes a compra dos seus bens e/ou serviços com fichas, a fim de criar canais de venda adicionais, embora eles próprios não queiram necessariamente aceitar fichas em vez de pagamento.

238 Isto pode ser estruturado de tal forma que um comerciante e seus clientes estabeleçam uma relação contratual para a compra de bens e/ou ser-

⁴¹⁴ A reivindicação é atribuída ao abrigo do direito civil por meio de cessão (§ 1392 ABGB). O cedente (ex-credor) transfere seu crédito contra o cedente (devedor) para o cessionário (novo credor). O factoring difere do negócio de cobrança na medida em que no factoring de créditos são vendidos após a facturação, enquanto no factoring de créditos de terceiros são cobrados em nome de um terceiro (fora do tribunal).

⁴¹⁵ Também o acordo de que o fator tem que cobrar o crédito do devedor e que o fator pode recorrer ao credor anterior se o devedor não pagar o crédito (junção de dívidas, como a garantia de acordo com o sec. 1346 ABGB) constitui factoring não genérico.

⁴¹⁶ Cf. *Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (ed.), Article 1 BWG, par. 24.

viços, na qual se estipula que o cliente deve um montante de valor denominado em moeda com curso legal, pagável em fichas.⁴¹⁷ O comerciante posteriormente atribui este crédito a um factor como novo credor sem qualquer formalidade, pelo qual o preço dos bens e/ou serviços adquiridos menos uma taxa de serviço pode ser utilizado como preço de cessão.⁴¹⁸ O novo credor suporta assim o risco del credere e deve fazer todos os esforços para cobrar o crédito. Nesta constelação, um comerciante e subsequentemente um credor anterior paga a um consumidor ou cliente como devedor, que então transfere a sua contrapartida, denominada em moeda corrente, pagável em fichas ao factor e novo credor a quem o crédito foi atribuído. Subsequentemente, o factor tem de entregar o montante devido ao concessionário como credor de cessão em moeda com curso legal - após possível adiamento. O fator pode transformar as fichas em moeda corrente contra o seu próprio livro⁴¹⁹, ou pode trocá-las com outros intermediários. Este procedimento pode ser implementado em conformidade através de uma interface técnica e, dependendo da forma específica que assuma, não desencadeia quaisquer outros requisitos de aprovação ao abrigo da legislação do Linstaine.

2.2.5 Conclusão Aquisição e negócio de factoring

⁴¹⁷ Por exemplo, a taxa de câmbio de moeda com curso legal para fichas usadas para liquidar a responsabilidade de um cliente pode ser definida à taxa no momento em que as fichas são transferidas para liquidar a responsabilidade.

⁴¹⁸ O devedor deve ser informado sobre esta cessão.

⁴¹⁹ Isto constituirá um bureau de mudança ou, após a entrada em vigor do TVTG, a atividade como prestador de serviços de troca de TV; cf. Capítulo II.2.9.

239

O empréstimo ou negócio de crédito é definido como o empréstimo de fundos externos a um grupo indefinido de mutuários. Em relação aos modelos de negócio baseados em fichas, o negócio de crédito pode desempenhar um papel em particular em relação ao factoring. Ao contrário do que acontece na Áustria, o factoring não é definido per se como actividade bancária no Liechtenstein, pelo que não está reservado aos bancos. Ao contrário, deve ser feita uma distinção entre o factoring genuíno e o não genuíno - em outras palavras, deve ser determinado quem tem o del credere. Se um factor assume profissionalmente os créditos juntamente com o risco de incumprimento, isso constitui um factoring genuíno, que não está coberto pela lei de supervisão do Liechtenstein. A situação é diferente com o negócio de factoring não-genuíno. O del credere não é transferido para o fator (semelhante à cobrança de dívidas) e fornece liquidez para a pessoa que carrega o del credere. O factor actua assim como um emprestador e realiza o negócio de crédito reservado aos bancos.

2.3 Tokens como instrumentos financeiros

240

Para além das tradicionais transacções de activos e passivos, a Lei Bancária também regula os instrumentos financeiros e os serviços de investimento relacionados. Na medida em que os tokens representam instrumentos financeiros de acordo com o Anexo 2 Seção C da Lei Bancária e Anexo I Seção C da MiFID II, eles são digitalizados ou tokenizados a nível técnico, mas tais tokens de segurança não perdem o seu estatuto de instrumentos financeiros como resultado disso. Os serviços relacionados com esses símbolos de segurança são normalmente também abrangidos pelos regulamentos do mercado financeiro. Especialmente a oferta ou comércio das fichas é importante, uma vez que a

criação ou geração puramente técnica (não profissional) das fichas em si - sem mais comercialização através da emissão das mesmas - não tem mais relevância regulamentar.

Nos termos do n.º 3, alínea c), do artigo 1.º da Lei Bancária, a Lei Bancária 241 também serve para transpor e implementar a DMIF I. Em caso de harmonização na UE ou no EEE, a DMIF II e a DMIFIR⁴²⁰, bem como a CRR e a CRD IV, podem ser utilizadas para interpretar outras definições da lei bancária e do mercado financeiro.⁴²¹ A MiFID II foi implementada antecipadamente pela lei nacional na Lei Bancária e outra legislação especial do mercado de capitais.⁴²²

O n.º 2 do artigo 3.º, em conjunto com a alínea d) do n.º 3 da Lei 242 Bancária, define os serviços de investimento e auxiliares enumerados exhaustivamente nas Secções A e B do Anexo 2 da Lei Bancária, que se

⁴²⁰ Regulamento EU 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15.05.2014 sobre mercados de instrumentos financeiros, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj>. Isto é importante para o Liechtenstein, especialmente porque para o MiFIR, bem como para o MiFID II, a partir de 28.06.2019, a resolução de adopção do Comité Misto do EEE no acervo do EEE está ainda na fase de projecto e mesmo o Regulamento não seria tido em conta sem uma implementação nacional prévia, <https://www.efta.int/eea-lex/32014R0600>, <https://www.efta.int/eea-lex/32014L0065>

⁴²¹ Artigo 3a para. 2 BankG; o estatuto de CRD IV e CRR é também "Entrada em vigor da Decisão do Comité Conjunto (JCD) pendente" a partir de 28.06.2019 <https://www.efta.int/eea-lex/32013R0575>, <https://www.efta.int/eea-lex/32013L0036> e estes actos jurídicos só foram implementados no Liechtenstein a nível nacional com antecedência.

⁴²² BuA 2017 / 14 de 04.04.2017 e BuA 2017/72 de 26.09.2017. A partir de 29.03.2019, havia apenas um projecto de decisão do Comité Misto do EEE para incorporar a MiFID II no acervo do EEE.

referem aos grupos de instrumentos financeiros igualmente enumerados exaustivamente na Secção C do Anexo 2 da Lei Bancária, na medida em que sejam exercidos comercialmente, como transacções bancárias.⁴²³ No Listenstaine, estes são reservados para bancos e empresas de investimento e baseiam-se em instrumentos financeiros. Os instrumentos financeiros de acordo com o Anexo 2, Secção C do BA podem ser simplificados em acções (instrumentos de capital)⁴²⁴ e obrigações (instrumentos de dívida)⁴²⁵ ou certificados sobre os mesmos (instrumentos do mercado de capitais), instrumentos do mercado monetário⁴²⁶ e derivados⁴²⁷. O capital próprio está basicamente presente se o financiamento é disponibilizado por um período de tempo ilimitado e tem⁴²⁸ um valor nominal a ser realizado, enquanto o capital alheio se caracteriza por um prazo após o qual deve ser reembolsado com juros; ambos são apresentados no passivo do balanço (créditos dos sócios ou credores contra a sociedade).

- 243 As fichas que têm características de instrumentos financeiros ou representam direitos comparáveis são posteriormente classificadas como instrumentos financeiros. Por conseguinte, as actividades relacionadas

⁴²³ Cf. também Art. 2.º, n.º 1, da Portaria Bancária no que diz respeito à actividade comercial.

⁴²⁴ Anexo 2 Secção C No. 1 lit a e No. 3 do BankGR; na dicção do PGR também direitos de membro.

⁴²⁵ Anexo 2 Secção C No. 1 lit. b da Lei Bancária; na dicção do PGR também títulos de dívida.

⁴²⁶ Anexo 2 Secção C N.º 2 ao BankG.

⁴²⁷ Anexo 2 Secção C No. 1 lit. c e No. 4-10 do BankG.

⁴²⁸ Ao contrário, por exemplo, dos certificados de participação nos lucros, ver Art 304 (3) PGR.

com esses símbolos de segurança também são registadas como requerendo autorização na aceção da Lei Bancária ou de outros regulamentos relevantes, desde que não se apliquem circunstâncias excepcionais. Note-se que os serviços auxiliares só podem ser prestados por pessoas que sejam titulares de uma licença que as autorize a prestar serviços de investimento.⁴²⁹

Ao contrário da Alemanha e da Áustria, o Liechtenstein absteve-se de 244
criar instrumentos financeiros adicionais a nível nacional, tais como investimentos de acordo com o § 1, n.º 1, n.º 3 da Lei do Mercado de Capitais austríaca de 2019 ou investimentos de acordo com o § 1, n.º 2 da Lei do Investimento de Capitais alemã. São, por exemplo, ações em ativos (trust assets) ou obrigações registradas⁴³⁰, participações em sociedades limitadas, participações passivas ou uma participação em uma GesbR.⁴³¹

2.3.1 Títulos transferíveis

A fim de proteger os investidores, o termo "valor mobiliário", que é um 245
subconjunto de instrumentos financeiros, deve ser interpretado de forma extensiva para efeitos de supervisão.⁴³² Mesmo que o catálogo de instrumentos financeiros no Anexo I Seção C da DMIF II ou Anexo 2

⁴²⁹ Artigo 2(2) Portaria bancária.

⁴³⁰ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, última emenda em 26.07.2018.

⁴³¹ Circular 07/2012 das FMA austríacas sobre questões de lei de prospectos de 4 de Dezembro de 2012, margem n.º 49 (p. 12); *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2ª edição, art. 1ª margem n.º 47 e seguintes.

⁴³² Cf. ex. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2ª edição, § 1 Rz 62.

Seção C da Lei Bancária seja em princípio⁴³³ apenas de natureza demonstrativa, as categorias listadas são provavelmente tributárias⁴³⁴ (Art. 4 (1) No 44 lit a DMIF II regula instrumentos de capital, instrumentos de dívida lit b leg cit e instrumentos derivados lit c leg cit).⁴³⁵

⁴³³ Embora o Anexo 2 da Secção C N.º 1 da Lei Bancária não defina os valores mobiliários de forma exaustiva, uma vez que se refere a valores mobiliários tais como instrumentos de capital, instrumentos de dívida e instrumentos derivados, a existência de um valor mobiliário também requer comparabilidade com os instrumentos listados, a chamada equivalência funcional. Ver *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, p. 249 (253).

⁴³⁴ Vgl *Hacker/Thomale*, Regulamento Crypto-Securities: ICOs, Token Sales e Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, S. 25: *"No entanto, é precisamente para novos tipos de produtos de investimento, como as fichas, que a lista se torna relevante: oferece exemplos arquetípicos de títulos que mostram o que o legislador tinha em mente ao regulamentar estas entidades. Do ponto de vista funcional, os tokens devem pelo menos ser comparáveis a esses títulos típicos para que a regulamentação dos títulos possa ser acionada"*.

⁴³⁵ Cf. BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, alterado pela última vez em 26.07.2018, segundo o qual, por exemplo, as acções em activos detidos por um emitente em seu próprio nome e por conta de terceiros constituem os chamados investimentos que são abrangidos pelo direito de supervisão nacional alemão, mas não constituem instrumentos financeiros na acepção da MiFID II. Por exemplo, os certificados fiduciários nos termos do art. 928 PGR não devem, em princípio, ser considerados como valores mobiliários no sentido de instrumentos financeiros, uma vez que são apenas valores mobiliários de direito civil e conferem ao seu titular o direito de usufruir da propriedade fiduciária; apenas a equivalência funcional a instrumentos financeiros teria de ser examinada com base em qualquer normalização. Contudo, mesmo que tais certificados fiduciários sejam estruturados de forma transferível, representam uma participação directa em activos (específicos), que nenhum instrumento financeiro de acordo com o cânone final dos instrumentos financeiros ao abrigo da DMIF II pode estabelecer.

Os Tokens, que assim contêm um juro de dívida semelhante ao de um credor de títulos de dívida ou um juro de capital semelhante ao de um accionista, são funcionalmente equivalentes⁴³⁶ às categorias de valores mobiliários acima mencionadas e, portanto, também devem ser tratados como tais instrumentos financeiros.⁴³⁷ Como a MiFID II não vincula o conceito de um instrumento financeiro a qualquer expectativa de lucro, as fichas relacionadas com os chamados mecanismos de prova de participação de uma cadeia de blocos, que por vezes são utilizadas para a construção de consensos, não se enquadram no conceito de instrumentos financeiros. Neste caso, por exemplo, os retornos podem ser gerados a partir da rede descentralizada, ou geralmente podem ser feitos acordos através da posse ("ge-staked") de fichas. Contudo, esta é uma função que assegura o funcionamento de uma cadeia de blocos ou a construção de um consenso sobre tal cadeia de blocos e não é gerada nenhuma renda passiva, tipo divisão ou baseada em juros, mas um detentor de fichas recebe tal remuneração apenas pela prestação de serviços específicos (por exemplo, pela validação de transações em uma cadeia de blocos). Na ausência de representação de um interesse patri-

⁴³⁶ Nos EUA, o conceito de um instrumento financeiro está ligado a uma expectativa de lucro de acordo com o chamado *howey test*. A MiFID II não se baseia nessa expectativa de lucro, mas a expectativa de fluxos de caixa futuros relacionados com um crédito pode ser funcionalmente comparável ou equivalente a títulos transferíveis e, portanto, qualificar-se como um instrumento financeiro. Ver *Hacker/Thomale*, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 22.11.2017, última revisão em 13 de dezembro de 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, p. 26.

⁴³⁷ *Höhlein/Weiß*, *Krypto-Assets, ICO e Blockchain: Prospectus law perspective and supervisory practice*, RDF 2019, p 116 (p 119 mwN).

monial ou da dívida (um crédito contra uma entidade), tais mecanismos de staking ou, mais geralmente, funções de governança e consenso de fichas em uma cadeia de blocos não cumprem o conceito de um instrumento financeiro.

- 246 Apesar da exegese intrinsecamente ampla dos valores mobiliários, não se deve ignorar que a definição prudencial dos valores mobiliários é apenas um subconjunto dos valores mobiliários de direito civil. De acordo com a⁴³⁸ legislação da União, os instrumentos financeiros são⁴³⁹, portanto, regulamentados de forma conclusiva dentro dos limites das categorias listadas acima, mas, de acordo com a legislação nacional, além da definição de instrumentos financeiros, outros produtos de investimento podem estar sujeitos a certos regulamentos. É importante notar que os títulos que são normalizados, transferíveis e negociáveis, mas que são instrumentos de pagamento com os quais as operações de pagamento podem ser efectuadas, não são títulos transferíveis e, por conseguinte, não constituem instrumentos financeiros.⁴⁴⁰ Assim, os

⁴³⁸ *Zivny*, KMG, breve comentário, 2ª edição, § 1 Rz 62.

⁴³⁹ Vgl FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), Chapter 13, Guidance on the scope of MiFID and CRD IV, section 13.4 (S 17; Q28), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:19.

⁴⁴⁰ Art 3a para. 1 no. 42 Lei Bancária; Art 4 para. 1 no. 44 MiFID II; BaFin, Notes on financial instruments pursuant to section 1 par. 11 sentences 1 to 3 KWG, 20.12.2011, last amended on 26.07.2018, point 2. b) cc) no. 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html

vouchers (tokenized) ou dinheiro eletrônico também não constituem instrumentos financeiros no entendimento do Liechtenstein.⁴⁴¹

Os valores mobiliários são definidos no n.º 1 do artigo 3.º-A n.º 42 da Lei Bancária como categorias de⁴⁴² valores mobiliários que podem ser negociados no mercado de capitais, com exceção dos instrumentos de pagamento.⁴⁴³ Para se qualificar como valores mobiliários, é essencial

⁴⁴¹ A situação é diferente na Alemanha, onde as unidades de conta são registadas como um tipo separado de instrumento financeiro - cf. secção 1 (11) n.º 7 do KWG - "unidades de conta". Segundo a legislação alemã, coloca-se a questão de como isto se aplica a um instrumento de pagamento que também representa uma unidade de conta (por exemplo, um comprovante representado por um token).

⁴⁴² As categorias ou classes não são definidas, mas baseiam-se no direito civil e são descritas pelas autoridades nacionais de supervisão na UE como direitos fungíveis, permutáveis ou idênticos concedidos a um certo número de investidores. Isto baseia-se principalmente na normalização e na equivalência funcional. Se um investidor tem uma queixa individualizada contra uma entidade, esta não é uma queixa genérica e não é uma normalização. Embora tal direito seja um direito de segurança ou de escrituração no sentido do direito civil, não é um instrumento financeiro de acordo com a avaliação regulatória. Ver ESMA Anexo 1 Qualificação legal dos crypto-assets - inquérito à ANC, Janeiro 2019, ESMA50-157-1384, nota de margem 16, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf O foco nos direitos justificáveis também deixa claro que um documento ao abrigo da lei de valores mobiliários não é necessariamente necessário para a existência de um instrumento financeiro.

⁴⁴³ Cf. Art. 4 (1) No 44 MiFID II; note-se que os instrumentos do mercado de capitais, que juntamente com os instrumentos do mercado monetário constituem instrumentos do mercado financeiro, diferem dos instrumentos de pagamento na medida em que os primeiros servem para fins de investimento e os segundos servem para fins de operações de pagamento. Os instrumentos financeiros e os instrumentos de pagamento são mutuamente exclusivos; contudo,

que existam titularizações negociáveis, que normalmente são fornecidas em grande número e com conteúdo equivalente. Os investidores adquirem direitos idênticos sem possibilidade de individualizar esses direitos, que se relacionam com o instrumento subjacente, ou sem a possibilidade de individualizar o processo de aquisição.⁴⁴⁴

- 248 A natureza dos valores mobiliários como instrumentos financeiros, que está ligada⁴⁴⁵ à aplicabilidade de leis especiais nos termos da lei do mercado de capitais e é, portanto, necessária, deve basear-se em todas as classes de valores mobiliários que podem ser negociados no mercado de capitais, com exceção do numerário.⁴⁴⁶ A definição de títulos transferíveis contém assim três elementos positivos mutuamente dependentes: Primeiro, a transferibilidade, que é a condição da segunda característica, a negociabilidade (no mercado de capitais), e por último, a standardização. A normalização dos títulos baseia-se essencialmente no termo genérico geral. Isto diz respeito a direitos idênticos fungíveis, permutáveis ou emitidos em massa; não é necessário para a existência de um instrumento financeiro que tenha sido efectivamente emitido um certificado físico - os valores mobiliários escriturais também podem cumprir o conceito de valores mobiliários transferíveis e, portanto, de instrumentos financeiros.

as fichas têm por vezes o carácter de investimentos e têm também uma função de pagamento - essas moedas virtuais não cumprem, portanto, nem o conceito de um instrumento financeiro nem o de um instrumento de pagamento. Ver ESMA Anexo 1 Qualificação legal dos crypto-assets - inquérito à ANC, Janeiro 2019, ESMA50-157-1384, margem nº 38 ff, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf

⁴⁴⁴ *Zivny*, KMG, breve comentário, 2ª edição, § 1 Rz 61.

⁴⁴⁵ Por exemplo o BankG, WPPG, VVG, AIFMG, etc.

⁴⁴⁶ Artigo 3a parágrafo 1 linha 42 da Lei Bancária.

De acordo com o Art. 4 (1) No. 17 MiFID II, os instrumentos do mercado monetário são também semelhantes⁴⁴⁷ aos valores mobiliários em termos das características necessárias e são definidos como “*as classes de instrumentos normalmente negociados no mercado monetário, tais como bilhetes do tesouro, certificados de depósito e papéis comerciais, com exceção dos instrumentos de pagamento*”. O Regulamento Del sobre MiFID II⁴⁴⁸ também prevê no artigo 11º que os instrumentos do mercado monetário são intrínsecos aos instrumentos do mercado monetário, que o seu valor pode ser determinado a qualquer momento, que não são derivados e que o seu vencimento no momento da emissão é de um máximo de 397 dias.⁴⁴⁹ 249

a. Padronização

O conceito de gênero deve ser avaliado sob o direito civil e não sob o direito de supervisão. O gênero é baseado em direitos justificáveis, portanto diferentes, mas semelhantes e, portanto, substituíveis (dívida do gênero - um substitui o outro). O ABGB não faz realmente a distinção 250

⁴⁴⁷ Assmann em Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), Lei de Negociação de Títulos, Secção 2 WpHG, margem nº 40 ff; cf. também Reschke em Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg), Lei Bancária Alemã com CRR, Secção 1 KWG, margem nº 1031.

⁴⁴⁸ Del Regulation 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁴⁴⁹ Para uma definição semelhante, ver também o artigo 2 (1) aceso do UCITSD, bem como o artigo 50 (1) aceso a, b, c e h UCITSD e o considerando 36 do UCITSD; ver também o artigo 10 (1) aceso a do Regulamento 2017/1131 sobre fundos do mercado monetário, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>.

entre bens fungíveis e não fungíveis, mas faz a distinção entre bens consumíveis e não consumíveis.⁴⁵⁰ Razoáveis, ou seja, fungíveis, as coisas não se distinguem umas das outras por falta de características individuais úteis - ao contrário de coisas injustificáveis que não podem ser descritas em termos de género - e são, portanto, arbitrariamente permutáveis. Nas transações legais, os objetos fungíveis são determinados por medida, número e peso. Enquanto a fungibilidade dos bens fungíveis se baseia na opinião do comércio, a dívida de género ou espécie é determinada pela vontade e acordo das partes, dependendo se o objeto do desempenho é definido de acordo com características gerais ou individuais.⁴⁵¹ Embora no Listenstaine a parte do direito de propriedade da ABGB tenha sido substituída por disposições legais autónomas, o direito de propriedade do Listenstaine ao abrigo do artigo 232º e 244º do SR e também o PGR no nº 3 do artigo 681º do PGR em relação à sociedade em nome colectivo conhece objectos fungíveis ou consumíveis e as explicações austríacas podem ser usadas *ceteris paribus*.⁴⁵²

251 A normalização é, portanto, um pré-requisito se uma classe de títulos ou de valores mobiliários escriturais de direitos comparáveis for titulizada ou, no caso de valores mobiliários escriturais, for representada (por exemplo, por meio de um sinal). Isto pode ser assumido se os di-

⁴⁵⁰ § 301 öABGB; Art 20 SR ou a base da prescrição Art 641 ZGB não definem a matéria de forma alguma. Apenas afirma que *"quem quer que seja o dono de uma coisa pode dispor dela a seu critério, dentro dos limites do sistema legal"*.

⁴⁵¹ Helmich em Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.04, § 301, Rz 5 e 6.

⁴⁵²Cf. também *Opilio*, Arbeitskommentar zum Liechtensteinischen Sachenrecht, Vol. 1, Art. 216, margem nº 008, sobre o termo genérico.

reitos incorporados num documento ou direitos de propriedade desmaterializados sem documentos⁴⁵³ puderem ser trocados à vontade, por exemplo, com o objectivo de os reivindicar, sendo que estes direitos representados nos instrumentos atingem a fungibilidade e a capacidade de circulação. Assim, os valores mobiliários ou valores mobiliários não certificados podem ser negociados de acordo com o tipo e número de unidades, não podendo os direitos ser individualizados a pedido de um investidor ou modificados de outra forma (direitos idênticos).⁴⁵⁴ Além disso, a negociação baseada na normalização deve basear-se exclusivamente no preço e não deve ser associada à conclusão da negociação qualquer condição individualizada (processo de aquisição idêntico).⁴⁵⁵

b. Negociabilidade no mercado de capitais

A negociabilidade requerida como característica dos valores mobiliários transferíveis baseia-se na negociabilidade no mercado de capitais.⁴⁵⁶ Isto também requer que os títulos possam ser negociados em plataformas de negociação que regularmente carreguem posições de oferta

252

⁴⁵³ Direitos de valor, que são representados por fichas, por exemplo.

⁴⁵⁴ Cf. também Título I. Capítulo I.1.2 sobre padronização através de equivalência funcional no caso de *deposum irregulare*.

⁴⁵⁵ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2ª edição, § 1, nota de margem 56.*

⁴⁵⁶ O Del-VO 2017/568 sobre MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/568/oj, fornece em seu artigo 1 uma definição de livre negociabilidade. Por conseguinte, os valores mobiliários são considerados livremente negociáveis se *puderem ser negociados entre as partes numa transacção e subsequentemente transferidos e se todos os títulos pertencentes à mesma categoria do título em questão forem fungíveis.*

e procura em massa desses títulos por potenciais miríades de partes interessadas. Para além dos mercados regulamentados, MTF⁴⁵⁷ e OTF, o⁴⁵⁸ conceito de plataformas de negociação, que não está técnica nem legalmente definido, inclui internalizadores sistemáticos, ou seja, tanto a negociação em bolsa como OTC. O que importa⁴⁵⁹ não é a negociação real dos títulos, mas apenas a possibilidade básica de oferecê-los ou solicitá-los em grande quantidade. Por conseguinte, uma questão devidamente volumosa é indispensável desde o início. Ao contrário dos mercados regulamentados, no entanto, não há nenhuma exigência de flutuação livre.⁴⁶⁰

253 É irrelevante para o critério de negociabilidade se o mercado de capitais está organizado, ou seja, se é um mercado regulado e supervisionado pelo Estado ou não, uma vez que a negociabilidade se baseia em todos os mercados de capitais. O mercado de capitais não está explicitamente definido legalmente, mas em geral inclui não só os mercados regulamentados públicos ("bolsas de valores"), mas também os mercados de capitais privados, como os MTF e OTF acima mencionados, bem como os mercados OTC. Como tal, as bolsas descentralizadas (DEX) também⁴⁶¹ fazem parte dos mercados de capitais e financeiros. Como explicado acima, não é importante que os títulos ou valores mobiliários

⁴⁵⁷ Multilateral Trading Facility / Multilateral Trading System; MHS.

⁴⁵⁸ Sistema de Comércio Organizado / Sistema de Comércio Organizado; OHS.

⁴⁵⁹ OTC-Trade; sobre o balcão.

⁴⁶⁰ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, margem nº 54.

⁴⁶¹ Protocolos descentralizados baseados na Tecnologia de Ledger Distribuído, como a cadeia de blocos, que não têm operador central e são operados de facto pela soma dos seus utilizadores como um colectivo, ou seja, a própria rede. Se os instrumentos financeiros são negociados em tais redes peer-to-peer, também

escriturais sejam realmente negociados, mas é suficiente que a negociação desses produtos de investimento seja possível.⁴⁶²

Além disso, o elemento de comerciabilidade não requer comerciabilidade livre. De acordo com o Artigo 51 (1) da MiFID II, a livre⁴⁶³ negociabilidade só é exigida para a negociação em mercados regulamentados. Mesmo instrumentos com capacidade de transferência restrita podem, em princípio, constituir valores mobiliários transferíveis. O limite é estabelecido pelas disposições do direito das sociedades. Por exemplo, a negociabilidade não pode ser assumida no caso de ações de uma GmbH, uma vez que estas estão sujeitas a regulamentações especiais de transferência.⁴⁶⁴⁴⁶⁵⁴⁶⁶ Mesmo no caso de títulos registados, deve

254

conhecidas como organizações autónomas descentralizadas (DAO), que permitam a transmissão intransitável e incorruptível ("radiodifusão") dos Estados (em contraste com as redes de torrentes, que também são descentralizadas), as regulamentações do mercado financeiro também devem ser tidas em conta. Uma característica frequentemente encontrada desse DEX, em contraste com os mercados de capitais com um intermediário central, é que combinam a correspondência e a compensação e liquidação, pelo menos enquanto a liquidação não tiver curso legal, mas exclusivamente simbólica. Em termos de direito societário, coloca-se a questão de saber se essas redes descentralizadas ou DAOs são empresas sem personalidade (comunidades sob o direito pessoal) como uma simples parceria sob o Art 649 ff ou Art 680 ff PGR.

⁴⁶² BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, última emenda em 26.07.2018.

⁴⁶³ Art 40 (1) segundo parágrafo MiFID I; cf. Art 55b (5) Regulamento Bancário.

⁴⁶⁴ Obrigação de ter uma escritura notarial na Áustria, nos termos do § 76 § 2 GmbHG; exigência de notarialização pública no Registo Comercial da transmissão de uma participação numa sociedade, nos termos do artigo 403 § 4 PGR.

⁴⁶⁵ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, margem nº 54.

⁴⁶⁶ Enquanto no caso de títulos ao portador apenas o titular de um título pode fazer valer os direitos por ele evidenciados, no caso de títulos registados apenas

ser examinado caso a caso se são negociáveis no sentido acima mencionado. Decorre do artigo 35 (2) MiFID-DVO⁴⁶⁷ que mesmo os títulos que não são livremente negociáveis podem ser classificados como títulos negociáveis. No entanto, como explicado acima, a negociabilidade limitada exclui a admissão à negociação em um mercado regulamentado.

c. Transferibilidade

255 A negociabilidade no mercado de capitais pressupõe uma possibilidade frequente de circulação, razão pela qual não se pode atribuir especial relevância ao elemento da transferibilidade enquanto tal. A negociabilidade sob a lei do mercado de capitais exige mais do que a mera possibilidade de cessão. No que diz respeito à transferibilidade, a negociabilidade deve ser tida em conta em conformidade. Se a negociabilidade no mercado de capitais for dada, a transferibilidade também deve ser assumida.⁴⁶⁸

2.3.2 Acções, títulos negociáveis em acções e títulos não negociáveis em acções

256 Os valores mobiliários nos termos do Anexo 2 da Secção C da Lei Bancária podem ser estruturados de forma diferente. Por um lado, estão incluídos⁴⁶⁹ instrumentos de capital como acções ou acções de empresas (parcerias) ou instrumentos similares (acções), bem como certificados (certificados de depósito ou certificados de depósito) para esses

a pessoa em cujo nome o título está registado pode fazer valer os direitos por ele evidenciados.

⁴⁶⁷ Regulamento 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁴⁶⁸ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, Rz 55.

⁴⁶⁹ Anexo 2 Secção C No. 1 litro a para o BankG.

títulos (semelhantes a acções, como ETFs⁴⁷⁰) e, por outro lado, estão também incluídos instrumentos não representativos de capital como instrumentos de dívida e derivados ou produtos financeiros estruturados.⁴⁷¹ Os instrumentos de dívida são definidos como obrigações ou instrumentos de dívida (titularizados), incluindo certificados sobre os mesmos.⁴⁷² Contudo, tendo em conta a definição de valores mobiliários transferíveis, a ausência de uma titularização não pode levar à retirada do estatuto de instrumento financeiro.⁴⁷³

Os certificados de depósito referidos acima são certificados negociáveis 257 que representam a propriedade de acções ou ETFs⁴⁷⁴ e são cotados e negociados na moeda do mercado em que são negociados. A ideia subjacente aos certificados de depósito é facilitar a compra, detenção ou venda de valores mobiliários por investidores fora do seu mercado de origem, facilitando assim a negociação (indirecta) entre jurisdições dos instrumentos financeiros subjacentes aos certificados. O Subjacente representado pelos Certificados é depositado em um banco depositário atuando como custodiante. Assim, um certificado securitiza ou representa o depósito do direito a um instrumento financeiro e é, portanto, um instrumento ao abrigo da lei das obrigações (posição accionista ao

⁴⁷⁰ Exchange Traded Funds.

⁴⁷¹ Cf. sobre a terminologia *Seggermann* em *Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, Rz 58.

⁴⁷² Anexo 2 Secção C N.º 1 lit b ao BankG; é também comum a distinção entre títulos de capital (instrumentos de capital) e títulos não representativos de capital (instrumentos de dívida).

⁴⁷³ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, margem nº 58.

⁴⁷⁴ Ou, por exemplo, títulos. Neste caso, já não se trata, naturalmente, de um instrumento de capital, mas de um instrumento de dívida não patrimonial ou mesmo mais específico.

abrigo da lei das obrigações e, portanto, semelhante ao capital próprio).⁴⁷⁵

- 258 A definição no Anexo 2 Seção C No. 1 lit c da Lei Bancária - *todos os outros títulos que dão direito a comprar ou vender títulos ou que resultam num pagamento em dinheiro* - abrange formas de financiamento mezzanine ou produtos financeiros estruturados.⁴⁷⁶ Os produtos financeiros estruturados são instrumentos baseados em um ou mais instrumentos subjacentes e também têm uma componente derivada (combinação de um instrumento de caixa com um instrumento derivado para formar uma unidade económica e jurídica).⁴⁷⁷ O MiFIR define produtos financeiros estruturados como *títulos criados para garantir e transferir o risco de crédito associado a um conjunto de activos financeiros e que dão direito ao detentor dos títulos a receber pagamentos regulares que dependem do fluxo de caixa dos activos subjacentes*. Isto⁴⁷⁸ refere-se, em particular, à titularização de créditos em títulos garantidos por activos (asset-backed securities -

⁴⁷⁵ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2ª edição, § 1, Rz 93 e 99 em conexão com o Art 2 para 1 no. 27 MiFIR.

⁴⁷⁶ Art 2 (1) No 29 MiFIR em conjunto com Art 4 (1) No 44 lit c MiFID II.

⁴⁷⁷ BaFin, Circular 08/2017 (VA) - Instrumentos financeiros derivados e produtos estruturados de 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html

⁴⁷⁸ Art. 2 (1) No 28 MiFIR. Os produtos estruturados são tipicamente instrumentos financeiros derivados que consistem em vários componentes. Por exemplo, produtos de proteção de capital, produtos de melhoria de rendimento, produtos de participação ou produtos alavancados. Cf. Liechtenstein Bankers Association, Information Brochure on the types and risks of financial instruments, 3ª edição, edição electrónica n.º B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>, p 25 e seguintes.

ABS), que é normalmente realizada⁴⁷⁹ com o envolvimento de veículos de titularização com fins especiais. Outros títulos também incluem todas as opções padronizadas que representam materialmente obrigações com direitos⁴⁸⁰ adicionais de opção,⁴⁸¹ conversão ou troca⁴⁸² sobre instrumentos de capital, warrants (opções securitizadas) ou instrumentos que resultem em pagamentos em dinheiro.⁴⁸³

Os instrumentos de capital representam uma posição de propriedade 259 juntamente com uma participação nos lucros e prejuízos (distribuição de lucros sob a forma de dividendos) e geralmente com direito a voto, não estão limitados no tempo e têm um valor nominal (participação acionária). Os detentores de instrumentos de dívida, por outro lado, assumem uma posição credora e, portanto, não têm direito a uma participação nos lucros, mas sim ao reembolso da dívida e ao pagamento

⁴⁷⁹ Securitização de Veículos de Fins Especiais (SSPV). Para estas SSPV o Regulamento de Securitização ou Regulamento STS (simples, transparente e normalizado) será relevante no futuro, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (Status in 2019 for the EEA: Adopted act under scrutiny by EEA EFTA, <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402>, acessado em 15.09.2019, 17:24).

⁴⁸⁰ Uma obrigação convertível é uma obrigação com o direito de trocar a obrigação por ações da sociedade emitente, pelo que a obrigação deixa de existir após a conversão.

⁴⁸¹ Um warrant obrigacionista é uma obrigação com direito de opção de compra de ações do emitente. A obrigação continua a existir depois de a opção ter sido exercida. O direito de opção pode ser negociado separadamente em uma bolsa de valores.

⁴⁸² Os títulos permutáveis são títulos com direito a serem convertidos em ações de uma terceira empresa.

⁴⁸³ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, última emenda em 26.07.2018.

dos juros (juros da dívida).⁴⁸⁴ Além disso, eles são limitados por um termo.

2.3.3 Operações com derivativos

260 Além do Anexo 2 Seção C No. 1 lit c da Lei Bancária, os instrumentos financeiros derivativos também são definidos nos Nos. 4 a 10 leg cit.⁴⁸⁵

Por conseguinte, os derivados são instrumentos financeiros que derivam o seu valor do desempenho de um activo subjacente (underlying). Como existe uma posição de compensação para cada posição, os derivativos são um jogo de soma zero, já que os pagamentos dos dois juntos somam zero. É feita uma distinção entre operações condicionais ou assimétricas (opções) e operações a prazo incondicionais ou simétricas (futuros, forwards e swaps).⁴⁸⁶

261 Ao contrário das transacções a prazo incondicionais, as opções oferecem a opção de a transacção ser ou não executada na data de vencimento. Apenas uma parte contratante assume uma obrigação, enquanto a outra parte tem um direito, uma opção.⁴⁸⁷ É feita uma

⁴⁸⁴ As obrigações de cupão zero ou as chamadas obrigações de cupão zero são uma forma especial de obrigação em que não são acumulados ou pagos juros correntes. Os juros durante todo o prazo são pagos exclusivamente sobre a diferença entre o preço (mais baixo) no momento da emissão e o preço (mais alto) de resgate. Em outras palavras, uma obrigação de cupom zero é uma obrigação sem cupom de juros.

⁴⁸⁵ Com base no Art. 2 (1) No 29 MiFIR em conjunto com o Art. 4 (1) No 44 lit c e Anexo I Secção C (4 a 10) MiFID II; cf. também Art. 2 No 5 EMIR.

⁴⁸⁶ Cf. *Seggermann* em *Brandl/Saria, WAG*, 2ª edição, § 1, nota de margem 63.

⁴⁸⁷ Ver também os pares de definições chamada longa (direito de comprar) e a chamada curta (obrigação de vender), bem como a put longa (direito de vender) e a put curta antônima (obrigação de comprar). A posição longa corresponde ao proprietário e a posição curta ao escritor.

distinção entre opções americanas (direito ao desempenho dentro de um determinado período de tempo) e opções europeias (desempenho na data do vencimento), sendo que ambas as formas de opção se encontram tanto na Europa como na América, independentemente do nome que lhes for dado. O comprador de uma opção paga um prémio ao vendedor por este direito. O vendedor é obrigado a realizar a transação quando o comprador exerce a opção. A perda potencial do comprador equivale ao prémio da opção, enquanto o vendedor está exposto a uma perda potencial teoricamente ilimitada com um potencial de lucro limitado. Exemplos de opções são caps, floors, credit link notes ou credit default swaps.⁴⁸⁸

No entanto, no caso de derivados incondicionais ou simétricos, existem 262 direitos e obrigações equivalentes quando o contrato é celebrado. O risco também é simetricamente distribuído de acordo com o mesmo. Se o preço do ativo subjacente mudar, isso se reflete adequadamente nos perfis de lucros e perdas do comprador ou vendedor. Os benefícios acordados contratualmente devem ser cumpridos sem quaisquer outras condições. Forwards e futuros são normalizados e negociados em bolsas de futuros, enquanto os forwards são contratos privados sem qualquer normalização correspondente e são negociados no mercado de balcão, ou seja, OTC. Os⁴⁸⁹swaps, por outro lado, são transacções (padronizadas) de balcão que visam a troca de fluxos de caixa futuros (duas partes trocam os fluxos de caixa do instrumento financeiro de

⁴⁸⁸ Cf. *Seggermann* em *Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, nota de margem 63.

⁴⁸⁹ Os derivados OTC são contratos de derivados que, de acordo com o Artigo 2 No. 7 EMIR, não são executados em mercados regulamentados na acepção do Artigo 4 (1) No. 14 MiFID I. Compare a contrapartida dos derivados negociados em bolsa no Art. 2 Art. 1 no. 32 MiFIR.

uma parte pelos fluxos de caixa do instrumento financeiro da outra parte).⁴⁹⁰

- 263 Os contratos de derivativos são caracterizados como transações a termo, que diferem das transações no mercado à vista na medida em que a conclusão e o cumprimento de uma transação não coincidem. Especificamente, a data de conclusão relevante para o preço e a data de liquidação relevante para o valor desfazem-se ao longo do tempo, pelo que o valor depende do desempenho de uma variável de referência, o subjacente, que é utilizado como base. Isto significa que a conclusão e o cumprimento do contrato são separados, e a liquidação só é feita posteriormente.⁴⁹¹
- 264 Os derivados são utilizados tanto para a cobertura (operações de cobertura em relação a um preço para cobrir determinados riscos), como para a realização de lucros sem risco ao executar simultaneamente operações de compensação em diferentes mercados (arbitragem; exploração de ineficiências de mercado), e especulação (apostas) sobre a evolução futura de um preço (variável de mercado). É⁴⁹² de salientar que os contratos de derivados normalizados estão por vezes sujeitos a uma obrigação de negociação num mercado regulamentado, MTF ou OTF,⁴⁹³ desde que

⁴⁹⁰ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, nota de margem 63.

⁴⁹¹ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, Rz 62.

⁴⁹² *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, nota de margem 63.

⁴⁹³ Art 28º MiFIR.

estejam sujeitos a uma obrigação de compensação⁴⁹⁴⁴⁹⁵, admissão à negociação numa plataforma de negociação e liquidez suficiente.⁴⁹⁶

Em conexão com as fichas, surge a questão em particular se existe um contrato derivativo se uma ficha for emitida como titular, por exemplo, no padrão ERC-20 na cadeia de blocos Ethereum, e posteriormente será "trocada" pela moeda nativa de uma cadeia de blocos especialmente desenvolvida. No entanto, se tais fichas só forem emitidas numa fase intermédia da recolha de fundos durante a implementação técnica, a fim de serem trocadas ou resgatadas num momento posterior com uma relação de 1:1 contra a moeda nativa da própria cadeia do bloco, não existe nenhum derivado e, conseqüentemente, nenhum instrumento financeiro, uma vez que, neste caso, o ponto relevante em termos de

⁴⁹⁴ EMIR (European Market Infrastructure Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj>, prevê a obrigação de compensação de contratos de derivados OTC entre contrapartes financeiras (Financial Counterparty; FC) nos termos do n.º 8 do artigo 2.º do Regulamento UE 648/2012 e/ou entre contrapartes não financeiras nos termos do n.º 1 do artigo 10.

⁴⁹⁵ Teste do local.

⁴⁹⁶ Teste de Liquidez; Artigo 32, parágrafos 1 e 3 MiFIR em conjunto com o Artigo 5, parágrafos 2 e 4 EMIR em conjunto com DelVo 2016/2020, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2020/oj. Além disso, estas partes devem avaliar diariamente os derivados OTC em circulação (art. 11.º, n.º 2 EMIR em conjugação com os art. 16. A obrigação de fornecer garantias existe tanto para uma margem de variação (flutuação diária do mercado) como para uma margem inicial (garantias a serem apresentadas à câmara de compensação aquando da abertura de uma posição de contrato de derivados). EMIR a um repositório de transacções (entidade jurídica nos termos do artigo 2.º, n.º 2 EMIR) aplica-se a todas as transacções, alterações ou rescisões de contratos de derivados (derivados reportáveis nos termos do Anexo I, Secção C, n.º 4-10 da DMIF II) da CAF, NFC+, NFC e CCP (contrapartes centrais nos termos do artigo 2.)

preço no momento da conclusão não difere do ponto relevante em termos de valor no momento do cumprimento. Devido a uma relação de troca fixa, também não é possível especular sobre o desenvolvimento do preço ou do valor. Do ponto de vista económico e técnico, tais fichas também devem ser trocadas, pois de outra forma nunca conseguiriam cumprir a função pretendida e seriam efectivamente inúteis.

a. Derivados de commodities

266 Finalmente, a MiFID II alargou o seu âmbito de aplicação de modo a incluir os derivados de mercadorias. Estes são instrumentos financeiros de acordo com o Anexo I Seção C Nos. 5, 6, 7 e 10 da MiFID II.⁴⁹⁷ Incluem todas as opções, futuros, swaps e outros contratos de derivados relativos a mercadorias, o que deve ser entendido como significando que um derivado deve estar relacionado com o preço de uma mercadoria. Essas mercadorias não incluem serviços, curso legal, propriedade intelectual ou outros direitos.⁴⁹⁸

267 O conceito de bens deriva do regulamento delegado à MiFID II, segundo o qual os bens de natureza fungível devem ser entendidos como bens que podem ser entregues. Per verba legalia, isto inclui em particular os metais, bem como os minérios e várias ligas necessárias para este fim, produtos agrícolas e energia sob a forma de electricidade.⁴⁹⁹ Esta definição baseia-se no regulamento de aplicação da DMIF I.⁵⁰⁰ O

⁴⁹⁷ Art. 2 (1) No 30 MiFIR.

⁴⁹⁸ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, Rz 70.

⁴⁹⁹ Art 2 No 6 Del Regulamento 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁰⁰ Artigo 2 No 1 do Regulamento 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

considerando 22 deste regulamento de aplicação estabelece que o direito da União prevê várias excepções ao âmbito de aplicação do regime da DMIF para os derivados de mercadorias como instrumentos financeiros. Esta excepção foi finalmente confirmada no Artigo 2 (1) (j) MiFID II.⁵⁰¹

Assim, a MiFID II não se aplica a "pessoas que⁵⁰² *negoceiem por conta própria em derivados de mercadorias ou certificados de emissão ou derivados dos mesmos, incluindo market makers mas excluindo pessoas que negoceiem por conta própria ao executar ordens de clientes, ou pessoas que prestem serviços de investimento que não negoceiem por conta própria para clientes ou fornecedores da sua actividade principal em derivados de mercadorias ou certificados de emissão ou derivados dos mesmos*", a menos que " sejam utilizadas para este fim técnicas de negociação algorítmicas de alta frequência, esta é apenas uma actividade acessória, o principal serviço pode não ser a prestação de serviços bancários, de investimento ou de criação de mercado, e esta excepção é comunicada anualmente à autoridade de supervisão competente. 268

Os derivados de mercadorias são diferenciados em derivados relacionados com mercadorias (i) que devem ser liquidados em dinheiro ou podem ser liquidados em dinheiro a pedido de uma parte (Anexo 2 Secção C N^o 5 da Lei Bancária), (ii) que podem ser entregues fisicamente desde que estas mercadorias sejam negociadas num mercado regulamentado, MTF ou OTF (N^o 6 leg cit), (iii) que podem ser entregues fisicamente mas não estão listados no N^o 6 leg cit e servem fins não comerciais (N^o 7 leg cit). 269

⁵⁰¹ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2^a edição, § 1, nota de margem 69.

⁵⁰² Arte 2 (1) aceso j MiFID II.

b. Diferença em relação aos documentos tradicionais ou de mercadorias (direito civil)

270 Os derivativos de commodities, que derivam seu valor de commodities, não devem ser confundidos com as chamadas commodities ou títulos tradicionais. Os documentos tradicionais de direito comercial, tais como conhecimentos de embarque, notas de depósito ou de carregamento⁵⁰³ atestam o direito à entrega de um objecto real e representam o objecto de tal forma que, através da alienação desse documento tradicional, o objecto representado é simultaneamente disposto em termos de direito de propriedade.⁵⁰⁴ Em regra, esses documentos comerciais não constituem instrumentos financeiros, a menos que sejam padronizados.

271 Essa idéia básica também foi levada em conta no estabelecimento de um regulamento de radiodifusão de direito civil separado no TVTG⁵⁰⁵ e as fichas representam, por vezes, os mesmos títulos de direito civil ou, na ausência de securitização em um documento, direitos de valor ou direitos de propriedade. Os títulos de direito civil não podem ser equiparados ao conceito regulatório ou de direito público de títulos transferíveis e, portanto, aos instrumentos financeiros. Estes últimos constituem apenas um subconjunto de títulos (de direito civil). Pode ser deixado em aberto se, de acordo com as disposições do direito de propriedade, o pedido de restituição e, portanto, a propriedade pode ser "destilada" ou abstraída como um direito pleno de um objecto em si -

⁵⁰³ Cf. Art. 374 § 1 ADHGB e Art. 387 e Art. 504 SR.

⁵⁰⁴ BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, emenda pela última vez em 17.02.2014; Circular BaFin 6/1998 - Erläuterungen zur Grosskredit- und Millio-nenkreditverordnung, 05.05.1998

⁵⁰⁵ Cf. art. 1, n.º 1 litro a e título II da TVTG, emendado por BuA 2019/93.

com exceção das mercadorias que foram entregues a um transportador ou a um armazém⁵⁰⁶ - de todo, uma vez que deve ser regulamentado pela lei especial no Art. 7, n.º 1 TVTG que a alienação da ficha também tem o efeito da alienação do direito representado pela ficha. Assim, é possível simbolizar o direito de propriedade de todas as coisas imagináveis. Se esta sincronização do efeito legal entre a transferência de um token e o direito nele representado não ocorrer automaticamente, a pessoa obrigada pela eliminação do token deve assegurar este efeito.⁵⁰⁷ Também de acordo com o § 81a da Divisão Final da PGR, conforme emendado pelo Diário Oficial da União 2019/93, é possível representar todos os direitos em um direito de escritura pública.⁵⁰⁸

Mesmo que se deva assegurar, em princípio, que ao transferir a ficha, 272
nenhuma outra alienação de um objeto ao qual a ficha representa o direito de propriedade seja feita, é possível, sob aplicação análoga do direito de propriedade (geralmente referido no TVTG como "aplicação funcionalmente adequada"), que alguém adquira a ficha ou o direito de disposição sobre ela de boa fé, enquanto outro adquira o objeto representado por esta ficha na mesma boa fé. Aqui, também, deve aplicar-se analogamente que o adquirente de boa-fé do objecto tem precedência sobre o da ficha.⁵⁰⁹

⁵⁰⁶ Art. 504 SR.

⁵⁰⁷ Art 7 Parágrafo 2 TVTG.

⁵⁰⁸ Cf. os materiais legislativos BuA 2019/54, p 111.

⁵⁰⁹ Art 504 § 2 SR.

2.3.4 Unidades de participação em organismos de investimento colectivo

273 A Secção C N.º 3 do Anexo I da MiFID II define as unidades de participação em organismos de investimento colectivo como instrumentos financeiros. Isto refere-se a unidades de participação em todos os esquemas de investimento colectivo, o que foi clarificado pela lei nacional no Anexo 2 Secção C N.º 3 da Lei Bancária. De acordo com isto, são abrangidas as unidades de participação em organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (os chamados OICVM de acordo com a OICVMG⁵¹⁰), as unidades de participação em organismos de investimento⁵¹¹ e as unidades de participação em fundos de investimento alternativos (FIA).⁵¹²

274 Um fundo sob a égide da OICVMG é um organismo de⁵¹³ investimento colectivo cujo único objectivo é investir o dinheiro dos investidores (referidos como o público) em contas colectivas em valores mobiliários

⁵¹⁰ Artigo 3.º, n.º 1 linha 1 OICVMG (Lei sobre Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários com base na Directiva OICVM 2009/65/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

⁵¹¹ Artigo 3(1)(a) IUG.

⁵¹² Art. 4 n.º. 1 n.º. 1 AIFMG.

⁵¹³ Com referência a uma cadeia de blocos, na qual, por exemplo, as taxas de transação são pagas aos detentores de fichas no âmbito de um mecanismo de prova de participação, tal organismo também poderia ser assumido. O mesmo poderia ser argumentado em relação ao Bitcoin, uma vez que a potência de computação (ou pelo menos a electricidade necessária para isso) é disponibilizada no âmbito do mecanismo de prova de trabalho e poderia, portanto, representar um pooling de capital. A rede descentralizada poderia ser vista como uma simples empresa ou cooperativa e, portanto, como um organismo. No entanto, um regulador será praticamente impossível de encontrar em tecnologias descentralizadas.

e/ou activos financeiros líquidos de acordo com os princípios de diversificação do risco e pagar ou resgatar unidades de participação a pedido dos respectivos detentores; os OICVM são portanto sempre fundos abertos e só são adequados para fundos fechados AIF.⁵¹⁴ O OICVMG prevê a regulamentação do produto e só pode ser investido em acções ou títulos equivalentes, títulos de dívida e outros títulos negociáveis.⁵¹⁵ Embora as unidades de participação de um OICVM possam assim ser emitidas sob a forma de fichas de segurança, não é possível investir em moedas criptográficas clássicas, como o BTC ou o ETH.⁵¹⁶ No entanto, se os títulos admissíveis a partir dos quais os activos do fundo de um OICVM podem ser constituídos tiverem sido tokenizados, por vezes é possível investir em security tokens.

O AIFMG, por outro lado, não é um regulamento de produto, mas um regulamento de gestor e os investimentos não são restritos, mas são possíveis em todos os activos ou classes de activos. Existe um pooling de capital que é investido de acordo com uma estratégia de investimento definida, em benefício dos investidores. Além disso,⁵¹⁷ não existem restrições às categorias de investimento no AIFMG ou no AIFM-Directive⁵¹⁸. A definição de capital deve ser interpretada de forma muito abrangente e abrangente. A colecção de moedas criptográficas no sentido de fichas de protocolo como BTC ou ETH também pode abrir

⁵¹⁴ Cf. Art. 1 § 2 lit b UCITSD; cf. também *Volhard/Jang* em *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 1 KAGB, Rz 39.

⁵¹⁵ Art. 3 n.º 1 n.º 1 em relação ao n.º 16 e Art. 51 OICVMG.

⁵¹⁶ Esses fundos conhecidos como "crypto funds" só podem ser criados como AIF.

⁵¹⁷ Art. 4 n.º. 1 n.º. 1 AIFMG.

⁵¹⁸ Directiva 2011/61/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

o âmbito de aplicação do AIFMG, desde que os outros elementos constituintes sejam dados. Além de investir em moedas criptográficas, também é possível emitir as unidades do fundo sob a forma de fichas de segurança.⁵¹⁹

276 Os fundos ou organismos de investimento ao abrigo da IUA, por⁵²⁰ outro lado, são todos organismos de investimento colectivo (ou seja, esquemas de investimento colectivo) que não são OICVM nem FIA e que se destinam exclusivamente a investidores qualificados e não recolhem capital.⁵²¹ Em primeiro lugar, o capital a ser investido não é recolhido, mas sim formado um pool de risco entre os investidores que decidem investir em conjunto os activos que detêm ou detiveram num empreendimento de investimento.⁵²²

277 Nos termos do artigo 15º do GFIA, as acções ou unidades de participação de um FIA são consideradas valores mobiliários se estiverem normalizadas e forem negociáveis de acordo com os documentos constituintes do FIA e a sua transmissibilidade não for restringida. Isto significa que as características dos valores mobiliários também são levadas em conta no que diz respeito às unidades de participação de um fundo. Os valores mobiliários transaccionáveis podem geralmente ser

⁵¹⁹ De notar que a comercialização de unidades de participação ou acções de um AIF é harmonizada apenas para investidores profissionais (cf. n.º 1, segundo parágrafo, do artigo 43º da AIFMD). O Liechtenstein fez uso da cláusula de abertura de acordo com o n.º 1, primeiro parágrafo, do artigo 43º da AIFMD e de acordo com o artigo 129º e seguintes da AIFMG é possível comercializar FIA a investidores de retalho no Liechtenstein. No entanto, essas FIA não são elegíveis para passaporte.

⁵²⁰ Também IUG 2015; LGBl No 2016.045.

⁵²¹ Artigo 3(1)(a) IUG.

⁵²² BuA 2015/89, 25 f.

representados através de fichas, uma vez que a tokenização só é implementada a nível técnico sem interferir com as características ou características dos valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. Por conseguinte, é possível utilizar o passaporte europeu no que respeita às unidades de participação dos fundos, bem como aos valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, através do procedimento de notificação ("passaporte") dos prospectos de valores mobiliários aprovados no que respeita aos símbolos dos valores mobiliários, a fim de oferecer ao público na UE ou no EEE as unidades de participação ou os instrumentos financeiros simbólicos ou de os admitir à negociação num mercado regulamentado.⁵²³

2.3.5 Conclusão sobre a perspectiva de supervisão da tokenization

No sentido de um contentor, as fichas podem conter todos os direitos especificados pela DMIF II ou pela Lei Bancária que são titularizados por instrumentos financeiros e, portanto, também podem representar instrumentos financeiros - não como títulos físicos, mas como direitos desmaterializados de valor ou activos. Deve-se notar que as fichas formam apenas uma camada técnica e não constituem um tipo separado de instrumento financeiro. Uma conclusão diferente quanto à possibilidade de tokenização dos instrumentos financeiros seria fatal e muito

278

⁵²³ Para mais detalhes, ver as considerações sobre a lei de prospectos de valores mobiliários no Capítulo II.2.6; ver também a Comunicação FMA 2019/1, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf> p. 2, sobre a tokenização das ações dos fundos.

mais abrangente e, além disso, seria errada por razões de protecção dos investidores, pois, neste caso, todos os tokens de segurança teriam de ser negados o estatuto de instrumentos financeiros e zumbiriam em torno do mercado financeiro completamente livres de regulamentação, embora, em última análise, representem instrumentos financeiros.

279 A FMA Liechtenstein também declarou o seguinte em relação às unidades do fundo: *"As unidades de um fundo devem geralmente satisfazer os requisitos para os valores mobiliários transferíveis. Em princípio, a transferibilidade dos títulos é avaliada com base nos três critérios de transferibilidade, padronização e negociabilidade. Em contrapartida, a emissão de um certificado físico não é exigida [...], razão pela qual se pode assumir que a lei é tecnologicamente neutra (substância sobre forma). A este respeito, a tokenização não deve ser considerada como uma forma jurídica separada ou nova, mas resulta na obrigação de cumprimento de obrigações suplementares.*⁵²⁴

280 A negociabilidade exigida dos títulos negociáveis deve, em princípio, estar prevista nos termos e condições de emissão no momento da emissão dos tokens. Um obstáculo prático aqui é que não existem no Liechtenstein centros comerciais organizados que negociem instrumentos financeiros simbólicos. Também na UE ou no EEE, ainda não existem quaisquer MTF ou OTF que transaccionem fichas de segurança; um obstáculo adicional a este respeito é que as câmaras de compensação (CCP) e os depositários centrais de títulos (CSD) também teriam de converter os seus sistemas para instrumentos financeiros baseados em fichas. No entanto, é provável que tais sistemas se estabeleçam num

⁵²⁴ Comunicação FMA 2019/1 - Obrigações suplementares relativas à emissão e resgate, bem como a manutenção do registo de acções para fichas de acções de fundos de 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, p. 2.

futuro previsível e, por conseguinte, não existe qualquer restrição fundamental à comerciabilidade. A componente subjectiva da vontade de um emissor médio é conceber os tokens como transferíveis e negociáveis no mercado de capitais, independentemente de já existirem locais de negociação correspondentes. Caso contrário, isso levaria ao resultado de morder que, a partir de um momento ainda incerto no futuro, os requisitos de aprovação seriam desencadeados (a partir da possibilidade de facto de os tokens serem negociáveis numa plataforma de negociação a ser aprovada primeiro), altura em que a respectiva autoridade de supervisão nacional não seria capaz de desempenhar a sua função de supervisão na medida adequada devido a assimetrias de informação sobre o súbito estatuto de um token como instrumento financeiro.

2.4 Mercados regulamentados, MTF & OTF, SI

Com referência ao Anexo 2, Secção A, nº 1 linhas 8 e 9 da Lei Bancária, 281 a operação de uma facilidade de comércio multilateral (MHS) e de uma facilidade de comércio organizado (OHS) são ambas classificadas como serviços de investimento que requerem uma licença.⁵²⁵ Ambos os sistemas de direito privado são classificados sob o conceito de plataforma de negociação, além do mercado regulamentado de direito público (bolsa de valores, negociação oficial).⁵²⁶ Um MTF pode ser operado por bancos, empresas de investimento ou um operador de mercado.⁵²⁷ Uma OTF também pode ser operada como um serviço de investimento por

⁵²⁵ Art 30t BankG.

⁵²⁶ Art 3a para. 1 no. 5 Lei Bancária ou Art 4 no. 24 MiFID II.

⁵²⁷ Administrador e/ou operador de um mercado regulamentado de acordo com o Art 3a para. 1 no. 12 da Lei Bancária.

estas pessoas. No que diz respeito às empresas de investimento, o foco está na licença completa como empresa de investimento e não naquelas com autoridade administrativa.⁵²⁸

282 Neste contexto, um mercado regulamentado é "*um sistema multilateral operado e/ou gerido por um operador de mercado que reúne dentro do sistema os interesses de um grande número de terceiros na compra e venda de instrumentos financeiros admitidos à negociação segundo as regras do sistema, de acordo com regras não discricionárias para a celebração de um contrato*".⁵²⁹

283 Um sistema multilateral é definido como "*um sistema ou mecanismo que reúne múltiplos interesses de compra e venda de terceiros em instrumentos financeiros dentro do sistema*" (ou seja, a correspondência de ordens correspondentes em instrumentos financeiros, com locais de negociação que também visam a correspondência para fins de celebração de contratos).⁵³⁰ Multilateral neste sentido significa que uma pessoa pode interagir com pelo menos duas outras na sua intenção comercial.⁵³¹

⁵²⁸ Cf. para a definição de empresas de investimento e serviços de investimento, incluindo suas exceções Art. 3 § 2 Lei Bancária e Art. 15 Lei Bancária em conjunto com Art. 2 Portaria Bancária. Alternativamente, também pode ser utilizado o nº 2 do Artigo 28º em conjunto com o Artigo 29º CRD IV. Estas últimas disposições centram-se nos requisitos mínimos de capital dos diferentes tipos de empresas de investimento, em função dos serviços de investimento que prestam. Embora o Artigo 3a para. 1 lit. 6b da Lei Bancária declare explicitamente quais as pessoas que podem operar um MTF, este não é o caso ao abrigo da lei nacional no Artigo 3a para. 1 lit. 6b da Lei Bancária no que diz respeito a um OTF. O considerando 121 da MiFID II deixa claro, contudo, que os operadores de mercado também podem operar uma OTF.

⁵²⁹ Artigo 3a nº 1 linha 6 BankG.

⁵³⁰ Artigo 3a parágrafo 1 linha 6a da Lei Bancária.

⁵³¹ Müller/Meljnik em Wohlschlägl-Aschberger (Hrsg), MiFID II, 2.2 A OTF como uma facilidade de negociação multilateral.

No que diz respeito aos mercados regulamentados, é de salientar que o acesso a estes mercados é tratado de forma muito restritiva a nível jurídico. Apenas bancos e empresas de investimento e outras pessoas podem ser admitidos como membros ou participantes em mercados regulamentados, desde que sejam suficientemente idóneos, possuam competência suficiente em relação à negociação, possuam a estrutura organizacional necessária e possuam recursos financeiros suficientes para desempenhar as suas funções.⁵³² Uma discussão mais aprofundada dos mercados regulamentados pode ser dispensada, especialmente porque o Liechtenstein nem sequer tem uma Lei da Bolsa de Valores separada, o que torna uma discussão mais extensa largamente impossível. 284

Consequentemente, é essencial para os sistemas multilaterais que um contrato de compra ou venda de instrumentos financeiros seja celebrado ou que interesses mútuos sejam reunidos num sistema - esta pode ser uma plataforma baseada em software ou outro conjunto de regras (neutralidade tecnológica). A compensação e liquidação é normalmente efectuada por câmaras de compensação centrais e por depo- 285

⁵³² Artigo 55d(1) Portaria bancária. Cf. par. 2 leg cit, segundo o qual os membros e participantes não têm de cumprir as obrigações do Art. 8a a 8h BankG, segundo o qual estas obrigações, que são dirigidas aos bancos e empresas de investimento, devem, em qualquer caso, ser cumpridas perante os seus clientes. Assim, é também claro que apenas intermediários financeiros licenciados podem participar em tais centros comerciais.

sitários centrais de títulos, caso contrário poderão ser necessárias aprovações adicionais.⁵³³ Além disso, o foco nos instrumentos financeiros é particularmente notável. Por conseguinte, os centros comerciais multilaterais são utilizados para o comércio de instrumentos financeiros e não para o comércio de mercadorias. Por conseguinte, é de notar que as fichas e moedas criptográficas nunca podem ser negociadas em toda a sua diversidade de tipos num mercado regulado pela lei do mercado financeiro. Apenas as fichas que representam instrumentos financeiros podem ser negociadas nestes mercados.⁵³⁴ Deve-se notar que a Lei Bancária Alemã trata não só os valores mobiliários transferíveis ao abrigo da DMIF II, mas também as chamadas unidades de conta como instrumentos financeiros ao abrigo da legislação nacional.⁵³⁵ As fichas, que - de acordo com a lei do Liechtenstein - não representam instrumentos financeiros (e também nenhuma moeda electrónica; como as moedas virtuais BTC ou ETH), não podem e não podem ser negociadas no Liechtenstein num local de negociação como um MTF, devido à falta de classificação como instrumentos financeiros. Na Alemanha, por outro lado, uma bolsa de valores criptográfica que tenha uma estrutura multilateral e se relacione com fichas que representem conteúdo digital ou moedas virtuais, de acordo com o entendimento do Liechtenstein, e que combine interesses de compra e venda com respeito a tais fichas,

⁵³³ Por exemplo, os fluxos de caixa resultantes da liquidação de uma transacção com instrumentos financeiros representariam a prestação de serviços de pagamento que requerem autorização. A obrigação de compensação para os contratos de derivados OTC normalizados, nos termos do artigo 4º do EMIR, também deve ser observada.

⁵³⁴ Ver *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4ª edição, 2011, Rz 4.65.

⁵³⁵ § Secção 1 (11) (7) KWG - "Unidades de conta".

também deve solicitar e obter uma licença como empresa de investimento com um MTF ou OTF.⁵³⁶

Apenas participantes qualificados podem participar no mercado regulamentado. A participação num sistema de negociação multilateral (MTF) tem por modelo⁵³⁷ este regime. De acordo com a legislação comunitária, o acesso a um MTF é regulado tão estritamente como o acesso a mercados regulamentados. Nas leis nacionais do Liechtenstein, isto resulta do Art 55m par. 2 BankV em conjugação com o Art 55l par. 1 lit e no. 3 BankV em conjugação com o Art 55d par. 1 BankV.⁵³⁸ Tanto para os MTF como para os OTF, o acesso aos sistemas de negociação deve ser baseado em critérios transparentes, objectivos e não discriminatórios.⁵³⁹ As OTFs não devem exigir que os membros ou clientes sejam membros de compensação directa de uma contraparte central (CCP).⁵⁴⁰

287

⁵³⁶ Ver *Patz*, Trading Platforms for Crypto Currencies and Cryptoassets, BKR 2019, S 435.

⁵³⁷ Artigo 18 (3) em conjunto com o Artigo 19 (2) em conjunto com o Artigo 53 (3) MiFID II ou Artigo 14 (4) em conjunto com o Artigo 42 (3) MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>.

⁵³⁸ Clientes de varejo ou investidores não profissionais não podem, portanto, participar de um MTF. Apenas investidores profissionais ou institucionais (contrapartes elegíveis) podem participar como membros negociadores. Estes estão definidos no Anexo II da MiFID II e no Anexo 1 da Lei Bancária.

⁵³⁹ Ver Art 35 e 36 MiFIR.

⁵⁴⁰ Perguntas e Respostas ESMA70-872942901-38 de 12.07.2019, Multilateral e sistemas bilaterais (última atualização em 02.04.2019), Pergunta 3, última atualização em 07.07.2017 (p 36 f), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf

As empresas de investimento são obrigadas a negociar em acções em mercados regulamentados, MTFs, OTFs, SI ou equivalentes em locais de negociação de terceiros. Este requisito pode⁵⁴¹ efectivamente proibir as empresas de investimento de negociar fora desses locais de execução, tais como uma bolsa descentralizada (DEX), a menos que essa negociação em acções (incluindo na forma de fichas) não seja sistemática, irregular, ad hoc ⁵⁴²e pouco frequente, ou seja concluída entre contrapartes elegíveis e/ou profissionais.⁵⁴³

288 Os mercados regulamentados e os MTF abrangem ambos a negociação organizada, com exclusão dos sistemas bilaterais. Em sistemas bilaterais, uma empresa de investimento ou operador de mercado realiza transações por sua própria conta (negociação própria). Uma empresa de investimento que negocia por conta própria não actua como intermediário sem risco entre comprador e vendedor, como é o caso dos espaços de negociação onde se efectua a correspondência de interesses (e, por conseguinte, a negociação por agência em oposição à negociação principal)⁵⁴⁴ (relação multilateral).

289 O termo "sistema" utilizado nas disposições sobre mercados regulamentados e MTF, e a partir da MiFID II também nas disposições sobre OTF, deve ser visto como neutro do ponto de vista tecnológico e

⁵⁴¹ Isto também se aplica a um criador de mercado OTC.

⁵⁴² Contraparte parcialmente equivalente dos critérios para internalizadores sistemáticos.

⁵⁴³ Artigo 23 (1) MiFIR; as transacções com determinados contratos derivados estão também sujeitas a uma obrigação de negociação, Artigo 32 (1) em conjunto com o Artigo 28 (1) MiFIR.

⁵⁴⁴ Cf. Capítulo II.2.4.5 sobre as diferenças entre o comitente combinado e a agência.

abrange tanto os mercados que são implementados apenas com base num conjunto de regras e regulamentos, como os mercados que compreendem um conjunto de regras e regulamentos em conjunto com uma plataforma de negociação. Nenhum sistema de natureza técnica precisa de ser utilizado para reunir interesses e, em última análise, ordens. Tal sistema é definido como um conjunto de regras e regulamentos que estabelecem os requisitos de adesão, negociação entre membros, instrumentos financeiros negociáveis, obrigações de informação e, quando aplicável, obrigações de transparência.⁵⁴⁵

Um MTF pode negociar uma vasta gama de instrumentos financeiros, especialmente instrumentos de capital; este não é o caso de um OTF. Ao contrário dos mercados regulamentados, não há obrigação de contratação de MTFs e OTFs.⁵⁴⁶ 290

A característica que visa reunir os interesses de compra e venda deve ser interpretada extensivamente e inclui não só ordens e citações, mas também puras expressões de interesse. No que diz respeito à suficiência das manifestações de interesse e à interpretação geral e ampla, a existência de uma plataforma de negociação organizada não falhará com regularidade neste elemento. É importante notar que os interesses são reunidos com base nas regras determinadas do sistema ou de acordo com os protocolos do sistema e procedimentos operacionais internos do operador. Ao contrário das OTFs, estas regras não devem permitir 291

⁵⁴⁵ Ver o considerando 6 MiFID I.

⁵⁴⁶ A situação é diferente para os mercados regulamentados; ver a literatura austríaca de *Seiffert*, *Börsen und andere Handelssysteme in Kümpel/Wittig* (Hrsg), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4ª edição, 2011, Rz 4.59.

qualquer discricção em relação a interferências concebíveis entre interesses e são, portanto, não discricionárias. De acordo com a definição legal, o agrupamento de interesses deve ser tal que resulte na celebração de um contrato. As OTF, por outro lado, podem funcionar em parte de acordo com certas regras discricionárias estabelecidas, que são especificadas em termos e condições gerais ou condições comparáveis.⁵⁴⁷

292 Por último, é de salientar que os instrumentos financeiros simbólicos negociados em mercados regulamentados, MTF ou OTF estão também sujeitos ao Regulamento dos CSD e, por conseguinte - mesmo que tal possa por vezes contradizer a natureza descentralizada da tecnologia - devem ser depositados num CSD.⁵⁴⁸

2.4.1 Multilateral Trading Facility (MTF)

293 Um MTF é um sistema multilateral no qual um contrato é celebrado através de instrumentos financeiros correspondentes dentro do sistema de acordo com regras não discricionárias.⁵⁴⁹ Segundo regras não discricionárias, os acordos de direito privado devem ser considerados livres de qualquer discricção, que difere das regras de negociação não discricionárias estatutárias ou de direito público para mercados regulamentados. Assim sendo, um operador de um MTF não pode efectuar transacções ao seu critério e não pode intervir numa base discricionária, por

⁵⁴⁷ Ver o considerando 6 MiFID I.

⁵⁴⁸ CSDR (Central Securities Depositories Regulation, Regulation EU 909/2014), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>. CSDR, a detenção de valores mobiliários admitidos à negociação em plataformas de negociação só é aplicável aos valores mobiliários emitidos após 1 de Janeiro de 2023 por meio de transferências escriturais, ou a todos os valores mobiliários, a partir de 1 de Janeiro de 2025.

⁵⁴⁹ Artigo 3a n.º 1 linha 6b BankG.

exemplo, através da correspondência de ordens de clientes no sentido de uma negociação principal emparelhada.

Os MTFs não podem negociar por conta própria ou contra o seu próprio livro e devem ter pelo menos três membros.⁵⁵⁰ Os MTFs estão sujeitos a requisitos inferiores aos dos mercados regulamentados. Isto tem um impacto particular na autorização.⁵⁵¹ Os operadores de MTF devem, em particular, tomar precauções para assegurar que a limitação de riscos, tal como a diversificação de riscos, seja implementada. Além disso, devem ser implementados mecanismos eficientes de negociação sem atritos e devem estar sempre disponíveis recursos financeiros suficientes.⁵⁵²

295

⁵⁵⁰ Ver Art 18 (7) e Art 19 (5) MiFID II.

⁵⁵¹ Cf. o regime de autorização separada para os mercados regulamentados no Título III (artigo 44.º e seguintes) da DMIF II e o das empresas de investimento no Título II (artigo 5.º e seguintes) da DMIF II.

⁵⁵² Artigo 19 (3) MiFID II.

A cotação ou admissão à negociação em um MTF também implica obrigações pós-admissão para os emissores de instrumentos financeiros. Por exemplo, também devem cumprir⁵⁵³ a obrigação de publicidade ad hoc e outras disposições do MAR⁵⁵⁴ ou MAD.⁵⁵⁵⁵⁵⁶ Em geral, o operador de um MTF deve acordar o acesso ao sistema com as regras de acesso dos mercados regulamentados. No que respeita às regras organizacionais, as diferenças entre as duas plataformas de negociação - MTF e mercado regulamentado - são mínimas.⁵⁵⁷ Deve notar-se que as disposições de protecção do investidor em transacções realizadas por uma empresa de investimento na sua qualidade de operador de um MTF não são tidas em conta.⁵⁵⁸

- 296 Para os MTFs, além da estrutura tradicional, existe também a possibilidade de registo como um mercado de crescimento de PME. Os⁵⁵⁹ requisitos para esses mercados são que pelo menos 50% dos emitentes

⁵⁵³ Publicação de informações privilegiadas de acordo com o Art 17 MMVO.

⁵⁵⁴ Market Abuse Regulation EU 596/2014, também MMVO (Market Abuse Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

⁵⁵⁵ Directiva 2014/57/UE sobre o abuso de mercado, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>. Note que nem o MAR nem o MAD são aplicáveis no Liechtenstein. A Lei de Abuso de Mercado e a Portaria de Abuso de Mercado do Liechtenstein ainda se baseiam na Directiva 2003/6/CE ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj>. Na ausência de uma decisão do Comité Misto do EEE, o MMVO também não é directamente aplicável ao Listenstaine.

⁵⁵⁶ Art 31 (1) MiFID II aplica-se igualmente a MTF e OTF.

⁵⁵⁷ Atz 19 (2) em conjunto com o art. 18 (3) em conjunto com o art. 53 (3) MiFID II.

⁵⁵⁸ Art 19 (4) em conjunto com Art 24, 25, 27, 28 MiFID II. Os membros ou participantes de um MTF devem, no entanto, cumprir estas disposições em relação aos seus clientes se executarem as suas ordens.

⁵⁵⁹ Artigo 33 MiFID II e Artigo 30t (6) Lei Bancária.

sejam pequenas e médias empresas, que sejam definidos critérios adequados para a admissão dos instrumentos financeiros dos emitentes, que seja disponibilizada informação suficiente sobre a admissão primordial para permitir decisões de investimento informadas, que sejam cumpridas as disposições da Portaria sobre Abuso de Mercado, incluindo a prevenção de abuso de mercado, e que um emitente comunique relatórios financeiros numa base contínua. Nos mercados de crescimento das PME, os interesses da confiança dos investidores das PME face aos da carga administrativa dos emitentes estão em tensão.

Os serviços de compensação e custódia resultantes de uma transacção num MTF devem ser prestados por instituições autorizadas para estas funções (contraparte central ou CCP para a compensação de derivados - que também podem ser representados num código de segurança - e uma central de depósito de títulos ou CDT para a liquidação de transacções em instrumentos financeiros detidos na transferência de títulos). 297

Para instrumentos financeiros como definidos pela MiFID II,⁵⁶⁰ aplica-se o MiFIR, o que significa que um MTF tem de cumprir os requisitos de transparência pré e pós-negociação. Isto significa, por exemplo, que os actuais preços de compra e venda e interesses comerciais, bem como o preço, volume e calendário das transacções devem ser publicados (Artigos 3 a 10 MiFIR). 298

Um MTF tem interesse em trabalhar com uma CCP porque, por um lado, uma CCP é colocada entre o comprador e o vendedor (contraparte 299

⁵⁶⁰ Estes também abrem o âmbito de aplicação da legislação sobre abuso de mercado e exigem que os participantes do MTF cumpram as disposições contra as operações de iniciados e o abuso de mercado.

central), o que resulta num exusus de risco menos complexo, e, por outro lado, os riscos de liquidação (risco de incumprimento da contraparte na liquidação) são reduzidos ao compensar transacções entre várias contrapartes (netting) através da exigência de garantias.⁵⁶¹

- 300 Os derivativos negociados em um mercado regulamentado devem ser compensados por um CCP. Além disso,⁵⁶² as transacções em derivados devem ser reportadas a um repositório de transacções registado ou reconhecido.⁵⁶³
- 301 Os Tokens que se qualificam como instrumentos financeiros e são admitidos e negociados numa plataforma de negociação devem ser emitidos de forma desmaterializada a partir de 01.01.2023 e 01.01.2025, respectivamente, e devem ser registados e mantidos sob a forma escritural (na transferência de títulos) por uma central de depósito de títulos.⁵⁶⁴
- 302 De acordo com a legislação da UE, deve ser concedido acesso não discriminatório tanto a um CCP⁵⁶⁵ como a um CSD.⁵⁶⁶ Isso significa que existe um direito legal de acesso a essas instalações, mas deve-se levar

⁵⁶¹ Ver, por exemplo, o considerando 66 EMIR.

⁵⁶² Art 2 (1) No 29 em conjunto com Art 29 (1) MiFIR. Arg e contrario, as transacções com instrumentos financeiros que não são derivados não estão sujeitas a compensação. Decorre do n.º 1 do artigo 55.ºq que um MTF também pode celebrar acordos sobre a compensação e/ou liquidação de transacções dentro do sistema com uma contraparte central ou câmara de compensação (CCP) e um sistema de liquidação (CSD) de outro Estado membro do EEE.

⁵⁶³ Artigo 9º em conjugação com o artigo 55º ou o artigo 77º do EMIR.

⁵⁶⁴ Art 3 Abs 1 iVm Art 76 Abs 2 CSDR (Central Securities Depository Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>.

⁵⁶⁵ Artigo 37º da EMIR.

⁵⁶⁶ Arte 33 CSDR.

em conta que a maioria das instituições existentes deve primeiro implementar uma interface técnica para a cadeia de blocos, a fim de poder realmente alimentar os tokens de segurança, que representam instrumentos financeiros, com esses sistemas de negociação regulados.

De notar também que um operador de um MTF pode prestar serviços 303 auxiliares nos termos do Anexo 2 da Secção B da Lei Bancária e do Anexo I da Secção B da MiFID II, bem como serviços auxiliares não regulamentados.⁵⁶⁷ Um conflito com o Art. 19 (5) MiFID II não surge aqui, uma vez que a execução de ordens do cliente ou negociação própria no sentido da MiFID II está sempre relacionada com instrumentos financeiros (Anexo I Seção A Nos. 2 e 3 da MiFID II). É de notar que os serviços auxiliares regulamentados e não regulamentados não podem ser notificados por si só ao abrigo do sistema de passaportes da UE.⁵⁶⁸

⁵⁶⁷ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), Versão 42 Setembro 2019, Secção 13.3, Serviços e Actividades de Investimento, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, acedido a 15 Setembro 2019.2019, 17:39 - *"uma empresa de investimento [...] pode requerer direitos de passaporte que incluam serviços auxiliares [...] se os serviços auxiliares forem [executados] juntamente com um ou mais serviços e actividades de investimento; e se o serviço auxiliar for também uma actividade regulamentada [...]"*, arg e contrario, deve também ser possível a uma empresa de investimento que opera um MTF prestar serviços auxiliares ordinários que não constituam serviços de investimento na acepção da Secção B do Anexo I da DMIF II e que, por conseguinte, não sejam passportáveis.

⁵⁶⁸ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), Versão 42 Setembro 2019, Secção 13.3, Serviços e Actividades de Investimento, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, acedido a 15 Setembro 2019.2019, 17:39; cf. também *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, p. 249 (264 f), onde deve ser realizada uma separação organizacional, uma vez que um MTF é um

2.4.2 Conclusão MTF

304

A seguir, o esquema abstrato acima é usado para mostrar de forma simplificada como uma transação específica é normalmente executada em um MTF:

1. Uma transacção é concluída entre dois membros negociadores (intermediários financeiros autorizados) de um MTF através da

sistema multilateral que reúne os interesses de compra e venda em relação a instrumentos financeiros para efeitos de celebração de um contrato. Isto é, as fichas que representam instrumentos financeiros e as fichas que não representam instrumentos financeiros não podem ser detidas na mesma plataforma de negociação. Uma distinção clara é feita na ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 de Janeiro de 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, Rz 179 (p. 39 f), por outro lado, implica que fichas que representam instrumentos financeiros e fichas que não representam instrumentos financeiros podem ser negociadas na mesma plataforma de negociação (*“os investidores podem não distinguir facilmente entre as fichas criptográficas que estão no âmbito das regras dos serviços financeiros da UE e as que não estão, especialmente quando estão disponíveis para negociação nas mesmas plataformas”*). Mesmo que um e o mesmo operador ofereça negociação em instrumentos financeiros e fichas simbólicas, que não são instrumentos financeiros nem dinheiro electrónico, esta não é a mesma plataforma ou plataforma de negociação. Contudo, o operador de um MTF também pode operar uma plataforma de negociação para fichas não regulamentadas isoladamente do MTF (na qual as fichas que representam instrumentos financeiros estão listadas). Isto também contraria, por exemplo, outras leis do mercado financeiro, como o Artigo 24 (1) VersAG. Esta disposição proíbe as companhias de seguros de se envolverem em actividades que não estejam relacionadas com seguros. Isto segue a lógica de que o fundo de seguros seria atacado de outra forma. A DMIF II e a Lei Bancária não contêm um telos semelhante ou uma disposição comparável, o que também defende a permissibilidade da execução de serviços auxiliares não regulamentares por um intermediário financeiro, como uma empresa de investimento, desde que se verifique uma separação organizacional.

- plataforma de negociação do MTF; se aplicável, com o objectivo de cumprir uma ordem subjacente de um cliente final (comprador ou vendedor económico);
2. A transacção (os juros agrupados) é transmitida pelo MTF à câmara de compensação (Contraparte Central; CCP);⁵⁶⁹
 3. A compensação tem lugar entre a câmara de compensação e os membros da câmara;
 4. Tem lugar uma reconciliação entre os membros compensadores e os membros negociadores (determinação dos créditos recíprocos);
 5. A câmara de compensação (CCP) transmite instruções ao agente de liquidação para a liquidação (Central de Depósito de Títulos; CSD);
 6. A plataforma de liquidação (CVM) efectua então a transferência efectiva dos instrumentos financeiros em questão e assegura também a transferência efectiva dos fundos correspondentes; a liquidação é efectuada por lançamento contabilístico;
 7. Em última análise, a reconciliação entre os membros da CDT e os membros de compensação tem lugar.

2.4.3 Sistemas de Negociação Organizada (OTF)

Os sistemas de negociação organizados diferem dos MTF principalmente na medida em que a correspondência de interesses se limita a

305

⁵⁶⁹ O objetivo da compensação é assegurar uma liquidação posterior sem erros e, portanto, a transferência de propriedade.

instrumentos não representativos de capital, nomeadamente obrigações, produtos financeiros estruturados, certificados de emissão ou derivados,⁵⁷⁰ e que esta correspondência também pode ser efectuada de acordo com regras fixas discricionárias, portanto discricionárias, desde que os requisitos de transparência pré-negociação sejam cumpridos e a melhor execução possível seja cumprida.⁵⁷¹ Isto significa que um operador OTF é livre para decidir até que ponto as ordens do cliente são especificamente combinadas dentro do sistema. As OTFs podem, em princípio, não executar ordens de clientes utilizando capital próprio e não podem executar ordens contra o seu próprio livro, com excepção das obrigações do Estado. Como⁵⁷² resultado, as OTFs não têm participantes de negociação, mas clientes, uma vez que só podem agir bilateralmente de forma limitada (negociando por conta própria e, portanto, não correspondendo às ordens dos clientes).⁵⁷³

306 Neste contexto, existe uma diferença marcante entre uma OTF e um MTF ou mercados regulamentados. As OTF são livres de decidir se querem ou não ser autorizadas ou limitadas a participar no seu sistema, enquanto que os MTF e os mercados regulamentados têm regras claras sobre quem pode participar nestes sistemas. As OTF não têm participantes mas clientes em certos casos (no que respeita às obrigações do Tesouro), devido à possibilidade legal de aparecimento bilateral limitado em transacções legais, uma vez que podem actuar não só como

⁵⁷⁰ Com excepção dos derivados que estão sujeitos à obrigação de compensação nos termos do artigo 5º do EMIR (artigo 55ºn nº 3 da Portaria Bancária).

⁵⁷¹ Artigo 3a parágrafo 1 linha 6c da Lei Bancária.

⁵⁷² Instrumentos de dívida pública para os quais não existe mercado líquido, de acordo com os nºs 1 e 5 do artigo 55n da Portaria Bancária.

⁵⁷³ Art 20 (1) a (6) MiFID II

intermediários sem risco mas também como contrapartes bilaterais, para além de agruparem interesses. Os parâmetros de admissão mencionados podem, por exemplo, estar relacionados com os requisitos de latência mínima. No entanto, estas regras também devem ser transparentes e não discriminatórias para as OTFs. Assim, as OTFs são menos restritas na admissão de clientes ou na execução de ordens de utilizadores da plataforma do que os MTFs ou os mercados regulamentados. No entanto, uma OTF pode executar uma ordem do cliente quando decide fazê-lo, mas não pode desviar-se unilateralmente das instruções do cliente em relação à compra ou execução.⁵⁷⁴

As disposições sobre transparência pré e pós-negociação e melhor execução só podem ser aplicadas a uma OTF quando a Negociação Principal Combinada é executada. Para um MTF, estas normas aplicam-se ao longo de todo o processo, uma vez que o MTF pode não funcionar bilateralmente.⁵⁷⁵ 307

O exercício da discricção mencionada no início desta secção diz respeito à decisão de colocar ou retirar ordens numa OTF (order discretion)⁵⁷⁶ e à decisão se uma ordem específica será ou não equiparada com as já existentes no sistema (num determinado momento) (critério de 308

⁵⁷⁴Considerando 14 MiFID II.

⁵⁷⁵ Ver Art 24 ff MiFID II; Art 8e BankG.

⁵⁷⁶ Art 55n para. 8 litro um BankV; somente na medida em que isso não entre em conflito com quaisquer instruções do cliente. Seria concebível que o operador de uma OTF execute uma ordem parcialmente numa plataforma de negociação e depois encaminhe a ordem restante para outra plataforma de negociação, ou que uma ordem já colocada seja totalmente cancelada, uma vez que um melhor resultado pode ser alcançado noutra plataforma de negociação.

execução)⁵⁷⁷. São necessárias regras transparentes para o exercício do poder discricionário e as regras de protecção do investidor aplicam-se à execução das ordens.⁵⁷⁸

309 Finalmente, é de notar que a OTF e os Internalizadores Sistemáticos (SI) não são operados pela mesma entidade jurídica. Também não deve haver ligações entre uma OTF e uma SI ou outra OTF.⁵⁷⁹

2.4.4 Internalizadores Sistemáticos (SI)

310 Os internalizadores sistemáticos são empresas de investimento (ou, ao abrigo da legislação nacional, bancos)⁵⁸⁰ que⁵⁸¹, quando executam ordens de clientes sem operar um sistema multilateral, frequentemente e

⁵⁷⁷ Art. 55n para. 8 lit b Ordem Bancária; se, por exemplo, uma ordem para 1000 unidades de um instrumento financeiro for igualada no lado da oferta por duas ordens correspondentes no lado da procura, um operador OTF pode decidir se, até que ponto e como executar a ordem (num MTF, no entanto, a execução da ordem seria organizada sem qualquer discricção). Esta discricção deve estar de acordo com as instruções do cliente e com a Melhor Política de Execução.

⁵⁷⁸ Obrigações de informação nos termos do Art 24^o MiFID II; avaliação da adequação e oportunidade nos termos do Art 25^o MiFID II; obrigação de executar ordens da forma mais favorável para o cliente (obrigação de melhor execução) nos termos do Art 27^o MiFID II e das regras de processamento de ordens do cliente (Art 28^o MiFID II).

⁵⁷⁹ Artigo 20 (4) MiFID II; Artigo 55n (6) Regulamento Bancário; ver também considerando 17 da DelVO 2017/565 sobre MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁸⁰ Artigo 3a parágrafo 1 linha 34 da Lei Bancária.

⁵⁸¹ A negociação por conta própria na acepção do Artigo 4 (1) No. 2 MiFID II não é considerada como negociação por conta própria se *uma empresa de investimento participar, com o objectivo ou efeito de realizar de facto transacções back-to-back sem risco num instrumento financeiro fora de uma plataforma de negociação, em*

em medida significativa negociam por sua própria conta de forma organizada e sistemática. As⁵⁸² IS são, portanto, infra-estruturas semelhantes às do mercado⁵⁸³, mas apenas envolvidas no comércio bilateral.

A MiFID II não define o elemento constitutivo do regime bilateral e, portanto, só permite uma definição negativa. A distinção não se baseia nas modalidades de execução de ordens, mas na função que um operador de plataforma de negociação desempenha. É feita uma distinção entre, por um lado, a posição neutra e sem risco do intermediário e, por outro, a contraparte bilateral que executa ordens contra as suas próprias posições de negociação. Como explicado, a OTF já quebra a linha divisória precisa entre os dois sistemas. Um operador de plataforma de negociação que aceitasse ordens contra as suas próprias posições estaria, em princípio, sujeito a um conflito de interesses, uma vez que a neutralidade já não está garantida. 311

No regime da MiFID, a negociação por conta própria ou negociação por conta própria é definida como *negociação usando capital próprio, o que leva à conclusão de transações com um ou mais instrumentos financeiros*.⁵⁸⁴ De acordo com o Anexo I Seção A No. 3 da MiFID I e II, a negociação própria constitui um serviço de investimento. No Anexo 2 Seção A nº 1 nº 3 da Seção A da Lei Bancária, a negociação exclusiva foi definida 312

sistemas combinados que tenha estabelecido com entidades não pertencentes ao seu próprio grupo. (Art 16a do Regulamento Del 2017/2294 que altera o Regulamento Del 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/2294/oj).

⁵⁸² Art 4 (1) no 20 MiFID II.

⁵⁸³ Cf. o conceito de local de execução nos termos do Art 64 (1) última frase da MiFID II

⁵⁸⁴ Art 4 (1) (6) MiFID I e II, cf. a referência no Art 2 (1) (5) MiFIR.

da seguinte forma, com base em três casos diferentes: *Negociação em instrumentos financeiros por conta própria se e na medida em que* [1º caso] for realizada por bancos e empresas de investimento ou [2º caso] como *market making* ou se [3º caso] for frequentemente negociada por conta própria fora de um mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral de forma organizada e sistemática, operando um sistema acessível a terceiros que serve para celebrar contratos de instrumentos financeiros. Esta definição é baseada no Considerando 8 ou Art. 2 (1) (d) da MiFID I.

- 313 A definição no Anexo 2 Secção A da Lei Bancária foi introduzida no Liechtenstein com base na MiFID I⁵⁸⁵ e a definição aparentemente já não estava harmonizada com o artigo 3a, n.º 1 n.º 34 da Lei Bancária, uma vez que a primeira esquece, em grande medida, o elemento do comércio. do segundo parágrafo da MiFID II define directamente que "de forma sistemática e frequente" se refere ao número de transacções OTC com um instrumento financeiro, enquanto que a "extensão substancial" é medida pela percentagem que a negociação própria OTC ocupa do volume total de transacções de uma empresa de investimento ou do volume de transacções na União Europeia com respeito a um instrumento financeiro.⁵⁸⁶ Os elementos do comércio frequente e sistemático devem ser cumulativos.⁵⁸⁷ Uma empresa de investimento também pode

⁵⁸⁵ LGBI 2007/261 de 20.09.2007, em vigor desde 01.11.2007

⁵⁸⁶ Veja os benchmarks da ESMA em relação aos quais uma empresa de investimento deve calcular se ela se qualifica como um internalizador sistemático, <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, acessado em 15.09.2019, 17:42

⁵⁸⁷ Cf. BaFin informação sobre os factos da negociação por conta própria e por conta própria datada de 22 de Março de 2011, com a última redacção que lhe foi dada em 15 de Maio de 2018, Capítulo 1. b),

tomar a decisão consciente de estar sujeita às regras de um internalizador sistemático. No entanto,⁵⁸⁸ se os limites estabelecidos pela AEVMM forem atingidos para estabelecer o estatuto de internalizador sistemático, devem ser cumpridas as obrigações de transparência, execução da melhor forma e de comunicação.⁵⁸⁹ Por exemplo, os actores que operam num DEX (intercâmbio descentralizado) no que diz respeito aos instrumentos financeiros (fichas de segurança) e excedem os limiares acima mencionados podem, por vezes, ser qualificados como internalizadores sistemáticos.⁵⁹⁰

Além disso, a atividade de um internalizador sistemático deve ser realizada por pessoal ou por meio de um sistema técnico automatizado previsto para esse fim. Não é necessário que o pessoal se dedique exclusivamente a esta finalidade ou que o sistema se adapte exclusivamente a esta finalidade.⁵⁹¹ 314

É interessante neste contexto que o conceito tecnologicamente neutro de um sistema não é usado aqui, pois é inerente ao sistema multilateral 315

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html

⁵⁸⁸ <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>.

⁵⁸⁹ Cf. Artigo 21 (3) do Regulamento de implementação da MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁹⁰ Ver Capítulo II.2.5.

⁵⁹¹ Art 21 (1) lit b DVO-MiFID I (EC/1287/2006); cf. a Art 12 a 17 do Regulamento de Delegados EU 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj, segundo o qual uma determinada percentagem de transacções deve ser realizada em determinados períodos.

sob a MiFID II e é geralmente baseado em um conjunto de regras.⁵⁹² No entanto, é inevitavelmente claro a partir da redacção do Regulamento de Implementação que não é necessário que a empresa de investimento opere este sistema ela própria; isto é formulado de uma forma que não é clara ao abrigo da legislação nacional. Aqui diz que no caso de negociação proprietária em relação aos internalizadores sistemáticos, *é operado um sistema acessível a terceiros*⁵⁹³. Além das obrigações gerais, tais como a melhor execução,⁵⁹⁴ a Portaria Bancária regulamenta outras obrigações para os internalizadores sistemáticos. Neste contexto, os internalizadores sistemáticos devem, por exemplo, executar ordens relacionadas com instrumentos financeiros ao preço oferecido no momento em que a ordem foi recebida. Além disso, devem ser preparados relatórios trimestrais sobre a qualidade de execução e devem ser apresentados às autoridades competentes dados de referência⁵⁹⁶ sobre derivados OTC. O resultado geral é que, embora os internalizadores sistemáticos estejam sujeitos a regulamentos rigorosos, eles não podem combinar os interesses de compra e venda de terceiros.

- 316 As consequências da classificação como internalizador sistemático são que uma empresa de investimento deve reportar as suas actividades às

⁵⁹² Deve-se notar que um Internalizador Sistemático não utiliza um sistema multilateral.

⁵⁹³ Anexo 2 Secção A, parágrafo 1 n.º 3 da Lei Bancária.

⁵⁹⁴ Artigos 24.º e 25.º da DMIF II em conjunto com o artigo 64.º do Regulamento Delegado UE 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj; cf. em geral o Capítulo III do Regulamento Del relativamente às obrigações das empresas de investimento.

⁵⁹⁵ Anexo 7.4 Secção V. Bst C com base no Artigo 14 MiFIR.

⁵⁹⁶ Ver Art 2 RTS 23, Del-VO 2017/585, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/585/oj.

autoridades competentes, no Liechtenstein, à FMA, que consequentemente controlam as obrigações decorrentes deste estatuto. Além disso, as obrigações de transparência pré-negociação devem ser cumpridas tanto para os instrumentos de capital próprio e quase-capital como para os instrumentos não representativos de capital. Além disso, existem também obrigações de transparência pós-negociação e obrigações relativas à execução de transacções.

Os criadores de mercado também são activos na negociação bilateral por sua própria conta. Os criadores de mercado são pessoas que indicam continuamente sua vontade de negociar em um ou mais mercados financeiros, comprando e vendendo instrumentos financeiros usando seu próprio capital por conta própria, a preços por eles estabelecidos. Os criadores de mercado são actores no mercado financeiro que estão continuamente disponíveis para outros participantes no mercado financeiro como contrapartes para interesses de transacção. Neste sentido, os criadores de mercado actuam como fornecedores de liquidez num mercado em relação a determinados instrumentos financeiros.⁵⁹⁷

2.4.5 Visão geral dos espaços comerciais organizados

Os sistemas de negociação mencionados, MTF e OTF, servem para reunir interesses coincidentes em instrumentos financeiros com o propósito de celebrar um contrato (não confundir com ordens de clientes coincidentes ou negociação principal coincidente).⁵⁹⁹ A etimologia do conceito de Matched Principal Trading pode ser rastreada até

⁵⁹⁷ Assim, troca e/ou venda livre.

⁵⁹⁸ Artigo 4 (1) (7) MiFID II; Artigo 3a (1) (50) Lei Bancária.

⁵⁹⁹ Cf. a versão inglesa do artigo 4 (1) (38) da MiFID II.

ao facto de tanto o comprador como o vendedor actuarem como mandantes no que diz respeito à sua encomenda.

- 319 A correspondência ou a fusão de interesses em relação a instrumentos financeiros pressupõe três elementos: O primeiro critério é que um intermediário (por exemplo, o operador de um MTF ou OTF) actue como intermediário entre o comprador e o vendedor. Este intermediário é intermediado de tal forma que não está exposto a riscos de mercado em momento algum durante a execução da transacção (não são executadas ordens); o intermediário age, portanto, como um intermediário sem risco (componente de risco baseada no estatuto de intermediário multilateral). A segunda característica baseia-se num elemento temporário, em que ambas as transacções - ordens de compra e venda - são executadas simultaneamente uma contra a outra. Em relação ao terceiro e último elemento, a transacção deve ser concluída pelo intermediário de tal forma que, além de uma comissão ou taxa de execução comunicada de forma transparente, não se obtenha nenhum lucro ou prejuízo na própria transacção (elemento de remuneração).⁶⁰⁰
- 320 O operador de uma plataforma na qual as ordens correspondentes dos clientes são agrupadas deve, portanto, ser licenciado pela FMA como empresa de investimento e para operar um MTF e/ou OTF. A operação de um MTF e/ou OTF está sujeita a uma licença separada emitida pela FMA.⁶⁰¹ Deve notar-se que a empresa de investimento que opera um MTF não pode ser simultaneamente membro ou participante desse

⁶⁰⁰ Art 4 (1) no. 38 MiFID II.

⁶⁰¹ Artigo 15 em conjunto com o Anexo 2, Seção A, parágrafo 1, item 3 em conjunto com o item 8 e/ou 9 da Lei Bancária; Anexo 1, Seção A, no. 1 lit o e p FMAG.

MTF para efeitos de negociação própria ou de negociação principal emparelhada (correspondência de ordens de clientes emparelhadas). A empresa de investimento só pode participar em negociações de agência no seu próprio MTF, uma vez que devem existir mecanismos eficazes para garantir que não surjam conflitos de interesses. Uma vez que uma empresa de investimento que opera um MTF está proibida de negociar contra o seu próprio livro⁶⁰², nenhuma ordem de cliente pode ser executada e, portanto, nenhuma negociação com o comitente correspondente (combinação de duas ordens de cliente correspondentes agindo como comitente e, portanto, como um comitente correspondente). Pelo contrário, uma empresa de investimento que opera um MTF actua como um intermediário sem risco que apenas reúne interesses, mas não ordens de clientes, relacionados com instrumentos financeiros; isto conduz à celebração de contratos para instrumentos financeiros, mas não à execução de tais contratos. Um MTF ou uma empresa de investimento que opera um e um corretor⁶⁰³ (agente) devem ser pessoas separadas. Por conseguinte, a negociação de um MTF é realizada em um MTF. Os intermediários financeiros participantes, como gestores de activos ou empresas de investimento (com autoridade administrativa) actuam como agentes (corretores de agência). Num MTF, as ordens desses

⁶⁰² Isto inevitavelmente conduziria também a conflitos de interesse.

⁶⁰³ Os corretores da agência actuam como intermediários para executar as ordens de seus clientes em uma plataforma de negociação. Os corretores da agência devem observar as melhores normas de execução. Uma Corretora de Agência executa ordens de clientes, enquanto uma Corretora de Valores Mobiliários negocia títulos por conta própria ou em nome de seus clientes.

membros negociadores (contratantes) são posteriormente fundidas (lado da compra e lado da venda).⁶⁰⁴

2.4.6 Conclusão Locais de negociação organizados

321

Decorre do acima exposto que é necessária uma licença da Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein para a operação de um MTF ou OTF nos termos do artigo 15º da Lei Bancária, desde que os seguintes elementos estejam cumulativamente disponíveis para o futuro operador do centro de negociação⁶⁰⁵:

- Um sistema de negociação de instrumentos financeiros é um pré-requisito para uma plataforma de negociação. A terminologia do sistema deve ser entendida de uma forma tecnologicamente neutra e, portanto, geralmente cobre conjuntos de regras. O comércio por voz, por exemplo, também se enquadra no conceito de sistema;
- O sistema deve ser necessariamente de natureza multilateral (agrupamento de interesses relacionados com instrumentos financeiros de compradores e vendedores através de um intermediário - mas não o agrupamento de ordens correspondentes);

⁶⁰⁴ Art 19 (5) MiFID II; ESMA Q&A sobre tópicos de estruturas de mercado MiFID II e MiFIR, ESMA70-872942901-38, 02.04.2019, seções 5 e 5.1 Sistemas multilaterais e bilaterais, Q&A 1 última atualização em 31.01.2017, p. 35.

⁶⁰⁵ Cf. Folheto BaFin sobre o Sistema de Negociação Multilateral de 07.12.2009, modificado pela última vez em 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html

- É necessário que este sistema sirva para a execução dos interesses das partes negociadoras ou, em última análise, para a conclusão de ordens de clientes (no entanto, o operador de um MTF em particular não está autorizado a realizar operações em seu próprio nome e por sua própria conta e, portanto, não tem clientes, razão pela qual não pode combinar ordens de clientes no sentido de uma negociação principal combinada; num MTF, só é possível a negociação por agência);
- Como consequência da correspondência dos interesses ou ordens dos participantes na negociação, não existe a possibilidade de efectuar transacções com contrapartes específicas numa base casuística ou seleccionar a parte contratante;
- O contrato é celebrado dentro do sistema ou plataforma e não fora dele (a celebração do contrato deve ser separada do desempenho - compensação e, conseqüentemente, liquidação). Se o contrato for celebrado fora do sistema, às vezes é um puro sistema de informação ou quadro de avisos;⁶⁰⁶
- Em última análise, o sistema deve ser projetado para reunir os interesses de um grande número de participantes de negociação e não simplesmente para servir ao propósito de concluir transacções comerciais individuais. De acordo com o Artigo 18 (7) MiFID II, MTFs ou OTFs devem ter pelo menos três membros ou utilizadores que possam interagir entre si para efeitos de preços.

⁶⁰⁶ Cf. *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4ª edição, margem n.º 4.64; dependendo da forma específica, contudo, a aceitação e transmissão de ordens é concebível (Anexo 2 Secção A, n.º 1, linha 1 à Lei Bancária); cf. também Capítulo II.2.5.

2.4.7 Reprodução de um PCC para fichas de utilidade e vantagens da cadeia de blocos

322 O sistema de uma contraparte central (câmaras de compensação), que é frequentemente encontrado na legislação do mercado financeiro, também pode ser emulado em relação à correspondência de fichas que não são instrumentos financeiros nem dinheiro electrónico ("fichas de utilidade" ou "fichas de mercadorias" no sentido de conteúdos digitais ou moedas virtuais). A⁶⁰⁷ fim de representar um processo compreensível e significativo, é formada a premissa de que um Usuário A quer adquirir BTC com ETH em uma plataforma de negociação de Tokens, enquanto um Usuário B quer adquirir o valor correspondente em ETH por meio de BTC ou vender BTC contra ETH. A seguir, é mostrada uma possibilidade de como essa correspondência pode ser realizada:

- Os utilizadores A e B registam-se numa plataforma de negociação para fichas que não representam nem instrumentos financeiros nem dinheiro electrónico;
- O usuário A gostaria de adquirir o BTC com seu ETH;
- O usuário B quer vender BTC (contra ETH);
- Posteriormente, dois passos são executados em sincronismo:
 - Usuário A transfere ETH para o operador da plataforma de negociação por fichas, sendo a razão legal da transferência a aquisição de BTC do operador da plataforma de negociação como contraparte central, de acordo com um acordo contratual (por exemplo, com adiamento do pagamento por um segundo legal);

⁶⁰⁷ Isto também pode ser interessante em conexão com a ficha interna em um crypto-exchange, como mencionado no Capítulo II.2.2.2

- Usuário B transfere BTC para o operador da plataforma de negociação de tokens. Neste caso, a razão legal para a transferência é a venda do BTC ao operador da plataforma de negociação como Contraparte Central, de acordo com um acordo contratual.
- O operador da plataforma de negociação de fichas adquiriu posteriormente ETH do usuário A por pelo menos um segundo legal e deve ao usuário A BTC por isso. Ao mesmo tempo, o operador da plataforma de negociação adquiriu BTC do Usuário B por pelo menos um segundo legal e deve ETH ao Usuário A em troca;
- O operador da plataforma de negociação de fichas cumpre sua obrigação para com o Usuário A com as BTCs adquiridas pelo Usuário B. Ao mesmo tempo, o operador da plataforma de negociação de fichas cumpre sua responsabilidade para com o usuário B com o ETH adquirido pelo usuário A.

O encanto do uso da tecnologia de blocos em cadeia ou de contratos inteligentes para a execução concreta no sentido acima descrito reside no fato de que o operador da plataforma de negociação de fichas como contraparte central detém as respectivas fichas durante pelo menos um segundo legal. No entanto, devido aos requisitos tecnológicos, tal transação é executada e processada automaticamente quase em tempo real e através de um contrato inteligente (conclusão e cumprimento de um contrato). Como resultado, o risco de contraparte (risco de incumprimento) é de facto completamente eliminado, o que representa um enorme potencial para o mercado financeiro. Se a tecnologia da cadeia de blocos for plenamente implementada no futuro, mercados altamente regulamentados, como os centros comerciais multilaterais, poderão

operar de forma muito mais eficiente e econômica. Nesta perspectiva, a tecnologia de cadeias de blocos e tecnologias relacionadas pode⁶⁰⁸ ser vista como um prenúncio da eficiência de Pareto.⁶⁰⁹ As tecnologias de ledger distribuído podem, pelo menos parcialmente, substituir a carga regulamentar existente pela tecnologia para evitar falhas no mercado. *“No lado positivo, deve-se notar que a concorrência da Fintechs com os bancos universais leva a preços mais baixos, produtos melhorados ou um aumento na variedade de ofertas. O facto de, a longo prazo, uma parte considerável dos lucros da actividade bancária normalizada ser provavelmente assumida pela Fintechs é também inofensivo em termos de direito da concorrência”*.⁶¹⁰

324

⁶⁰⁸ Em termos macroeconómicos, tais mercados exigiriam nenhuma ou pelo menos menos menos menos menos regulação para alcançar a eficiência de Pareto. Além disso, uma distribuição assimétrica da informação devido a um conflito entre agente principal pode ser melhor combatida pela publicidade tecnicamente dada e pela transparência da tecnologia do que pela regulamentação. Em economia, a distribuição assimétrica de informação é uma das quatro falhas do mercado além de externalidades, poder de mercado - monopólio/monopólio e bens públicos. A regulamentação visa prevenir e contrariar falhas do mercado, mas é um factor de custo independente, razão pela qual não se consegue uma eficiência perfeita. Esta situação poderia ser abordada por meio da tecnologia de cadeias de blocos. Neste contexto, veja também o problema de monitoramento e custos de agência, *Jensen/Meckling, Theory of the Firm: Comportamento Gerencial, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade*, p. 45 f.

⁶⁰⁹ Ver BuA 2019/54, p. 80 f. no que diz respeito a evitar a regulamentação excessiva.

⁶¹⁰ Müller, *Europarechtliche Aspekte von Fintechs*, em *Krimphove* (Hrsg), *Fintechs*, p 83 (p 92); do ponto de vista do direito da concorrência, não se deve esquecer que o direito da concorrência não protege a concorrência.

Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass die Kryptomärkte bislang wirtschaftlich betrachtet ineffiziente Märkte sind, welche Arbitrage-Handel und auch Marktmanipulation ermöglichen; hierzu ein Auszug: *“Ao mapear as cadeias de bloqueio de Bitcoin e Tether, podemos estabelecer que as entidades associadas à troca Bitfinex usam Tether para comprar Bitcoin quando os preços estão caindo. Tais atividades de suporte de preços são bem sucedidas, pois os preços de Bitcoin aumentam após os períodos de intervenção. Estes efeitos só estão presentes após retornos negativos e períodos após a impressão do Tether. De facto, mesmo menos de 1% da troca extrema do Tether por Bitcoin tem efeitos agregados substanciais nos preços. [...] Em geral, as nossas conclusões apoiam substancialmente a opinião de que a manipulação dos preços pode estar por detrás de efeitos de distorção substanciais nas moedas criptográficas. Essas descobertas sugerem que a supervisão e monitoramento externo do mercado de capitais pode ser necessária para obter um mercado que seja verdadeiramente livre. De modo mais geral, nossas constatações apoiam a narrativa histórica de que atividades duvidosas não são apenas um subproduto da apreciação de preços, mas podem contribuir substancialmente para distorções de preços e má alocação de capital”*.⁶¹¹

Contudo, a proibição geral de negociação de moedas criptográficas seria contrária aos direitos fundamentais na UE e no EEE, de acordo com a liberdade de negócios prevista no artigo 16º da Carta dos Direitos Fundamentais (GRC), a liberdade de propriedade de acordo com o artigo 17º da GRC e o princípio de igualdade previsto no artigo 20º da

⁶¹¹ Griffin/Shams, Is Bitcoin Really Un-Tethered?, 13.06.2018, S 33, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

GRC, que oferece uma reivindicação de neutralidade em termos de concorrência e tecnologia. Restrições individuais seriam, no entanto, permitidas, em princípio, se justificadas (por exemplo, por razões de protecção do consumidor, às quais as disposições de protecção do investidor da DMIF II também podem ser aplicadas de forma análoga em relação aos instrumentos financeiros).⁶¹² No entanto, a avaliação da Libra à luz do direito da concorrência, tendo em conta a proibição de abusos prevista no artigo 102. Tal exploração abusiva de uma posição dominante no mercado interno pode ser vista especificamente no facto de uma posição dominante do Facebook na área das redes sociais ser utilizada para alcançar uma posição igualmente dominante na área dos serviços de pagamento (monopolização de dados).

2.5 DEX como uma plataforma de negociação e outros serviços de investimento

326 Uma bolsa descentralizada (DEX) é um local de negociação descentralizado baseado em ledger distribuído ou tecnologia de cadeia de blocos. O design do software varia, mas na maioria dos casos um sistema de matchmaking é diretamente integrado à rede descentralizada e tais sistemas de software fornecem regularmente mecanismos para a conclusão e cumprimento de contratos em relação aos tokens ou aos direitos representados pelos tokens. Exemplos práticos bem conhecidos de locais de comércio descentralizado são EtherDelta⁶¹³, IDEX⁶¹⁴, Token

⁶¹² Em relação à Libra, ver também os comentários sobre o regime do dinheiro electrónico na nota de margem 396.

⁶¹³ <https://etherdelta.com/> acedido a 15 de Setembro de 2019, 17:46.

⁶¹⁴ <https://idex.market/eth/idex> chamada em 15/09/2019, 17:46.

Store⁶¹⁵, OasisDex⁶¹⁶ ou o Stellar DEX⁶¹⁷. Nestes sistemas descentralizados, ou seja, as fichas P2P (peer-to-peer), que por vezes representam instrumentos financeiros, podem ser negociadas. Uma característica destes sistemas é que ambos os livros de ordens, incluindo custódia, correspondência e liquidação, são executados na cadeia - às vezes usando Contratos Inteligentes.⁶¹⁸

No que respeita aos critérios elaborados no Capítulo 2.4 e resumidos em particular no Capítulo 2.4.6 o elemento constitutivo do sistema de negociação de instrumentos financeiros é, assim, basicamente cumprido. O sistema tecnológico de um DEX preenche os requisitos de um sistema para representar um conjunto de regras segundo as quais os instrumentos financeiros podem ser negociados. No entanto, um problema aqui é que a negociação em locais de negociação organizados sob o regime da DMIF diz respeito exclusivamente a instrumentos financeiros. No entanto, isto seria apenas uma implementação incorrecta num DEX e a existência de um mercado regulamentado ainda não pode ser excluída, simplesmente porque são negociadas neles fichas que não

⁶¹⁵ <https://token.store/eth/portfolio> chamada em 15/09/2019, 17:46.

⁶¹⁶ <https://eth2dai.com/exchange/WETH/DAI> chamado em 15.09.2019, 17:46; com o Protocolo Oásis, a carteira de encomendas é mantida na cadeia e a correspondência e liquidação são também realizadas na cadeia, razão pela qual este Protocolo é completamente descentralizado. Oásis é um protocolo de swap P2P descentralizado, que é público, não-custodial, no qual ordens relacionadas a fichas baseadas em ERC-20 são executadas seguindo a lógica de contratos inteligentes sem permissão.

⁶¹⁷ <https://stellarterm.com/> chamada em 15/09/2019, 17:46.

⁶¹⁸ As exceções confirmam a regra - EtherDelta, por exemplo, não prevê a correspondência. O livro de pedidos e a correspondência são mantidos ou realizados fora da cadeia no IDEX.

representam instrumentos financeiros, bem como aquelas que representam instrumentos financeiros. Se o regime de locais de negociação fosse aplicado a um DEX, isso significaria que apenas instrumentos financeiros poderiam ser negociados lá.

328 No entanto, o segundo critério emergente dos espaços comerciais organizados, a existência obrigatória de sistemas multilaterais, já está a causar grandes dificuldades. Isto é por duas razões: Por um lado, um DEX não tem um intermediário central para operar o sistema, mas o sistema técnico é virtualmente auto-suficiente. Por outro lado, o comércio bilateral é possível em tais sistemas, ao passo que o comércio multilateral não é necessariamente necessário. No entanto, se esse sistema multilateral for integrado, em princípio será executado por uma instância tecnológica do próprio sistema. A execução dos interesses das partes ou a conclusão das ordens dos clientes por um conjunto de regras é também baseada num intermediário central (cliente ou participante), que não está disponível numa rede descentralizada ou num Contrato Smart da mesma, no entanto, devido à falta de subjectividade legal deste último.⁶¹⁹

329 Deve-se notar que os comentários acima são geralmente feitos de uma forma generalizada e sem discussão técnica detalhada sobre platafor-

⁶¹⁹ Deve-se notar que o operador de uma interface de software (no sentido de um quadro de avisos) num DEX também pode ser considerado como um intermediário livre de riscos que combina os interesses de terceiros com respeito a certos tokens. No entanto, deve-se ter em conta que existe regularmente uma plataforma de informação pura, que é fornecida por um prestador de serviços técnicos, e que a conclusão (e não apenas o cumprimento) ocorre fora do sistema.

mas descentralizadas específicas. Para uma avaliação concreta, os processos e procedimentos técnicos individuais devem ser sempre analisados. No entanto, a sucintidade é que um DEX não pode ser uma plataforma de negociação regulada ou um jogador do mercado financeiro. Isto já se deve ao fato de que falta uma pessoa jurídica capaz de regulação, especialmente porque a própria tecnologia não pode ser sujeita a supervisão. Contudo, a interação com um DEX por entidades centrais deve ser avaliada separadamente desta. Em relação aos tokens, que representam instrumentos financeiros, às vezes podem ser fornecidos serviços de investimento. Deve ser feita uma distinção entre um DEX como "backend" e uma interface para o DEX como "front-end" (também quadro de avisos).

Tal interface no sentido de uma API⁶²⁰ pode, por exemplo, ser caracterizada pelo fato de que as informações relativas às ofertas de compra e venda de certos tokens em uma cadeia de blocos, que representam instrumentos financeiros, são tornadas acessíveis em forma de gráficos preparados, onde as informações básicas também podem ser visualizadas diretamente na cadeia de blocos sem uma interface. Tal ponte de software pode ter como objetivo facilitar a aquisição de informações ou a troca de informações sobre ofertas de compra e venda de outros usuários de uma cadeia de blocos, uma vez que esses dados são apresentados de forma gráfica (plataforma de informação, "bulletin board"). Tal plataforma de informação facilitaria a inspeção e a comunicação sobre ofertas de transações relativas a certos tokens em uma cadeia de blocos. Dependendo do design da interface, também é possível que novas ofertas de compra ou venda sejam listadas em uma cadeia de blocos

⁶²⁰ Interface de Programação da Aplicação.

através de uma plataforma front-end. Assim, uma tal plataforma de software permitiria aos utilizadores visualizar e avaliar ofertas de compra e venda de outros utilizadores relativamente a certos tokens que representam instrumentos financeiros e que actualmente são transportados numa cadeia de blocos de forma simplificada e processada graficamente; além disso, utilizando uma tal interface, as ofertas relativas a instrumentos financeiros tokenizados poderiam ser criadas directamente na cadeia de blocos.

- 331 Se tal plataforma permite aos clientes negociar instrumentos financeiros facilitando aos usuários front-end a obtenção de informações sobre instrumentos financeiros simbólicos, que podem então ser utilizados para iniciar a conclusão de um contrato, surge a questão de saber se uma plataforma de negociação multilateral está sendo operada ou se outro serviço de investimento está sendo fornecido. Depende se o sistema é projetado para reunir os interesses dos usuários de tal front-end de software de acordo com certas regras definidas antecipadamente. Como regra geral, porém, tal plataforma não será projetada para realizar negociação de agência ou negociação de comitê principal. Ao invés disso, os prestadores de serviços que oferecem uma ponte de software para um DEX atuarão como prestadores de serviços de informação técnica e prestadores de serviços (no sentido de "software como um serviço") para pessoas interessadas em negociar instrumentos financeiros simbólicos, fornecendo uma plataforma de software com

uma função de quadro de avisos ou um bulletin board⁶²¹ (ou seja, uma plataforma de informação pura).⁶²²

Se tal plataforma serve apenas para identificar partes interessadas em 332 relação à compra ou venda de instrumentos financeiros simbólicos e não oferece a possibilidade de celebrar um contrato para instrumentos financeiros ou outros conteúdos em tal plataforma e, portanto, não tem obrigação de cumprir um contrato através da plataforma, não pode haver plataforma de negociação multilateral, como um MTF ou OTF ou qualquer outro interveniente no mercado financeiro, como um SI.⁶²³ Se

⁶²¹ O Relatório 50-164-2430 da ESMA de 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf, margem nº 92, declara a este respeito que as autoridades de supervisão nacionais classificaram tais plataformas de comparação ou boletins como fundamentalmente não regulamentadas, pelo que deve ser efectuado um exame caso a caso para se poder avaliar quaisquer actividades que exijam autorização, dependendo do âmbito concreto das funções de tais plataformas.

⁶²² Na prática, existe um grande número de plataformas de software deste tipo, pelo que nem sempre é fácil compreender em detalhe como funcionam ou se está disponível uma interface para um DEX ou um DEX em si. Cf. o projeto DSTOQ, que utiliza o Stellar DEX - <https://dstoq.com/>; DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/> e First Blockchain Security Token Exchange - Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, todos chamados em 15.09.2019, 17:57.

⁶²³ Outras empresas de investimento também são concebíveis; cf. Capítulo II.2.4.4 No caso de negociação sistemática e substancial por conta própria num DEX com fichas que representam instrumentos financeiros, deve ser verificado se está presente um internalizador sistemático. Cf. para os limiares de negociação para calcular se tal internalizador deve ser assumido

tal interface de software for projetada de tal forma que os usuários possam exercer sua livre discricção para aceitar ou não uma determinada oferta relacionada a instrumentos financeiros simbólicos, ou se os usuários forem livres para escolher onde executam ou cumprem um possível contrato celebrado, o operador de tal interface de software em um DEX simplesmente fornece um serviço técnico não regulamentado. O fator decisivo aqui é que tanto a conclusão e negociação do contrato como o cumprimento e execução do contrato são realizados fora da ponte de software⁶²⁴ para um DEX no qual é possível negociar instrumentos financeiros simbólicos.

- 333 Tal actividade não constitui uma situação que exija uma licença nos termos do Anexo 2 Secção A, Parágrafo 1 Linhas 6 a 9 em conjunto com o Artigo 15 da Lei Bancária, uma vez que nem um MTF ou OTF é operado nem existe qualquer colocação de Instrumentos Financeiros com ou sem uma obrigação firme de aquisição, desde que um prestador de serviços técnicos como operador de uma interface com um DEX não forneça uma combinação de interesses correspondentes no que diz respeito a Instrumentos Financeiros simbólicos e, portanto, não efectue a compensação ou liquidação, mas tanto a conclusão quanto a execução ocorrem bilateralmente entre comprador e vendedor em um DEX e,

[https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations.](https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations) Um OTC Market Maker também poderia atuar em um DEX. Note-se, contudo, que certos instrumentos financeiros estão sujeitos a uma obrigação de negociação, ver Capítulo II.2.4, nota de margem 287.

⁶²⁴ Plataforma de software, -interface, -bridge, -frontend, plataforma de informação, plataforma de nomes, etc. são aqui utilizados como sinônimos para todos os programas de software, que permitem o acesso a um DEX, no qual instrumentos financeiros tokenizados podem ser negociados de tempos em tempos.

portanto, diretamente em uma cadeia de blocos (ou um Contrato Inteligente no qual a cadeia de blocos é combinada) e, portanto, apenas informações ou dados publicamente visíveis da cadeia de blocos são avaliados ou processados. O operador da plataforma também não realiza nenhum negócio de colocação ou emissão, uma vez que não são feitas vendas de instrumentos financeiros. Tais transações são baseadas na venda de instrumentos financeiros em nome de terceiros por conta de terceiros no âmbito de um contrato de colocação sem um compromisso firme de tomada firme (operação de colocação) ou uma emissão com um contrato de colocação com um⁶²⁵ compromisso firme de tomada firme (tomada firme; acordo para assumir os instrumentos financeiros emitidos na própria carteira e, assim, assumir o risco de venda; operação de emissão).⁶²⁶ Contudo, tal interface poderia ser utilizada principalmente para a aceitação e transmissão de ordens relacionadas com

⁶²⁵ Uma edição é a emissão de instrumentos financeiros para um amplo leque de destinatários, enquanto uma colocação é dirigida a um grupo limitado de compradores com o propósito de vender instrumentos financeiros (também colocação privada), cf. *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, nota de margem 33.

⁶²⁶ BaFin Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, emendado pela última vez em 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html; BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, emendado pela última vez em 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html Tanto a colocação como a emissão representam uma forma de emissão loro, já que os instrumentos financeiros são colocados no público em nome e por conta de terceiros e não são vendidos em nome do próprio público, como é o caso das emissões nostro. Ver também *Seggermann* em *Brandl/Saria*, WAG, 2ª edição, § 1, nota de margem 33 e seguintes.

um ou mais instrumentos financeiros (corretagem de transacções nos termos do Anexo 2, Secção A, n.º 1, linha 1 da Lei Bancária).

2.5.1 Corretagem de aquisições

334 Para a prestação de serviços de investimento de recepção e transmissão de ordens relacionadas com instrumentos financeiros, é essencial que um prestador de serviços reúna os interesses dos clientes para uma transacção futura, em que a transacção específica é realizada após a fusão e é normalmente executada fora da bolsa.⁶²⁷

335 A principal característica da mediação de conclusão é a mediação da possibilidade de uma conclusão concreta e não puramente abstracta de uma transacção para os clientes.⁶²⁸ A mediação da conclusão de uma transacção pressupõe assim que detalhes chave concretos de uma potencial transacção futura sejam transmitidos pelo intermediário aos seus clientes do lado do comprador e do lado do vendedor e que sem essa mediação uma conclusão não poderia ser concluída.

336 Os serviços relevantes, que podem ser subsumidos como corretagem contratual, são prestados pela pessoa que age no sentido de um mensageiro e encaminha a declaração de intenção do cliente com o objetivo de tornar possível a possibilidade concreta de uma transacção relacionada com a compra ou venda de instrumentos financeiros através da nomeação do cliente. A este respeito, porém, deve ser, em qualquer

⁶²⁷ *Zahradnik em Brandl/Saria, WAG*, 2ª edição, 2018, § 3 Rz 6.

⁶²⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner, Lei do Mercado de Capitais*, 2ª edição 2015, Rz 4/10.

caso, uma declaração de intenção do cliente, que é transmitida a potenciais parceiros contratuais e permite a conclusão concreta de um contrato.⁶²⁹

Entretanto, se uma interface de software em um DEX funcionar puramente como uma plataforma de informação sobre interesses ou ofertas de aquisição ou venda existentes e se o cliente tiver a possibilidade de celebrar um contrato e realizar uma transação sem tal plataforma de informação, isso não constitui uma corretagem de contrato. Isto porque uma simples apresentação (gráfica) de informação pública relacionada com ofertas de preços de instrumentos financeiros simbólicos num DEX pode facilitar a sua visualização, a plataforma de informação é, em última instância mas não condição sine qua non para a disponibilidade de detalhes concretos da transação e, portanto, não causal para a execução e, portanto, em última instância, para a corretagem de uma transação concreta, uma vez que as informações da oferta de instrumentos financeiros simbólicos também podem ser vistas diretamente na cadeia do bloco ou no DEX, o que pode levar diretamente à conclusão do contrato, incluindo o cumprimento. 337

Como já explicado, a aceitação e transmissão de ordens inclui a aproximação dos investidores, o que possibilita a conclusão de transações 338

⁶²⁹ BaFin, folheto sobre corretagem de investimentos de 17 de Maio de 2011, emendado pela última vez em 13 de Julho de 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html

entre eles.⁶³⁰ Uma fusão só pode ocorrer se as partes na operação não se reunirem, ou seja, sem uma fusão. A este respeito, o serviço de mediação de conclusão deve representar a condição causal sem a qual a conclusão da transacção não teria tido lugar. Este só seria o caso se as ofertas de transacção pudessem ser vistas exclusivamente através de uma interface de software para um DEX (baseado na cadeia de blocos), mas não através da cadeia de blocos em si, mesmo que fossem executadas em última instância sobre ela. Se, no entanto, as ofertas sobre instrumentos financeiros simbólicos são visíveis na cadeia do bloco, independentemente de tal plataforma, e se os investidores podem se reunir diretamente e concluir uma transacção mesmo sem tal plataforma, tal plataforma não é uma condição sine qua non para reunir possíveis parceiros de negócios e permitir que uma transacção seja concluída, incluindo o desempenho da transacção. Consequentemente, existiria uma plataforma de informação pura, que torna certas informações sobre instrumentos financeiros simbólicos acessíveis numa cadeia de blocos, o que não exigiria uma licença nos termos do artigo 15º em conjunto com o Anexo 2 Secção A, nº 1 linha 1 da Lei Bancária, especialmente porque o mero espelhamento de informações ou a apresentação de informações que são públicas e geralmente acessíveis e disponíveis de qualquer forma não constitui uma intermediação de transacções.

2.5.2 Gestão de carteiras, consultoria de investimento e análise financeira

⁶³⁰ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2ª edição 2018, § 1 Rz 16 com referência ao considerando 20 da MiFID I.

Operando uma interface com um DEX, é possível realizar outras atividades potencialmente relevantes sob a lei do mercado financeiro. Assim, coloca-se a questão de saber se a gestão (individual) de carteiras, o aconselhamento de investimento ou os serviços auxiliares, como a análise financeira e de títulos ou outras formas de recomendações gerais relacionadas com os instrumentos financeiros (tokenizados), que servem para apoiar os clientes, podem ser realizados através deste meio. 339

*A gestão de carteiras é a gestão de carteiras com base em clientes individuais com poderes discricionários sob mandato do cliente, desde que essas carteiras contenham um ou mais instrumentos financeiros.*⁶³¹ Entende-se por gestão o investimento contínuo e o monitoramento dos ativos. Isto sugere uma certa permanência na linha do tempo. A gestão de investimentos numa base individual separa a gestão de carteiras da gestão colectiva de carteiras ou gestão de activos (fundos). Uma outra característica da gestão de carteiras é que a procuração do cliente estipula necessariamente também a discricção na gestão dos activos, traçando assim a linha para a execução não discricionária de ordens em nome dos clientes. A⁶³² este respeito, deve ser notado que as instruções individuais ou diretrizes de investimento não são prejudiciais à gestão de carteiras.⁶³³ 340

Se uma plataforma de software apenas criar um acesso tecnicamente processado a uma rede descentralizada já pública, isto não inclui a gestão (individual) de carteiras de acordo com o Anexo 2 Secção A Parágrafo 1 Item 4 da Lei Bancária. 341

⁶³¹ Artigo 4(1)(2) VVG.

⁶³² Anexo 2 Secção A para. 1 n.º. 2 da Lei Bancária.

⁶³³ Seggermann in Brandll/Saria, 2ª edição, 2018, § 1 Rz 26 mwN.

- 342 O aconselhamento de investimento constitui "*a prestação de recomendações pessoais a um cliente, a seu pedido ou por iniciativa de uma empresa de gestão de activos, relativas a uma ou mais transacções em instrumentos financeiros*".⁶³⁴
- 343 O aconselhamento de investimento divide-se nos dois raios de acção do aconselhamento sobre instrumentos financeiros específicos e estruturação de activos através do aconselhamento relacionado com uma carteira específica. Assim, o aconselhamento de investimento abrange todas as informações e avaliações, bem como as expectativas em relação aos instrumentos financeiros, mas também o aconselhamento sobre transacções comerciais específicas para promover uma carteira. O aconselhamento de investimento requer uma recomendação individualizada e pessoal. Informações gerais sobre instrumentos financeiros ou expectativas gerais do mercado geralmente não se qualificam como conselhos de investimento, pois a situação pessoal de um investidor deve ser sempre tida em conta ao fornecer conselhos de investimento. A este respeito, o aconselhamento de investimento refere-se a determinados instrumentos financeiros ou a determinadas transacções comerciais, que devem ser adaptados à respectiva situação de um cliente de forma adequada, sendo que o aconselhamento de investimento indica individualização. Caso contrário, pode existir uma recomendação de investimento, o que representa um serviço auxiliar.⁶³⁵
- 344 No que diz respeito a uma interface num DEX, dependendo do desenho específico, o aconselhamento de investimento falhará regularmente devido à individualização, uma vez que apenas a informação geral que é

⁶³⁴ Artigo 4(1)(3) VVG.

⁶³⁵ *Seggermann in Brandl/Saria*, 2ª edição, 2018, § 1 Rz 28 ff.

acessível ao público é exibida em vários tipos de instrumentos financeiros simbólicos, o que exclui a aplicabilidade do Anexo 2 Secção A para. 1 item 5 da Lei Bancária.⁶³⁶

Para além destes comentários sobre consultoria de investimento, o serviço auxiliar da recomendação de investimento relativo a transacções com instrumentos financeiros ou títulos e análise financeira nos termos do Anexo 2 da Secção B N.º 5 da Lei Bancária deve ser examinado com mais detalhe.⁶³⁷ 345

Na Áustria, a definição de recomendações de investimento foi complementada pelos termos "produção", "disseminação" ou "transmissão". No entanto, esta é apenas uma especificação linguística do conteúdo da norma para deixar claro que impede que qualquer forma de comunicação relacionada com instrumentos financeiros constitua uma recomendação de investimento no sentido de um serviço auxiliar.⁶³⁸ 346

A elaboração de uma recomendação de investimento significa que ela foi elaborada ou editada de forma significativa. Disseminação refere-se ao fornecimento previsto ou real de uma recomendação de investimento a um número de pessoas abaixo da definição pública. O último dos três critérios, divulgação, refere-se à comunicação de qualquer tipo 347

⁶³⁶ De acordo com o considerando 79 da Directiva 2006/73/CE (MiFID-DRL), o aconselhamento sobre instrumentos financeiros dado em jornais, revistas, jornais ou outros meios de comunicação social que cheguem a um vasto público, como a Internet, televisão ou rádio, não é considerado uma recomendação personalizada, como exigido pelo conselho de investimento, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/73/oj>.

⁶³⁷ Artigo 3(1)(b)(1) VVG.

⁶³⁸ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2ª edição § 1 Rz 49.

através da qual a informação de terceiros é disponibilizada a um terceiro.⁶³⁹

- 348 Mais uma vez, os três critérios terão que ser excluídos para uma interface com um DEX, no qual instrumentos financeiros simbólicos podem ser negociados, dependendo do projeto concreto. A criação deve ser negada, pois uma oferta já está listada no próprio DEX e uma imagem dessa oferta não pode, por si só, constituir a criação de uma recomendação de investimento sem mais mudanças no conteúdo ou uma recomendação concreta. Se nenhuma recomendação de investimento estiver disponível, ela não pode ser distribuída ou transmitida, embora isso seja impossível em qualquer caso com informações que são públicas em si mesmas. A este respeito, uma recomendação de investimento nos termos do Anexo 2 Seção B No. 5 da Lei Bancária também será regularmente excluída.

2.5.3 Conclusão Frontend e Backend de um DEX, Market Making e SI

- 349 Uma DEX é uma plataforma de negociação descentralizada na qual as ordens relacionadas com instrumentos financeiros tokenized são colocadas, concluídas e executadas peer-to-peer na cadeia do bloco. O livro de ordens incluindo custódia, correspondência e liquidação são regularmente executados em cadeia - geralmente totalmente automatizados por meio de Contratos Inteligentes.
- 350 Com base nisso, um DEX é um sistema de negociação com instrumentos financeiros e fornece um conjunto concreto de regras segundo as quais os instrumentos financeiros tokenized podem ser negociados. No

⁶³⁹ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2ª edição § 1 Rz 49.*

entanto, um DEX não deve ser classificado como uma plataforma de negociação organizada como um MTF ou OTF, uma vez que a natureza descentralizada de tal plataforma de negociação significa que não existe uma entidade legal capaz de regulação, ou seja, um operador. Além disso, muitas vezes só existe negociação bilateral e não multilateral num DEX; o intermediário isento de riscos é substituído por uma entidade tecnológica. Consequentemente, um DEX não deve ser considerado como uma plataforma de negociação sujeita a autorização.

Enquanto tal DEX representa tecnicamente o backend, existem também 351 interfaces de software ou interfaces que representam um frontend para um DEX e permitem o acesso à informação a partir dele. Normalmente, essa interface permite que o usuário visualize informações publicamente disponíveis sobre fichas e pedidos em um DEX em forma gráfica. Estas interfaces também são frequentemente referidas como bulletin boards ou quadros de avisos e representam um sistema de informação, que pode constituir um serviço técnico não regulamentado, mesmo que as fichas que representam instrumentos financeiros sejam negociadas no DEX. É essencial que a conclusão e o cumprimento do contrato seja feito diretamente no DEX e não na interface.⁶⁴⁰

⁶⁴⁰ Se uma interface de software permitir apenas a visualização e comunicação de ofertas de transação através de fichas específicas numa cadeia de blocos, nenhuma actividade que exija uma licença é executada ao abrigo da legislação do Liechtenstein; isto também não se aplica se novas ordens de compra ou venda puderem ser colocadas directamente na cadeia de blocos através dessa interface - desde que o operador dessa plataforma de informação não esteja envolvido na correspondência, compensação e liquidação de juros de compra ou venda correspondentes. O funcionamento de um sistema que não se destina a reunir os interesses dos utilizadores de acordo com regras específicas e pré-

352

No entanto, coloca-se em particular a questão de saber se o operador de tal interface realiza uma intermediação comercial em relação a instrumentos financeiros simbólicos. Se, no entanto, uma plataforma de informação for concebida de tal forma que apenas seja efectuado um processamento gráfico de informação acessível ao público relativa a fichas e ordens através de fichas⁶⁴¹ que representam instrumentos financeiros, tal front-end não é uma condição sine qua non para disponibilizar detalhes de transacções concretas; com base na informação acessível ao público, também é possível uma conclusão sem tal sistema de informação e nenhuma transacção concreta é intermediada.

2.5.4 TVTG e DEX

353

No Diário Oficial do Orçamento Federal (BuA) de 2019/54 da TVTG, as trocas descentralizadas (DEX) são mencionadas em conexão com as emendas ao DDA.⁶⁴² O artigo 2º, parágrafo 1 lit SPG zquater emendado em 2019/54 e lit zter emendado em 2019/93 abrange os operadores de plataformas de negociação de moedas virtuais e fichas sob o TVTG. Não cobre explicitamente os operadores de interfaces que facilitam o uso de um DEX para leigos técnicos, exibindo informações sobre determinados tokens e ofertas relacionadas a esses tokens graficamente em

definidas, mas é meramente concebido como um fornecedor de informações técnicas e de serviços para pessoas interessadas na negociação de instrumentos financeiros - ou seja, como uma interface de pura informação - e a interface, portanto, só permite a nomeação de pessoas interessadas em comprar ou vender instrumentos financeiros, não é regulado pela lei do mercado financeiro.

⁶⁴¹ Normalmente, os operadores de interface também oferecem a possibilidade de um usuário criar novos pedidos diretamente no DEX.

⁶⁴² BuA 2019/54, p 305.

um site (bulletin boards). Não há dúvida de que esta provisão na DDA pretende ser uma provisão para todos. As consequências legais na prática continuam por ver, mas esta disposição parece representar uma lei morta mesmo antes da entrada em vigor do TVTG.

Isto porque ainda não está claro quais os factos que, em última análise, 354 devem ser cobertos. A troca de moeda com curso legal contra fichas, bem como fichas contra outras fichas, já está coberta pelo prestador de serviços de troca de VT de acordo com o Art. 2 Parágrafo 1 lit r TVTG.⁶⁴³ O Bulletin Board não deve ser explicitamente abrangido pelo disposto no artigo 2.º, n.º 1 lit t TVTG emendado pelo BuA 2019/54 ou no artigo 2.º, n.º 1 lit t TVTG emendado pelo BuA 2019/93.

O prestador de serviços de preços VT publica informações de preços 355 agregados atuais de fichas. O governo refere-se a um operador de plataforma cuja plataforma funciona como um quadro de avisos, e afirma que às vezes eles têm que usar fornecedores de serviços de preços de TV ou fornecedores de serviços de troca de TV.⁶⁴⁴ Os prestadores de serviços de preços VT são assim parcialmente comparáveis aos serviços de fornecimento de dados no âmbito da MiFID II e MiFIR.⁶⁴⁵ No entanto, um quadro de avisos ou quadro de avisos que acede a um DEX não tem necessariamente de estar registado como fornecedor de serviços de preços VT. Tal quadro de avisos ou boletim fornece aos usuários de sistemas de TV informações agregadas de preços, ou seja,

⁶⁴³ IdF BuA 2019/54.

⁶⁴⁴ BuA 2019/54, p 162.

⁶⁴⁵ Ver Capítulo II.2.5.6.

o preço médio de venda ou compra *das "transações concluídas em um sistema de TV em relação a fichas" com*⁶⁴⁶ base em ofertas de compra e venda ou transações concluídas.

- 356 Contudo, um quadro de avisos reflecte principalmente informações da cadeia de blocos relacionadas com fichas e ordens específicas e não contém informações agregadas de preços no sentido dos preços médios das transações concluídas num sistema VT. Se apenas for exibida informação sobre ofertas específicas de um DEX, não é fornecido nenhum preço médio e, portanto, nenhuma informação agregada de preços. Escusado será dizer que um operador de um quadro de avisos é livre de oferecer também tais serviços e, portanto, teria que registrar tal serviço junto à FMA como um prestador de serviços de preços VT.⁶⁴⁷
- 357 Voltando aos operadores de uma plataforma de negociação de moedas virtuais ou fichas de acordo com o Art. 2 Parágrafo 1 lit zquater SPG emendado pelo SPG 2019/54 ou lit zter emendado pelo SPG 2019/93, deve ser notado que mesmo que este operador não altere as fichas contra o seu próprio livro, mas as adquira a terceiros, por exemplo, por ordem, tal situação⁶⁴⁸ é registrada pelo custodiante da ficha ou chave de VT, uma vez que tal ator necessariamente terá a ficha ou chave de VT⁶⁴⁹ por pelo menos um segundo legal ao executar a transação correspondente. No entanto, são precisamente estas áreas de negócio que o Art.

⁶⁴⁶ BuA 2019/54, p 162.

⁶⁴⁷ Art 2 para 1 lit k e t em conexão com Art 11 para 1 e Art 12 para 1 em conexão com Art 23 TVTG como emendado por BuA 2019/54.

⁶⁴⁸ Art. 2, n.º 1 lit n e o TVTG conforme emendado por BuA 2019/54.

⁶⁴⁹ Cf. comentários sobre as trocas criptográficas no âmbito do prestador de serviços de trocas VT em BuA 2019/54, p. 158 e seguintes, em particular p. 160 último parágrafo.

2.º, n.º 1 lit DDA emendada pela DDA 2019/54 e a ninhada zter emendada pela DDA 2019/93 devem cobrir de acordo com o relatório e a proposta. Isso parece redundante, pois os prestadores de serviços de TV sujeitos a registro, que cobrem exatamente tais modelos de negócios como descritos acima, estão sujeitos à devida diligência de acordo com o Art. 2, parágrafo 1 lit l e n a r TVTG conforme emendado pelo Federal Law Gazette 2019/54 ou lit k e m a q TVTG conforme emendado pelo Federal Law Gazette 2019/93.⁶⁵⁰ Que outra actividade poderia significar não é clara mesmo à luz do dia, pois também se afirma que a actividade de um operador de plataforma de negociação para moedas ou fichas virtuais deve ir além de uma mera actividade de corretagem sem qualquer envolvimento nos fluxos de pagamento.⁶⁵¹

2.5.5 Quadro de Avisos de Conclusão e DEX como fornecedor de serviços de preços VT?

O governo declara em BuA 2019/54 na página 160 que os operadores de interfaces ou sistemas de informação que acessam um DEX e apresentam informações sobre fichas ou ordens listadas nele em forma processada fornecem informações agregadas de preços. Embora este possa ser o caso, não é obrigatório. Um operador de tal quadro de avisos, que

358

⁶⁵⁰ Em outras palavras, os custódios simbólicos de VT, os custódios de chaves de VT e os prestadores de serviços de troca de VT (cf. Art. 3 para. 1 lit r DDA conforme emendado até 2019/93).

⁶⁵¹ As declarações em BuA 2019/54 S 304, sobre a atribuição de um Contrato Smart ao operador da plataforma de negociação, também não são convincentes, pois isso regularmente não cria nenhum controle técnico ou influência no processamento da transação, pois um Contrato Smart representa uma estrutura autónoma em uma cadeia de blocos descentralizada, que pode ser controlada por qualquer pessoa.

obtem e reflete informações públicas de um DEX, fornece informações da cadeia de blocos relativas a fichas específicas e ordens específicas que podem ser concluídas bilateralmente. Este procedimento não constitui o fornecimento de informação agregada de preços no sentido dos preços médios das transações concluídas num sistema VT, mas reflecte preços concretos de ofertas concretas de venda ou compra. No entanto, se não só a informação (preço) sobre ofertas específicas for processada graficamente num DEX, mas os preços médios forem realmente exibidos, um prestador de serviços VT pode estar disponível, que deve estar registado na FMA.

- 359 O SPG, tal como alterado pelo BuA 2019/54, abrange os operadores de plataformas de negociação de moedas virtuais ou fichas de acordo com o TVTG como pessoas sujeitas a due diligence. Mesmo que isto seja apenas para ser visto como um mero "apanhado - tudo", ainda não está claro quais os papéis a serem subsumidos sob isto. As pessoas que operam plataformas de negociação através das quais é possível trocar moedas virtuais por moeda com curso legal, outras moedas virtuais ou fichas devem ser cobertas. A actividade de intercâmbio contra o seu próprio livro já está coberta pela actividade de um prestador de serviços de intercâmbio de VT. Se as fichas forem compradas ou vendidas no âmbito de um contrato de procuração, o próprio governo declara que é legalmente assumido que as fichas ou chaves privadas são detidas ou geridas pelo empreiteiro durante pelo menos um segundo legal,⁶⁵² razão pela qual esta actividade é coberta pelo depósito de fichas ou pelo depósito de chaves VT. Como resultado, parece haver

⁶⁵² BuA 2019/54, p 160.

pouco espaço para o operador de plataformas de negociação para moedas virtuais ou fichas. A terminologia "plataforma de negociação" sugeriria transacções concebidas multilateralmente, mas a lei estabelece que a actividade deve ir *"além de uma mera actividade intermediária sem envolvimento nos fluxos de pagamento"*. Se,⁶⁵³ no entanto, ocorrer uma negociação principal compatível, o operador de tal plataforma age, por um lado, contra o seu próprio livro e, por outro lado, executa ordens de clientes. Também neste caso, é garantido que apenas um prestador de serviços de TV pode realizar tais transacções. A este respeito, o significado prático desta disposição na ADD parece ser controlável.

2.5.6 Serviços de fornecimento de dados e quadros de avisos

Além das empresas de investimento e dos mercados regulamentados, a MiFID II também fornece serviços de fornecimento de dados⁶⁵⁴ que devem ser alocados ao segmento de reporte (fornecedores de serviços de reporte de dados).⁶⁵⁵ Sob a MiFID II existem sistemas de publicação

360

⁶⁵³ Art. 2, parágrafo 1 litro z quater SPG, emendado por BuA 2019/54.

⁶⁵⁴ Os custos de licenciamento de um serviço de fornecimento de dados com a FMA ascendem a CHF 30.000,00 (Anexo 1 Secção A No. 1 lit q para a FMA). A taxa anual de supervisão é de no mínimo CHF 20.000,00 e no máximo CHF 150.000,00 (Anexo 2, Título I, Seção I da FMA).

⁶⁵⁵ Art 4 (1) No 63 MiFID II; Art 3a (1) Z 46 a 49 Lei Bancária.

aprovados⁶⁵⁶, provedores de tickers de dados consolidados⁶⁵⁷ e mecanismos de relatórios aprovados.⁶⁵⁸ Esses serviços de fornecimento de dados são basicamente diferenciados entre o Relatório de Transações e o Relatório de Comércio. Na comunicação de transacções, as informações sobre transacções com instrumentos financeiros são enviadas à autoridade de supervisão nacional, a fim de permitir a monitorização do mercado e detectar irregularidades ou negociações conspícuas numa fase precoce.⁶⁵⁹ O Trade Reporting, por outro lado, publica informações sobre transacções de títulos e, assim, disponibiliza-as a outros participantes do mercado.⁶⁶⁰ Isto destina-se a contrariar uma distribuição assimétrica de informação e também permite encontrar a melhor plataforma de negociação para a execução de ordens.

361 O procedimento de autorização é o mesmo para todos os serviços de fornecimento de dados.⁶⁶¹ A APA é obrigatória para empresas de investimento e internalizadores sistemáticos que executam transacções em instrumentos financeiros negociados em plataformas de negociação por sua própria conta ou em nome de clientes. Nos termos dos artigos 20 e 21 do MiFIR, é obrigatório publicar o volume, preço e hora de conclusão das transacções em determinados instrumentos financeiros no

⁶⁵⁶ Aprovado acordo de publicação ou APA; Art 4 Abs 1 Nr 52 MiFID II.

⁶⁵⁷ Fornecedor de fita adesiva consolidada ou CTP; Artigo 4 (1) No 53 MiFID II. Se compararmos a versão inglesa com a versão alemã da MiFID II, verificamos que houve um erro de tradução na disposição citada. Os APAs (sistemas de publicação aprovados) foram traduzidos incorretamente aqui como "APS".

⁶⁵⁸ Mecanismo de relatório aprovado ou ARM; Art 4 Abs 1 Nr 54 MiFID II.

⁶⁵⁹ Comunicação de detalhes das transacções às autoridades competentes (aspecto de comunicação).

⁶⁶⁰ Publicação de informação comercial (aspecto publicitário).

⁶⁶¹ Art 59 ff MiFID II.

contexto da transparência da negociação. Um fornecedor de software que oferece uma interface para um DEX em que os tokens de segurança também são negociados, publica informações de negociação relativas a instrumentos financeiros, mas não de bancos, empresas de investimento ou empresas de gestão de ativos, desde que a informação seja processada e exibida pela cadeia de blocos. No máximo, isso seria concebível se um internalizador sistemático aparecesse em um DEX. Nesse caso, no entanto, o internalizador teria de assegurar a sua ligação a uma APA aprovada.

Por esta razão, um operador de uma interface para um DEX⁶⁶² também 362 não é um CTP, pois tais dados são consolidados em um fluxo de dados ao vivo, através do qual o preço e os volumes de dados de negociação de um instrumento financeiro podem ser recuperados. No entanto, a informação de negociação refere-se exclusivamente a dados sobre instrumentos financeiros específicos em mercados regulamentados, MTF, OTF e sistemas de publicação aprovados.⁶⁶³ Uma bolsa descentralizada, na qual fichas representando instrumentos financeiros são às vezes negociadas, não constitui tal local de negociação ou serviço de fornecimento de dados, razão pela qual o fornecimento no CTP também não é relevante para tal quadro de avisos ou plataforma de informação que acesse um DEX baseado em blocos.

Tal prestador de serviços de interface com um DEX não tem que se re- 363 portar à autoridade supervisora nacional ou à ESMA e, portanto, não pode constituir um ARM.

⁶⁶² Ver Capítulo II.2.5 quadros de avisos ou um quadro de avisos baseado em software.

⁶⁶³ No Art. 4 (1) No 53 MiFID II traduzido erroneamente como "GSP".

2.6 Considerações Prospectivas

364 A Lei do Prospecto de Valores Mobiliários do Liechtenstein (WPPG) transpôs⁶⁶⁴ para o direito nacional, até 21.07.2019, a Directiva do Prospecto⁶⁶⁵ relativa à elaboração de um prospecto de valores mobiliários para a oferta pública de valores mobiliários⁶⁶⁶ ou para a sua admissão à negociação num mercado regulamentado.⁶⁶⁷ Desde 21.07.2019, o Decreto Prospecto⁶⁶⁸ também é directamente aplicável no EEE e, portanto, no Liechtenstein na sua totalidade e substitui a Directiva Prospecto.⁶⁶⁹ A implementação teve lugar no EEA Securities Prospectus Implementing Act.⁶⁷⁰ Para além de facilitar a elaboração de prospectos, o Regulamento centra-se principalmente nas excepções à elaboração de um prospecto. As emissões com um equivalente total inferior a 1 milhão de euros num período de doze meses não podem exigir um prospecto em qualquer Estado da UE ou do EEE. O Liechtenstein faz uso da possibilidade - oferecida pelo regulamento - e fixa o limiar nacional abaixo

⁶⁶⁴ LGBI 2007.196; incorrectamente e provavelmente com base num erro editorial, o Art. 1a (2) lit b BankV ainda se refere à WPPG em vez do Regulamento do Prospecto 2017/1129 e da WPPDG do EEE.

⁶⁶⁵ Directiva 2003/71/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj>.

⁶⁶⁶ O termo "títulos" refere-se em particular aos valores mobiliários e, portanto, aos instrumentos financeiros nos termos do Anexo 2 Seção C da Lei Bancária; cf. Art. 3 § 1 lit a WPPG, LGBI 2007.196.

⁶⁶⁷ Artigo 2(1) WPPG, LGBI 2007.196.

⁶⁶⁸ Regulamento 2017/1129, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>.

⁶⁶⁹ Decisão do Comité Misto do EEE / Decisão do Comité Misto do EEE (JCD) 84/2019 de 29.03.2019; cf. BuA 2019/36, p. 6; tome igualmente nota dos dois regulamentos delegados sobre o Regulamento do Prospecto EU/2019/979, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj e [EU/2019/980](http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>.

⁶⁷⁰ EEE SPA, LGBI 2019.159.

do qual não é necessário um prospecto em 8 milhões de euros dentro de um período de 12 meses.⁶⁷¹

2.6.1 Definição de valores mobiliários e oferta pública

do Regulamento do Prospecto, deve ser elaborado um prospecto de valores mobiliários para a oferta pública de valores mobiliários e a sua admissão à negociação num mercado regulamentado na UE ou no EEE. De acordo com o artigo 2.º litro de um Regulamento de Prospecto, os valores mobiliários neste sentido são valores mobiliários transferíveis na acepção do artigo 4.⁶⁷² O SESTA do Liechtenstein EEE e o Regulamento do Prospecto, assim como a antiga CMM austríaca⁶⁷³ e a CMM 2019,⁶⁷⁴ não cobrem os convites para a apresentação de ofertas (*invitatio ad offerendum*).⁶⁷⁵

365

⁶⁷¹ BuA 2019/36, p. 8; Artigo 3(b) EEE SPA.

⁶⁷² Com exceção dos instrumentos de pagamento ou do mercado monetário, nos termos do n.º 1 do artigo 4.º, n.º 17 da DMIF II com um prazo inferior a 12 meses. Cf. os instrumentos financeiros do Anexo 2 Seção C No. 1 do BankG.

⁶⁷³ § 1 par. 1 no. 1 KMG BGBl. no. 625/1991 conforme emendado em 02.01.2018.

⁶⁷⁴ Jornal Oficial Federal I n.º 62/2019; Artigo 1 (1) n.º 1 da Lei do Mercado de Capitais austríaca de 2019.

⁶⁷⁵ Cf. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2ª edição, § 1 Rz 8 mwN, segundo o qual o convite para fazer uma oferta e as notificações de conhecimento, nas quais a intenção de venda é imanente, também podem ser abrangidas pelo conceito de oferta pública, mas isto deve ser excluído com referência à frase legal "convite para subscrever", as condições concretas de subscrição também são necessárias

- 366 Por razões de protecção dos investidores, o conceito de um título deve ser interpretado em sentido lato.⁶⁷⁶ É essencial que estes sejam negociáveis e, portanto, fungíveis "certificados"⁶⁷⁷, que são emitidos "em grande número e com o mesmo conteúdo",⁶⁷⁸ para que os investidores adquiram direitos idênticos sem qualquer individualização.⁶⁷⁹
- 367 O termo "títulos" no Regulamento do Prospecto baseia-se, portanto, nos três critérios de padronização, transferibilidade e negociabilidade.⁶⁸⁰ Em particular, as acções nominativas com transmissibilidade restrita

para a subscrição. A existência de uma intenção concreta de venda como critério suficiente para uma oferta pública foi avaliada criticamente e rejeitada na doutrina austríaca dominante. Um potencial investidor deve receber pelo menos o *essentia negotii* em uma notificação relacionada a um valor mobiliário transferível. Isto também está de acordo com a redacção da lei, pois sem o conteúdo contratual necessário não é possível subscrever e, consequentemente, não é possível emitir um convite para subscrever valores mobiliários transferíveis - cf. a este respeito *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2^a edição, § 1 Rz 6 f mwN.

⁶⁷⁶ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 1^a edição, § 1 Rz 40; *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2^a edição, § 1 Rz 62 mwN, Rz 65.

⁶⁷⁷ Mesmo sem titularização, pode existir um título ou um direito de entrada em bolsa, no sentido dos valores mobiliários transaccionáveis. Isto já é evidente pelo facto de um prospecto de valores mobiliários dever também ser elaborado e aprovado pela autoridade de supervisão competente para a admissão de valores mobiliários num mercado regulamentado. Isto porque o n.º 1 do artigo 3º da CSDR exige que os títulos admitidos à negociação em locais de negociação - o mais tardar a partir de 2023 ou 2025 - sejam registados por meio de lançamentos contabilísticos na conta de títulos. O uso do termo "escritura", portanto, parece impreciso. Para a desmaterialização ver *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2^a edição, § 1 Rz 69 mwN.

⁶⁷⁸ *Zivny*, KMG, breve comentário, 2^a edição, § 1 Rz 61.

⁶⁷⁹ *Zivny*, KMG, breve comentário, 2^a edição, § 1 Rz 61.

⁶⁸⁰ Ver Capítulo II.2.3.1.

não devem, portanto, ser classificadas como valores mobiliários e, portanto, como instrumentos financeiros. Este não é necessariamente o caso dos acordos de lock-up.⁶⁸¹

Uma oferta pública é caracterizada por uma comunicação a um grupo 368 indefinido de pessoas⁶⁸² - ou seja, o público. Essa comunicação pode ser feita de qualquer forma e sob qualquer forma, desde que esteja disponível informação suficiente sobre os termos e condições da emissão e os instrumentos financeiros a emitir para permitir a um potencial investidor fazer um julgamento informado sobre se os valores mobiliários relevantes devem ser adquiridos ou subscritos (decisão de investimento); isto também se aplica à colocação de valores mobiliários através de um intermediário financeiro.⁶⁸³ Não há requisitos especiais em relação ao conceito de público. Assim, na opinião da BaFin, mesmo uma oferta dirigida apenas a um determinado grupo de pessoas - como empregados ou determinados grupos profissionais - é equivalente a uma oferta pública⁶⁸⁴. Na opinião da Áustria, no entanto, uma notificação (juntamente com informação suficiente sobre as condições de emissão) deve ser dirigida a um grupo basicamente ilimitado de destinatários, a fim de satisfazer o elemento público.⁶⁸⁵

⁶⁸¹ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 70 mwN; ESMA/2015/1874, Q&A, Prospectos 23^a versão actualizada - 15 de Dezembro de 2015, Pergunta 67, S 51 f.

⁶⁸² *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2^a edição, § 1 Rz 18; Comunicação ao público.

⁶⁸³ Art. 2 lit d Regulamento do Prospecto.

⁶⁸⁴ Ver BaFin, obrigação de publicar um prospecto, 01.11.2013, emendado pela última vez em 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpa-piere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html

⁶⁸⁵ *Zivny*, KMG, breve comentário, 2^a edição, § 1 Rz 18.

369

O elemento constitutivo da oferta pública é, portanto, além do elemento do público ou do público em geral, uma comunicação que deve conter informações suficientes sobre a questão. O termo "comunicação" já é por lei para ser interpretado de forma muito ampla e inclui qualquer tipo de comunicação. No entanto, a oferta pública deve ser sempre baseada num conceito de lei de mercado. Assim, uma oferta pública deve ser assumida se os potenciais investidores forem dirigidos de forma direccionada e se forem informados sobre o conteúdo essencial do contrato, tais como, em particular, a parte contratante e o emitente, o tipo de produto financeiro emitido, o prazo (se aplicável), o preço concreto e as possibilidades de subscrição, bem como o ISIN⁶⁸⁶, se aplicável. Se, como resultado da comunicação, os investidores puderem subscrever eles próprios os valores mobiliários transferíveis ou fazer uma oferta de subscrição ou colocar uma ordem de compra dos mesmos, deve ser assumida uma comunicação que constitua uma oferta pública.⁶⁸⁷

370

Este entendimento de oferta pública também se aplica à colocação (com ou sem um compromisso firme de recebimento) de valores mobiliários por terceiros. A⁶⁸⁸ obrigação de elaborar um prospecto de títulos aplica-se a qualquer pessoa que ofereça títulos ao público através da sua emissão (emissão *nostro* ou emissão própria, mas também uma emissão

⁶⁸⁶ Número Internacional de Identificação de Títulos.

⁶⁸⁷ *Zivny*, KMG, *Kurzkommentar*, 2ª edição, § 1 Rz 7; ver também BuA 2007/38, p. 27.

⁶⁸⁸ Os fornecedores em uma oferta secundária também estão incluídos.

loro ou uma emissão de terceiros).⁶⁸⁹ A pessoa que, em última instância, solicita a admissão de valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado também está sujeita à obrigação de preparar um prospecto.⁶⁹⁰

Informações e entradas de preços em sistemas de negociação e ordens, bem como informações em sistemas de informação ou a actividade como criador de mercado não contam como uma comunicação no sentido de uma oferta pública.⁶⁹¹ 371

Sob este aspecto, o software de interface com um DEX⁶⁹² será normalmente - desde que apenas as informações relativas a fichas ou ordens na cadeia de blocos com referência a instrumentos financeiros sejam apresentadas de forma processada - considerado um sistema de informação, o que não implica qualquer obrigação de publicação de prospecto. Uma tal interface pode, portanto, como explicado, ser concebida, na medida do possível, sem regulamentação ao abrigo da legislação do Liechtenstein. No entanto, as fichas de segurança, através das quais a informação é exibida no front-end, também devem ser introduzidas no back-end, ou seja, o DEX na cadeia do bloco. 372

⁶⁸⁹ Contudo, a subscrição (com base num compromisso firme) ou a colocação (sem base num compromisso firme) de instrumentos financeiros constituem serviços de investimento nos termos do Anexo 2, Secção A, n.º 1, n.º 6 ou 7 da Lei Bancária.

⁶⁹⁰ Art. 3 par. 3 Regulamento do Prospecto; este não tem necessariamente de ser o emitente ao mesmo tempo (por exemplo, gestor principal). Isto não inclui a admissão à negociação de instrumentos financeiros em um MTF ou OTF. No entanto, a admissão à negociação num MTF ou OTF constituirá regularmente uma oferta pública.

⁶⁹¹ *Zivny*, KMG, breve comentário, 2ª edição, § 1 Rz 13.

⁶⁹² Ver Capítulo II.2.5.

373 Isto dependerá da actividade específica. Com referência à execução acima mencionada para a atividade de um formador de mercado, deve-se notar que isto não implica qualquer obrigação de publicar um prospecto. Para além dos instrumentos financeiros que estão sujeitos a requisitos de negociação, os criadores de mercado OTC e os internalizadores sistemáticos podem actuar num DEX e concluir transacções com fichas que representam instrumentos financeiros.⁶⁹³ O aparecimento bilateral e a negociação por conta própria num DEX - independentemente de ser realizada ⁶⁹⁴pelos agentes do mercado financeiro acima mencionados ou por empresas não regulamentadas - exclui, portanto, a existência de uma notificação e, conseqüentemente, de uma oferta pública na acepção do Regulamento do Prospecto e, portanto, não deve ser elaborado um prospecto de valores mobiliários para esta actividade.

374 Se, por outro lado, não forem realizadas operações relativas a fichas que representem instrumentos financeiros por conta própria, mas tais fichas forem oferecidas num DEX, que é⁶⁹⁵ público em si mesmo⁶⁹⁶, é

⁶⁹³ Ver Capítulo II.2.4, em especial a nota de margem 287 e o Capítulo II.2.5, em especial a nota de margem 332.

⁶⁹⁴ Em contrapartida, se não houver uma oferta pública nas actividades de um criador de mercado autorizado, o mesmo deve acontecer com a negociação bilateral por conta própria, numa base não contínua, por empresas não regulamentadas.

⁶⁹⁵ Uma restrição dos destinatários poderia, no entanto, ser implementada tecnicamente diretamente no token, o que poderia posteriormente excluir o público ou, na melhor das hipóteses, a possibilidade de transferência no mercado de capitais.

⁶⁹⁶ A FMA só aprova o prospecto e o prospecto não é aprovado nem autorizado, pois a FMA só verifica as formalidades do prospecto mas não o seu conteúdo. A taxa cobrada pela FMA para aprovar um prospecto é de CHF 5.000,00 (Anexo 1, Seção C, No. 3 lit a da Lei das FMA)

necessário elaborar e aprovar um prospecto de valores mobiliários, a menos que se aplique uma exceção. Isto cria potencialmente o problema de que uma oferta pública global com um círculo global de destinatários é feita através de um DEX, mas que não existem regulamentos interjurisdicionais correspondentes.⁶⁹⁷ Este problema não é novo, mas existe desde o advento da Internet.⁶⁹⁸ Finalmente, em relação aos instrumentos financeiros simbólicos, a exigência de que os prospectos de títulos sejam fáceis de compreender deve também ser tida em conta.⁶⁹⁹

2.6.2 Isenções da obrigação de publicar um prospecto

Uma oferta de valores mobiliários ao público não está sujeita à obrigação de publicar um prospecto aprovado nos termos do nº1 do artigo 3º do Regulamento do Prospecto, se tal oferta não estiver sujeita a notificação nos termos do artigo 25º do Regulamento do Prospecto⁷⁰⁰, ou se o valor total de uma oferta ao público no EEE durante um período

375

⁶⁹⁷ Teoricamente, pelo menos, a participação ou subscrição poderia ser tecnologicamente excluída de certas jurisdições.

⁶⁹⁸ Cf. os comentários de BaFin, requisito de Prospecto - posição legal desde 21.07.2019, emendado pela última vez em 05.08.2019, Secção II, Ponto 4.

⁶⁹⁹ Art. 37 e 40 da DelVO 2019/980; cf. Folheto BaFin Examination of securities prospectus for comprehensibility, WA 51-Wp 7115-2019/0099 e Folheto BaFin Segunda carta de informação sobre prospectos e requisitos de permissão em conexão com a emissão dos chamados "crypto tokens", WA 51-Wp 7100-2019/0011 e IF 1-AZB 1505-2019/0003.

⁷⁰⁰ É o caso, por exemplo, de investimentos ao abrigo da lei alemã ou de investimentos ao abrigo da lei austríaca. Em geral, trata-se de valores mobiliários cuja oferta pública está sujeita à obrigação de publicação de informação nos termos da legislação nacional, ainda que esses valores mobiliários não sejam valores mobiliários e, portanto, instrumentos financeiros na acepção da DMIF II, mas sejam apenas classificados como produtos de investimento por um legislador nacional.

de doze meses não exceder 8 milhões de euros ou o equivalente em francos suíços. De acordo com o⁷⁰¹ considerando 13 do Regulamento do Prospecto, este limiar é variável, uma vez que pode ser fixado entre 1 e 8 milhões de euros em cada Estado-Membro da UE ou do EEE. Abaixo de um total equivalente a 1 milhão de euros em 12 meses, no caso de uma oferta pública na UE ou no EEE, não é necessário prospecto.⁷⁰²

376 Outras exceções à obrigação de publicar um prospecto estão estipuladas nos n.ºs 2 a 5 do artigo 1º do Regulamento do Prospecto. As exceções mais importantes no que diz respeito às ofertas públicas nos termos do Art. 1, parágrafo 4 do Regulamento do Prospecto são as seguintes

- Uma oferta pública de valores mobiliários dirigidos exclusivamente a investidores qualificados⁷⁰³ (Art. 1, n.º 4 litro um Regulamento de Prospecto)

⁷⁰¹ O limite de 8 milhões de euros em 12 meses aplica-se apenas ao Liechtenstein e, em outras jurisdições, a partir de 1 milhão de euros, podem ser necessárias certas fichas de informação sobre valores mobiliários ou um prospecto formal em 12 meses.

⁷⁰² Art. 1, par. 3 Regulamento do Prospecto.

⁷⁰³ A avaliação de um investidor ser profissional ou não profissional deve ser realizada pelo emissor de acordo com o Anexo 1 do AMA (Anexo II da MiFID II). Em princípio, uma subdivisão é feita em contrapartes adequadas ou investidores institucionais, investidores profissionais e investidores não profissionais. Os investidores profissionais são divididos em membros profissionais nascidos (instituições financeiras ou intermediários financeiros) e membros profissionais eleitos (investidores não profissionais, que podem ser tratados como clientes profissionais a pedido, se satisfizerem determinados critérios; o chamado opt-in). Investidores profissionais e até mesmo instituições financeiras podem ser tratados como clientes não-profissionais, optando pela exclusão.

- Uma oferta de valores mobiliários dirigida a menos de 150 investidores não qualificados em cada Estado-Membro (artigo 1.º, n.º 4, alínea b), do Regulamento do Prospecto);
- Uma oferta de valores mobiliários com um valor nominal mínimo por unidade ou um investimento mínimo de 100.000 euros (Art. 1.º, n.º 4, alíneas c) e d) do Regulamento do Prospecto)

Deve-se notar que se uma destas exceções for invocada, o sistema de passaporte da UE não pode mais ser utilizado.⁷⁰⁴

2.6.3 Conclusão Jogadores em uma exigência de DEX e prospecto

A obrigação de elaborar um prospecto surge no caso de uma oferta pública de valores mobiliários (emissão *nostro* ou *loro*) ou admissão de valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado, a menos que se aplique uma exceção, mas não abrange a admissão à negociação num MTF ou OTF. A oferta ao público exige que a oferta seja feita por meio de um aviso ao público. 377

Por exemplo, as entradas de informações e preços em sistemas comerciais e de ordens, dados em sistemas de informação ou a atividade de um formador de mercado não são consideradas como informações que seriam necessárias para uma oferta pública. 378

Os sistemas de informação (*front-end*), que processam e reproduzem a informação de um DEX (*back-end*) em relação a fichas e ordens individuais através de fichas, que por vezes representam instrumentos financeiros, não desencadeiam uma obrigação de prospecto devido à ausência de uma oferta pública de valores mobiliários transferíveis. No 379

⁷⁰⁴ Ver o considerando 13 do Regulamento do Prospecto.

entanto, a questão é como é que esses símbolos de segurança podem chegar a um DEX e se já foi feita uma oferta pública. Se for esse o caso, o problema é que, a menos que isso seja tecnicamente impossível, uma emissão global é feita através do DEX, mas não há regulamentação global sobre ofertas públicas de instrumentos financeiros e prospectos de títulos.

- 380 Numa colocação de valores mobiliários transferíveis (sob a forma de fichas) num DEX, no entanto, desde que sejam comunicadas as negociações essenciais e que não se verifiquem circunstâncias excepcionais, será feita uma oferta pública, pelo que é necessário um prospecto.
- 381 Num DEX em que são negociadas fichas de segurança, os criadores de mercado (OTC) e os internalizadores sistemáticos podem, em princípio, agir como agentes do mercado financeiro. Como explicado anteriormente, as suas actividades não constituem uma oferta pública e, por conseguinte, não implicam uma exigência de prospecto, uma vez que asseguram a liquidez no mercado de capitais através da realização contínua ou sistemática e, em grande medida, da negociação exclusiva de instrumentos financeiros. No entanto, essa negociação bilateral contra o seu próprio livro ou em seu próprio nome e por sua própria conta não constitui uma comunicação ao público dos termos e condições das ofertas de instrumentos financeiros. As obrigações de negociação aplicáveis às empresas de investimento no que diz respeito a títulos de capital e certos derivados nos termos do artigo 23º e do artigo 28º MiFIR devem ser tidas em conta.

2.7 Moedas Estáveis e Dinheiro Electrónico

- 382 O termo stablecoin não é uma definição legal, mas as stablecoins caracterizam-se pelo facto de estarem ligadas a diferentes activos ("asset-

backed"; "currency-pegged") e são em grande parte removidas da volatilidade por estes valores depositados. É precisamente ligando tais moedas ou fichas a moedas legais que por vezes cumprem uma função de representação de dinheiro. Neste contexto, surge sempre a questão de saber se as moedas estáveis constituem dinheiro electrónico.⁷⁰⁵

Além do dinheiro eletrônico, as moedas estáveis também podem ser 383
derivativos (mercadorias), dependendo de sua forma específica. Um exemplo concebível seria uma ficha com base no preço do ouro. Neste caso, como é habitual nos contratos de derivados, o tempo relevante para o preço de conclusão do contrato e o tempo relevante para o valor de cumprimento ou realização do contrato seriam diferentes e o valor seria derivado do activo subjacente (preço do ouro).⁷⁰⁶

Também seria concebível que um crédito real no sentido do pedido de 384
restituição fosse representado num sinal como uma saída do título completo equivalente a um documento de bens civis ou comerciais.⁷⁰⁷ Para permanecer com o exemplo do ouro, o pedido (real) de restituição de

⁷⁰⁵ Ver Capítulo II.2.2.2.

⁷⁰⁶ Cf. as observações do Capítulo II.2.3.3 relativas às operações com produtos derivados; cf. também, sobre a tokenização do direito de propriedade, Título I. Capítulo I.1.2, que não constitui um instrumento financeiro.

⁷⁰⁷ Devido à desmaterialização e, portanto, à falta do elemento de corporeidade, este é provavelmente um "direito de mercadorias" ou direito de propriedade de natureza real.

uma peça de ouro específica (no sentido de uma dívida especial) poderia ser simbólico. Um tal símbolo não seria registado como um instrumento financeiro ao abrigo da lei de supervisão do Liechtenstein.⁷⁰⁸

385 Finalmente, voltando ao dinheiro electrónico, deve ser salientado que apenas podem ser cobradas taxas muito limitadas quando se resgata o dinheiro electrónico.⁷⁰⁹ Em princípio, a pedido de um cliente e detentor de dinheiro electrónico, o montante correspondente do dinheiro electrónico detido pelo cliente deve ser resgatado em qualquer momento (componente omnitemporal) pelo valor nominal. Além disso, as condições de resgate, incluindo quaisquer pedidos de remuneração, devem ser definidas de forma clara e transparente no contrato.⁷¹⁰

2.7.1 E-Money Act - âmbito de aplicação

386 O âmbito de aplicação da Lei da Moeda Electrónica (EGG) estende-se à emissão comercial de moeda electrónica por emitentes de moeda electrónica.⁷¹¹ Os emitentes de moeda electrónica são, em particular, instituições de crédito e de moeda electrónica.⁷¹² Isto inclui instituições de

⁷⁰⁸ Cf. mais adiante o Título I. Capítulo I.1.2, segundo o qual uma "quase-normalização" pode, no entanto, ser alcançada, por exemplo, através de um acordo de guarda.

⁷⁰⁹ Como por exemplo sob a forma de taxas ou outras vantagens; Artigo 44 ECG.

⁷¹⁰ Considerando 18 da Directiva E-Money; ver também II.2.7.6 mais orientações.

⁷¹¹ Artigo 2 (1) ECG; Artigo 1 (1) E-Money Directive 2009/110/EC, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj>.

⁷¹² Artigo 3(1)(c) do Tratado CE; o capital mínimo das instituições de moeda electrónica é de 350.000,00 euros ou o equivalente em CHF (artigo 8(2) do Tratado CE) A taxa de licença cobrada pela FMA para instituições de dinheiro electrónico é de CHF 30.000,00 de acordo com o Anexo 1, Seção A, No. 1, lit. g

crédito na aceção da CRD IV⁷¹³ incluindo sucursais de empresas de países terceiros na União Europeia - de acordo com a respectiva legislação nacional⁷¹⁴ - bem como as chamadas entidades jurídicas isentas (tais como as instituições especiais de moeda electrónica nos termos do artigo 30º da EGG).⁷¹⁵ Ao contrário do que acontece na Áustria, as outras actividades de uma instituição de moeda electrónica, nos termos do artigo 5 parágrafo 2 do Tratado CE, não têm de ser explicitamente cobertas pelas FMA do Liechtenstein na proibição administrativa do licenciamento.⁷¹⁶

FMA Act. A taxa de supervisão para as instituições de moeda electrónica é de pelo menos CHF 20.000,00 e no máximo CHF 120.000,00 por ano (Anexo 2, Parte I, Secção C, Nº 1 e 5 FMAA).

⁷¹³ A referência original refere-se ao regulamento anterior da CRD IV, Directiva 2006/48/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/48/oj>; cf. Art. 1 (1) (a) da Directiva E-Money.

⁷¹⁴ Artigo 1 (1) (a) da Directiva E-Money em conjugação com o artigo 38º e o artigo 4º (3) da CRD III.

⁷¹⁵ Cf. art. 2º nº 3 em conjugação com o art. 1º (3) da Directiva E-Money. O regulamento sobre sucursais de empresas domiciliadas em países terceiros foi revogado tanto no Tratado CE (Art. 28 ECG) como na Lei Bancária (Art. 30p a 30r Lei Bancária). Isto destina-se a esclarecer que as sucursais de Estados terceiros no Liechtenstein requerem subjectividade jurídica independente (ao contrário das sucursais) e aprovação. Cf. BuA 2018/98, p. 83 f.

⁷¹⁶ Cf. §3 parágrafo 3 öEGG "Além disso, as instituições de moeda electrónica podem realizar as seguintes actividades, desde que a sua licença lhes dê o direito de o fazer." Miczajka, Necessidade e âmbito da licença em *Vonkilch* (ed.), Commentary on the E-Money Act 2010, p 70 (p 73 f); além disso, outras actividades comerciais também podem ser realizadas (Art. 5 § 2 lit. e EGG; § 3 § 3 § 3 § 5 öEGG; Art. 6 § 1 lit. e Directiva E-Money) - como isto é trabalhar na prática permanece incerto - *ibid*, p 70 (p 77). Seria concebível implementar isto através de uma rigorosa separação organizacional semelhante à de uma empresa de investimento que opera um MTF através do qual podem ser negociados códigos de segurança

387

As instituições de moeda electrónica, juntamente com as suas homólogas de países terceiros, também se qualificam como emitentes de moeda electrónica ao abrigo da Directiva Moeda Electrónica.⁷¹⁷ Deve-se notar que as entidades de países terceiros devem ser estabelecidas de acordo com a legislação nacional. Na legislação nacional, a referência a países terceiros tem sido⁷¹⁸ regulada até agora no artigo 28. De acordo com as declarações contidas no relatório e a moção do governo para a introdução de uma lei sobre seguro de depósitos e compensação de investidores para bancos e empresas de investimento (EAG), estas disposições relativas às relações com países terceiros foram revogadas ao mesmo tempo que as disposições sobre empresas de países terceiros nos artigos 30p a 30r da Lei Bancária.^{719/720}

388

Na opinião do governo, isto deveria representar um ajustamento legal, uma vez que as sucursais de países terceiros não foram estabelecidas de acordo com a prática estabelecida até à data, mas estruturas empresariais independentes foram incorporadas na UE ou na AEE e, consequentemente, aprovadas.⁷²¹ Isto também deve deixar claro que os ramos só podem ser implementados por meio de autorização autónoma e, portanto, com sua própria subjetividade legal. Consequentemente,

representando instrumentos financeiros e que também oferece a negociação em códigos não regulamentados (cf. Capítulo II.2.4.1, FN 568).

⁷¹⁷ Artigo 1 (1) (b) em conjugação com o artigo 2 (1) e (3) em conjugação com o artigo 8º da Directiva Moeda Electrónica.

⁷¹⁸ IdF LGBI 2011.151.

⁷¹⁹ IdF LGBI 2011.243.

⁷²⁰ BuA 2019/13, S 100 f e BuA 2018/98 S 84 aE; EGG conforme alterado por LGBI 2019.106; BankG conforme alterado por LGBI 2019.105.

⁷²¹ Uma vez que os próprios licenciados também têm acesso ao sistema de pasaporte, ao contrário das sucursais sem personalidade jurídica.

será também colmatada a lacuna relativa às sucursais de empresas estabelecidas em países terceiros, que as impede de beneficiar do sistema Europass ou da liberdade de prestação de serviços e da liberdade de estabelecimento.⁷²²

Ao contrário das instituições de CRR, os emitentes ou instituições de moeda electrónica não estão sujeitos à obrigação, ao abrigo do direito das sociedades, de⁷²³ se constituírem como uma sociedade anónima ou uma Societas Europaea (SE), pelo que também podem ser estabelecidos sob outras formas legais. BaFin considera que, de acordo com a terminologia aí utilizada, o escritório central ou um operador de uma transação de dinheiro eletrónico também pode ser "*peçoas físicas, sociedades ou outras maiorias de peçoas, [...] peçoas jurídicas ou estruturas empresariais sem capacidade jurídica*".⁷²⁴ Segundo a lei do Liechtenstein, uma instituição de moeda electrónica e, conseqüentemente, um emissor de moeda electrónica, deve ser uma pessoa colectiva (art. 3, n.º 1 lit a e c ECG).

O âmbito de aplicação material da Directiva Moeda Electrónica diz assim respeito à emissão de moeda electrónica, enquanto o âmbito de aplicação pessoal diz respeito aos emitentes de moeda electrónica, o que, em última análise, resulta num âmbito de aplicação local de facto,

⁷²² BuA 2018/98 p 83 f; cf. no que diz respeito à independência jurídica dos ramos, a sua definição no Art. 3 n.º 1 n.º 16 CRD IV em conjunto com o Art. 4 n.º 1 n.º 17 CRR.

⁷²³ Artigo 18 da Lei Bancária.

⁷²⁴ BaFin Merkblatt - Informações sobre a Lei de Supervisão de Serviços de Pagamento (Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz, ZAG) de 22.12.2011, emendada pela última vez em 29.11.2017, Capítulo 4 iluminado a sublit bb, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33

em que os emitentes de moeda electrónica só podem existir e ser autorizados no EEE/UE. Deve-se notar que quando o dinheiro eletrônico é distribuído através de pontos de venda agindo em nome do emissor do dinheiro eletrônico, o contrato é celebrado entre um cliente e o emissor e não entre o cliente e um ponto de venda.⁷²⁵ De acordo com o Art. 14 (2) EGG, a emissão também é reservada para emissores de dinheiro eletrônico. Assim, não é possível contornar o regime de moeda electrónica emitindo um valor monetário num país terceiro que distribui esses valores monetários através de um ponto de venda num país membro do EEE ou da UE.

2.7.2 Conclusão sobre o âmbito territorial do regime da moeda electrónica

391 A Directiva E-Money e a implementação nacional na Lei E-Money abrangem a emissão profissional de moeda electrónica no que diz respeito ao âmbito material de aplicação. O âmbito de aplicação pessoal estende-se aos emitentes de moeda electrónica que emitem moeda electrónica. Os emitentes de moeda electrónica são, em particular, instituições de CRR e de moeda electrónica. Este âmbito de aplicação pessoal resulta implicitamente num âmbito de aplicação local. Uma vez que tais instituições só podem ser incorporadas e autorizadas na UE ou no EEE, não é possível emitir moeda electrónica em jurisdições estrangeiras que não estejam familiarizadas com o regime da moeda electrónica.

392 Assim, se for emitida uma ficha que representaria moeda electrónica se tivesse sido emitida na UE ou no EEE, não constitui moeda electrónica, desde que o emitente esteja estabelecido num país terceiro que não

⁷²⁵ *Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).*

reconheça a moeda electrónica e aí realize a emissão. Um exemplo dessa moeda electrónica que, na ausência de emissão na UE ou no EEE, não constitui moeda electrónica, mas que seria tratada como moeda electrónica se tivesse sido emitida num Estado-Membro, é o Tether.⁷²⁶ A distribuição de tal ficha por um terceiro (mas não por um ponto de venda agindo em nome do emitente) no EEE ou na UE não abre posteriormente o âmbito de aplicação do regime de moeda electrónica, nem deve ser considerada como um serviço de pagamento, uma vez que o âmbito de aplicação material se limita à emissão de moeda electrónica, tal como explicado acima e, se esse valor monetário for emitido sob a forma de um crédito contra um emitente num país terceiro, não pode haver moeda electrónica desde o início. Contudo, dada a relação entre o negócio de moeda electrónica e o negócio de depósitos, teria de ser examinado na respectiva jurisdição estrangeira se esse negócio de depósitos seria realizado ou se seria emitida uma obrigação ou outra obrigação.

2.7.3 fichas como dinheiro eletrônico, carteiras e certas contas de pagamento para dinheiro eletrônico

A moeda electrónica compreende seis elementos que devem ser cumulativos para constituir a moeda electrónica.⁷²⁷ Nos termos da Lei da Moeda Electrónica, a moeda electrónica é definida como (i) um valor electrónico ou magneticamente armazenado (ii) um valor monetário

393

⁷²⁶ Ver Capítulo II.2.7.6 detalhe.

⁷²⁷ Relatório EBA com conselhos para a Comissão Europeia sobre cripto-impostos, 09.01.2019, S 13, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

que é representado em (iii) um crédito contra o emitente de moeda electrónica, que (iv)⁷²⁸ é emitido contra o pagamento de um montante monetário a fim de (v) executar operações de pagamento (na acepção da Lei dos Serviços de Pagamento; PSA) e que também é aceite por (vi) pessoas singulares ou colectivas que não sejam o emitente de moeda electrónica.⁷²⁹

⁷²⁸ Na versão inglesa do art. 2(2) da Directiva E-Money, o termo "fundos" é utilizado para montantes monetários (emitidos no recebimento de fundos), que poderiam ser interpretados de forma mais ampla do que o termo alemão "Geldbeträge". No entanto, o termo "fundos" também deve ser interpretado de forma restrita no sentido de fundos e não no sentido lato de recursos financeiros ou activos. Isto também decorre do considerando 18 da Directiva E-Money, segundo o qual a moeda electrónica deve ser sempre resgatada pelo valor nominal; cf. também a decisão do Tribunal da EFTA de 30 de Maio de 2018 no Processo E-9/17 entre Edmund Falkenhahn AG e a Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>, margin note 27 - *"Um emitente de moeda electrónica está, portanto, proibido de fazer depender o valor de uma unidade de moeda electrónica de qualquer outro valor de referência, tal como uma onça de ouro, do valor nominal da moeda legal subjacente.* Para o Liechtenstein, isto também resulta do artigo 3, n.º 3 litro de um BankG, segundo o qual, meramente por ficção legal, não existe nenhuma transacção de depósito se o montante de dinheiro recebido for directamente trocado por dinheiro electrónico; contudo, se não existir nenhuma transacção de depósito, uma transacção de dinheiro electrónico também nunca poderá existir como consequência. O facto de a possibilidade de resgate da moeda electrónica ser factual e de este requisito só se poder aplicar à moeda com curso legal e à própria moeda electrónica é, além disso, claramente evidente pelo facto de os depósitos serem fundos incondicionalmente reembolsáveis e de a moeda electrónica não constituir, por ficção legal, um depósito se a quantia recebida for trocada directamente por um valor monetário armazenado electronicamente (moeda electrónica).

⁷²⁹ Artigo 3(1)(b) ECG; Nota: Os numerais romanos entre parênteses servem para esclarecer os elementos individuais da infracção; ver Relatório da EBA,

O dinheiro electrónico é utilizado principalmente para fins de pagamento e não para poupar. Ao aceitar fundos no decurso da emissão de dinheiro electrónico, não há, portanto, por ficção legal, nenhuma transacção de depósito. As⁷³⁰ instituições de moeda electrónica estão também proibidas de conceder empréstimos a partir de fundos ou juros sobre fundos recebidos em ligação com a emissão de moeda electrónica.⁷³¹ 394

No entanto, algumas moedas criptográficas são inerentemente geradas ou desenterradas pela chamada mineração e não são emitidas por uma entidade central. Se não houver um emissor central, tal emissor não pode emitir ou comprometer-se com uma reclamação.⁷³² As moedas criptográficas como o Bitcoin e o éter também não devem ser classificadas como moeda electrónica, uma vez que não existe um emissor de moeda electrónica contra o qual um crédito - representado num valor monetário magnético ou electrónico - possa ser dirigido. Isto está de 395

Relatório com conselhos para a Comissão Europeia sobre cripto-ativos, 09.01.2019, p. 13

⁷³⁰ Cf. Art. 3 (3) acendeu uma Lei Bancária e o Considerando 13 da Directiva Moeda Electrónica; cf. Capítulo II.2.2.2 - o negócio dos depósitos já não pode ser reactivado mesmo que exista uma excepção ao negócio da moeda electrónica, como neste caso, de um ponto de vista dogmático, a moeda electrónica - embora "não autorizada" - ainda está presente.

⁷³¹ Considerando 13 da Directiva E-Money; no entanto, podem ser concedidos juros se estes não estiverem ligados a um período de detenção. Além disso, o Art. 18 (4) (b) PSD II também permite que as instituições de pagamento emitam empréstimos a curto prazo a serem reembolsados em doze meses.

⁷³² Vgl die Ausführung in EBA Opinion on "virtual currencies", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>
Rz 179 - "absence of a redeemer" (ausência de redentor).

acordo com a visão da EBA⁷³³, que não considera as moedas criptográficas comparáveis com os serviços de pagamento convencionais ou com os regulamentos do mercado financeiro da UE em geral,⁷³⁴ embora por motivos provavelmente mal orientados.⁷³⁵

- 396 Além disso, moedas criptográficas como BTC ou ETH geralmente não representam reivindicações, mas sim, como "fichas de valor", uma ficha independente no sentido de conteúdo digital como mercadoria (dados ou software) e, portanto, moedas virtuais. Fichas como Bitcoin ou Ether não constituiriam, portanto, dinheiro eletrônico, mesmo que emitidas de forma centralizada, desde que não representem uma reclamação contra o emissor. Esta opinião foi expressa pela *Mersch*, membro da Comissão Executiva do BCE, num discurso ao BCE relacionado com a ficha "Libra" do Facebook: *"O primeiro desafio diz respeito à natureza fundamentalmente jurídica da Libra. A escolha é, essencialmente, se tratar a Libra como dinheiro eletrônico, como um instrumento financeiro ou como uma moeda virtual. A Libra não parece qualificar-se como dinheiro eletrônico, pois não incorpora uma reivindicação de seus titulares contra a Associação Libra"*⁷³⁶. As fichas podem representar reclamações e, portanto, dinheiro eletrônico, mas se elas representam uma ficha com valor intrínseco independente de uma reclamação (denominada em dinheiro), a ofensa ao

⁷³³ Autoridade Bancária Europeia.

⁷³⁴ Argumenta-se que as moedas criptográficas não deveriam estar sujeitas ao regime de moeda electrónica ou de serviços de pagamento, uma vez que isso lhes daria credibilidade que alegadamente não teriam.

⁷³⁵ EBA/Op/2014/08 de 04.07.2014, Rz 179 f.

⁷³⁶ *Mersch*, Discurso na Conferência Jurídica do BCE, Frankfurt am Main, 2 de Setembro de 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aeded9219.en.html>, chamada em 04.10.2019, 22:10

dinheiro eletrônico não pode existir. Tais fichas representam dados ou software no sentido de mercadoria ou conteúdo digital e não representam reivindicações nos livros, e portanto não estão sujeitas à tríade vinculada ou aos vasos comunicantes de dinheiro eletrônico, depósitos ou instrumentos financeiros.⁷³⁷ Mesmo que os BTC tivessem sido emitidos de forma centralizada, nunca poderiam constituir moeda eletrônica se um crédito contra o emitente não estivesse representado, como *a Terlau* implica em geral.⁷³⁸ Esta visão é dogmaticamente errada em vários aspectos e deve ser rejeitada, como será mostrado abaixo.

Coloca-se a questão de saber se, logo que haja uma reclamação contra o emitente, entra-se necessariamente na área do direito do mercado financeiro de instrumentos financeiros, depósitos ou dinheiro eletrônico. Por exemplo, um voucher na forma de uma ficha pode ser emitido contra o pagamento de fiat money. Se isto representar um crédito para a compra de bens ou serviços, tal voucher não constitui um instrumento financeiro, uma vez que o voucher é um instrumento de pagamento. Na ausência de uma obrigação incondicional de reembolso do dinheiro dado, também não há nenhuma transação de depósito.⁷³⁹ No entanto, coloca-se a questão de saber se o vale pode posteriormente representar um valor monetário (arg: emissão contra fiat money), sob a forma de uma reclamação (arg: reclamação para receber bens ou serviços do emissor), com a qual as operações de pagamento podem ser

⁷³⁷ Cf. também o Capítulo II.2.2.2 sobre esta questão de delimitação.

⁷³⁸ *Terlau* in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), *Banking Law Manual* § 55a, Rz 148.

⁷³⁹ Antecipando o resultado, se o negócio do depósito for negado, não pode haver mais negócios de dinheiro eletrônico.

realizadas (arg: resgate ou pagamento de bens ou serviços com tal vale electrónico).

- 398 No entanto, a qualificação já falha no primeiro critério de valor monetário. Tal qualificação só pode referir-se a um crédito monetário, que também está ligado à atribuição de um montante monetário. Os pré-requisitos são que o valor monetário deve ser necessariamente um montante monetário e que um crédito só pode estar relacionado com um crédito com data-valor em forma monetária, de modo que uma operação de pagamento deve ser efectuada nos termos do artigo 2º nº 2 ECG em conjugação com o artigo 4º nº 5 PSD II ou do artigo 3º, nº 1 lit b ECG em conjugação com o artigo 4º, nº 1 nº 54 ZDG. Assim, a provisão, transferência ou levantamento de fundos, que são definidos como dinheiro escritural, dinheiro em espécie e dinheiro electrónico nos termos do artigo 4.º, n.º 1 n.º 18 ZDG (artigo 4.º, n.º 25 PSD II), são essenciais para as operações de pagamento.
- 399 Como resultado, uma reivindicação para receber bens ou serviços nunca pode constituir dinheiro electrónico. Isto também é lógico, uma vez que o dinheiro electrónico é um caso especial legalmente fictício do negócio de depósitos - o negócio de depósitos é sempre baseado em fundos incondicionalmente reembolsáveis. BaFin tem a seguinte visão: *"O conceito de valor monetário abrange não só a moeda com curso legal, mas também qualquer tipo de meio de troca geralmente aceite como pagamento de*

*bens ou serviços específicos ou mesmo apenas num ambiente sócio-cultural específico ou apenas pelas partes de um acordo-quadro multilateral.*⁷⁴⁰ *Auffenberg* também divulga esta opinião com pouca diferenciação: *"As unidades de pagamento em cadeia de blocos já satisfazem estes requisitos devido ao caso de utilização imanente do pagamento, independentemente do seu desenho técnico concreto e da questão de saber se funcionam como unidades originais em cadeia de blocos através de uma cadeia de blocos aberta e descentralizada ou se são unidades de um Smart Contract numa cadeia de blocos emitida por um emissor central, nomeadamente o programador do Smart Contract.*⁷⁴¹ Este último confia em *Terlau* para a sua visão.⁷⁴²

Terlau argumenta que Bitcoin representa valores monetários, uma vez 400 *que os BTC agem como um meio de troca e pagamento.*⁷⁴³ *Pelas razões expostas, esta visão é dogmaticamente equivocada e deve ser rejeitada liminarmente. Um valor monetário pode referir-se exclusivamente a um crédito monetário para a execução de operações de pagamento; se não fosse um crédito em dinheiro, então, como explicado, nenhuma operação de pagamento na acepção da DSP II poderia ser executada desde o início, que se baseiam na provisão, levantamento ou transferência de fundos. Além disso, as transacções de moeda electrónica são apenas uma variante do negócio de depósitos; se a existência de um negócio de depósitos for a priori impossível, nunca poderá haver uma*

⁷⁴⁰ Folheto BaFin - Informações sobre a Lei de Supervisão de Serviços de Pagamento, P 4 a, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html

⁷⁴¹ *Auffenberg*, e-money on block-chain basis, BKR 2019, p. 341 (p. 342).

⁷⁴² *Terlau em Casper/Terlau*, ZAG, § 1a Rz 41 mwN.

⁷⁴³ *Terlau in Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Banking Law Manual § 55a, Rz 148.

transacção de moeda electrónica (argumentum a maiore ad ad minus, razão pela qual a transacção de moeda electrónica regulada na ECL não constitui uma *lex specialis* para o negócio de depósitos ao abrigo da Lei Bancária, uma vez que poderia, neste caso, derogar esta última)⁷⁴⁴. Um crédito que dá direito ao detentor a receber bens ou serviços pode representar ou funcionar como meio de troca, mas, devido à ausência de uma data-valor em termos monetários, não preenche os critérios de valor monetário com os quais as operações de pagamento podem ser realizadas.

401 Isto também é rigoroso, pois o dinheiro eletrônico dogmaticamente constitui um depósito ou fundos incondicionalmente reembolsáveis e existe apenas a ficção legal de que os fundos recebidos não constituem um depósito se os montantes recebidos forem trocados direta ou imediatamente por dinheiro eletrônico.⁷⁴⁵ Consequentemente, é também dogmaticamente rigoroso que quando se justifica uma excepção ao regime do dinheiro electrónico, o negócio dos depósitos já não pode ser reavivado com base nesta ficção. Isto porque, embora o âmbito de aplicação do Tratado CE esteja aberto, uma excepção - por exemplo, as

⁷⁴⁴ Cf. Capítulo II.2.2.2, FN 377 além disso, tanto a Lei Bancária como a Lei Introdutória ao Tratado CE constituem legislação especial. Na cascata de supervisão, a regulação dos bancos corresponde mesmo à regulação mais específica. Ver o negócio do dinheiro electrónico como uma *lex specialis* para o negócio dos depósitos, no entanto, não parece ser completamente correcto, uma vez que tanto a Lei Bancária como a Lei Introdutória regulamentam o negócio dos depósitos, pelo que por ficção legal, no caso de um negócio de depósitos com determinadas condições, consequências especiais estão ligadas ao negócio do dinheiro electrónico. O negócio dos depósitos e o negócio do dinheiro electrónico são, portanto, duas instituições legais separadas, que regulamentam ambos o negócio dos depósitos.

⁷⁴⁵ Cf. Art. 6, n.º 3 da Directiva E-Money e Art. 3, n.º 3, 3.º litro uma Lei Bancária.

redes limitadas - significa que a emissão de tal moeda electrónica não está sujeita a autorização. Não há, portanto, depósito, uma vez que é emitida moeda electrónica; a emissão de moeda electrónica pode, no entanto, ser isenta de autorização se existir uma excepção. Isto não exclui, contudo, à partida, o âmbito do Tratado CE e, conseqüentemente, não afecta o âmbito da Lei Bancária, que regula o negócio dos depósitos. Isto é ainda reforçado pelo fato de que tais excepções ao negócio do dinheiro eletrônico também devem ser relatadas às FMA.⁷⁴⁶

⁷⁴⁷No entanto, é correto dizer que o dinheiro eletrônico é a terceira 402 forma de dinheiro além de dinheiro em espécie e dinheiro contábil, pelo qual o dinheiro eletrônico não tem o propósito de economizar e não deve suportar juros⁷⁴⁸, mas é projetado para fazer pagamentos de pequenas quantias. Tal decorre já dos considerandos da Primeira Directiva E-Money⁷⁴⁹ - *"Para efeitos da presente directiva, a moeda electrónica pode ser considerada como um substituto electrónico das moedas e notas de banco que é armazenado electronicamente [...] e que se destina geralmente a ser utilizado para efectuar pagamentos de retalho por via electrónica"*.⁷⁵⁰ Já aqui foi argumentado que os fundos recebidos não constituem depósitos se a

⁷⁴⁶ Art 3 (3) ZDG.

⁷⁴⁷ Terlau in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), *Banking Law Manual* § 55a, Rz 11.

⁷⁴⁸ Ver o considerando 13 e o artigo 12 da segunda Directiva E-Money.

⁷⁴⁹ Directiva 2000/46/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2000/46/oj>.

⁷⁵⁰ Considerando 3 da Directiva 2000/46/CE.

moeda electrónica for emitida imediatamente *"tendo em conta as suas características específicas como substituto electrónico das moedas e notas"*⁷⁵¹; é também importante notar que, ao abrigo desta primeira directiva sobre moeda electrónica, se a moeda electrónica fosse depositada numa conta de crédito, a transacção de depósito era ainda estabelecida, ao contrário do que acontecia ao abrigo da segunda directiva sobre moeda electrónica.⁷⁵²

- 403 Auch die nationale Aufsichtsbehörde Englands, die Financial Conduct Authority oder kurz FCA, führt diese Argumentationslinie ins Treffen. Os sindicatos sindicatos estão dispostos a apoiar os sindicatos na sua gestão de finanças, como a Annahme von Geldern bei darauf folgendem Eintausch in E-Geld kein Einlagengeschäft zu begründen vermag: *"Se o valor monetário é mantido numa conta que pode ser usada por meios não electrónicos, isso aponta para que seja um depósito. Por exemplo, uma conta na qual os cheques podem ser sacados dificilmente será dinheiro eletrônico. Se um produto for concebido de tal forma que só poderá ser utilizado para pagamentos de montantes limitados e não como meio de poupança, essa característica aponta para o facto de ser moeda electrónica. [...] Em outras palavras, um depósito envolve a criação de uma relação devedor-credor sob a qual a pessoa que aceita o depósito armazena o valor para um eventual retorno. O dinheiro eletrônico, ao contrário, envolve a compra de um meio de pagamento"*.⁷⁵³ Dem folgend ergibt sich, dass das Einlagengeschäft und das E-Geldge-

⁷⁵¹ Considerando 7 da Directiva 2000/46/CE.

⁷⁵² Considerando 8 do EL 2000/46/CE.

⁷⁵³ PERG Capítulo 3A, Orientação sobre o âmbito do Regulamento do Dinheiro Electrónico 2011, Secção 3A.3: A definição de dinheiro electrónico, Versão 42, Setembro 2019, S 4 (P15).

schäft dogmatisch eng verbunden sind und zwingend auf eine Forderung lautend auf Geld abstellen. Der Unterschied liegt im Sparzweck der Einlagen und dem Zweck zur Durchführung von Zahlungsvorgängen des E-Geldes.

O BCE pode também apoiar o argumento de que o depósito e a moeda electrónica estão jurídica e economicamente relacionados: *"A presunção deve ser, portanto, que as instituições de moeda electrónica aceitam sempre depósitos, mesmo quando o período de tempo que decorre entre a realização do depósito e o esgotamento do valor monetário correspondente é bastante limitado"*.⁷⁵⁴ O negócio do dinheiro electrónico é uma forma especial de negócio de depósitos, que também é regulado de forma diferente devido a várias circunstâncias, tais como a falta de um objectivo de poupança e a proibição do pagamento de juros. 404

Diese Auseinandersetzung hat ihren Ursprung jedoch bereits in den 1990er Jahren. Die EZB hat die wirtschaftliche Similarität von E-Geld und Einlagen schon 1994 und 1998 in Zusammenhang mit der ersten E-Geld-RL 2000/46/EG aufgezeigt. As gem gem gems são consideradas como uma forma de compensação para a tensão de circulação de mercadorias, da mesma forma que as gems de trânsito, da mesma forma que as gems de trânsito de mercadorias. As nossas soluções de Kleinbetragszahlungen soll E-Geld dienen: *"O Relatório de 1994 indicou as semelhanças, em termos económicos, entre os depósitos à vista no sistema bancário, por um lado, e o valor carregado nos cartões pré-pagos, por outro. De* 405

⁷⁵⁴ Athanassiou/Mas-Guix, ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects, No 7 / July 2008, S 34, FN 91.

*facto, em ambos os casos, o cliente confia parte dos seus pertences a uma instituição. Assim, em muitos casos, a moeda electrónica entra em concorrência com a moeda bancária tradicional, uma situação que suscita a preocupação com a igualdade de condições de concorrência. No caso dos depósitos à ordem, os fundos disponíveis podem ser mobilizados através de vários instrumentos de pagamento, tais como cheques, ordens de transferência, etc. No caso da moeda electrónica, os fundos disponíveis só podem ser mobilizados através de um instrumento de pagamento específico, que é o meio de armazenamento que representa o poder de compra. Sempre que o emitente de moeda electrónica é uma instituição de crédito, a moeda electrónica torna-se, em termos económicos, um subconjunto da moeda bancária, embora existam diferenças práticas e técnicas óbvias. Por exemplo, a moeda bancária tradicional não é frequentemente utilizada para adquirir bens e serviços de muito baixo valor, porque os custos de processamento através de instrumentos de pagamento que a utilizam representariam uma parte demasiado elevada dos custos de transacção; inversamente, a moeda electrónica pode não ser utilizada para transacções de elevado valor".*⁷⁵⁵

- 406 O facto de a moeda electrónica só poder ter um valor monetário no sentido de um valor denominado em dinheiro decorre também do acórdão do Tribunal da EFTA no processo Edmund Falkenhahn AG - segundo o qual a moeda electrónica também não pode ser utilizada para fins de investimento; portanto, se um token estiver sujeito à volatilidade do mercado, pode ser adquirido para fins de investimento, a moeda elec-

⁷⁵⁵ Relatório do BCE sobre dinheiro electrónico, Agosto de 1998, p. 8, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

trónica nunca poderá estar presente: *"Para cumprir a sua função de substituição electrónica de moedas e notas, a moeda electrónica armazenada, que deve ser reembolsada em qualquer momento ao valor nominal, deve ter sempre um valor que corresponda ao valor dos montantes de dinheiro pagos por ela. Consequentemente, o dinheiro eletrônico não pode ser usado para fins de poupança ou investimento. Consequentemente, um modelo de negócio em que o valor da moeda electrónica estaria ligado ao preço do ouro por conta e risco do portador de moeda electrónica não é abrangido pelo âmbito de aplicação da Directiva Moeda Electrónica. Se o dinheiro electrónico pudesse estar ligado ao preço do ouro, o reembolso efectivo com base no valor facial seria puramente coincidente. Assim, a moeda electrónica não pode estar ligada a outra coisa que não seja o seu valor monetário.*⁷⁵⁶ Isto significa que as fichas, que representam dados ou software com valor inerente e, portanto, conteúdo digital no sentido de mercadoria ou moedas virtuais especialmente definidas, e que, portanto, podem estar sujeitas a flutuações de mercado, nunca podem representar dinheiro eletrônico, mesmo que também tenham uma função de representação de pagamento.⁷⁵⁷

Resulta de tudo o que foi dito que a redimibilidade do dinheiro electrónico é um elemento constitutivo dos factos e não uma mera consequência legal, uma vez que a redimibilidade implica a existência de um crédito. A capacidade de reembolso (incondicional) dos fundos é inerente ao negócio dos depósitos. A transacção de moeda electrónica constitui sempre uma transacção de depósito, que, no entanto, está sujeita

407

⁷⁵⁶ EFTA E-9/17, parágrafo 46.

⁷⁵⁷ Ver também o Capítulo II.2.7.8; ver também EFTA-EFTA E-9/17, R 27, segundo o qual a moeda electrónica só pode ser associada a uma quantia de dinheiro e deve corresponder sempre ao valor nominal da moeda recebida.

a um regime diferente quando é emitido imediatamente um valor monetário armazenado electronicamente. Se, no entanto, não puder existir nenhuma transação de depósito, não pode ocorrer nenhuma transação de dinheiro eletrônico. Como resultado, o direito de resgatar o valor monetário dado pelo valor nominal é de facto aplicável tanto à transacção de depósito como à transacção de moeda electrónica.

408 Enquanto um pagamento por cartão de débito é assim estabelecido como um "pay-now system" e um pagamento por cartão de crédito funciona de acordo com um "pay-later system", no caso do pagamento por moeda electrónica, o pagamento é feito quase antecipadamente a um emissor de moeda electrónica e, subsequentemente, este valor é transferido apenas para executar uma operação de pagamento ("pay-before system").⁷⁵⁸ Se não houver procura - pela devolução da quantia dada - e se tal procura não aparecer no passivo dos livros de uma empresa, também não pode haver dinheiro electrónico; as operações de pagamento são, como explicado, baseadas apenas em montantes monetários, pelo que as reclamações sobre bens não podem constituir dinheiro electrónico. Se existe um direito de resgate do montante monetário, o resgate pelo valor nominal não é meramente a sequência lógica e consequência legal da existência de um crédito ou direito de resgate, mas o resgate ou reembolso pelo valor nominal é de facto exemplar para a existência de depósitos ou dinheiro electrónico. Dogmaticamente, isto também é consistente e a redimibilidade do valor nominal como critério constitutivo da existência de moeda electrónica resulta da exigência de um valor monetário sob a forma de um crédito

⁷⁵⁸ *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, margem nº 51 (p. 30).

(fundos incondicionalmente reembolsáveis ou montantes monetários como consequência da transacção de depósito).⁷⁵⁹ Contudo, isto não deve e não deve levar a que o regime do dinheiro electrónico seja facilmente contornado, por exemplo, exigindo meramente o resgate a uma determinada percentagem fracionária. No entanto, isto não constituirá regularmente um problema no que diz respeito aos tokens, uma vez que, como o legislador da UE afirma no considerando 10 da 5ª Directiva AML, as moedas virtuais e o dinheiro electrónico são mutuamente exclusivas.

Apenas os créditos podem ser resgatados neste processo. As fichas que representam conteúdo digital no sentido de uma mercadoria ou mesmo moedas virtuais não são, portanto, dinheiro eletrônico, mas podem ser recompradas por um emissor independentemente disso, o que pode ter consequências fiscais, ou, de um ponto de vista regulatório, também pode ser uma casa de câmbio.⁷⁶⁰ A moeda electrónica representa a moeda do banco central que já foi emitida e não serve para criar novas

409

⁷⁵⁹ Os críticos poderiam argumentar que o requisito e, portanto, a possibilidade de reembolso está estabelecido no artigo 3 (1) (b) ECG e no artigo 2 (2) da Directiva Moeda Electrónica, enquanto que a possibilidade de reembolso pelo valor nominal não está definida no termo, mas foi transposta para o artigo 44 ECG e para o artigo 11 da Directiva Moeda Electrónica, pelo que a possibilidade de reembolso pelo valor nominal - ao contrário da possibilidade de reembolso - é apenas uma consequência legal. No entanto, como já foi explicado, tal não é o caso, uma vez que a transacção de depósito deve ser sempre tida em conta na avaliação da transacção de moeda electrónica e, consequentemente, o reembolso do valor nominal deve também basear-se num exemplo realista. Uma avaliação diferente não pode ser feita, mesmo tendo em conta o tratamento diferente dos depósitos em relação ao seu objectivo de poupança, o que significa que são permitidas taxas de juro e, por vezes, taxas mais elevadas do que para o dinheiro electrónico.

⁷⁶⁰ Ver Capítulo II.2.9 sobre as casas de câmbio.

unidades monetárias ou unidades de valor, como fichas. O dinheiro electrónico só pode existir se uma ficha representar realmente o dinheiro do fiat que foi emitido.⁷⁶¹

- 410 O conceito de "contra pagamento de uma soma de dinheiro" deve ser entendido num sentido mais amplo do que contra pagamento de "moeda com curso legal" e refere-se, por um lado, a esta mesma moeda com curso legal, ou seja, dinheiro em dinheiro e dinheiro escritural, e, por outro lado, ao próprio dinheiro electrónico, que tem uma função representativa como meio de pagamento. Em relação à ZDG, o legislador afirmou claramente que a moeda electrónica também é abrangida pelo conceito de montante monetário.⁷⁶² É importante notar que as fichas emitidas contra o dinheiro eletrônico podem, por sua vez, representar dinheiro eletrônico.⁷⁶³ Se uma ficha puder ser adquirida tanto contra pagamento de quantias monetárias como contra pagamento de

⁷⁶¹ Cf. *Lintner* in *Vonkilch (Hrsg)*, E-Geldgesetz 2010, § 1 Rz 15 e 16 com referência ao BaFin Merkblatt ZAG 2011: "Esta ligação a 'dinheiro convencional ou dinheiro escritural' em conjunto com a 'obrigação de resgatar' [...] destina-se a assegurar em grande medida a influência dos bancos centrais na política monetária e serve para proteger o monopólio monetário do Estado. [...] A emissão de dinheiro primário é ainda exclusivamente reservada ao banco central e às instituições de crédito que criam "dinheiro-espelho". A obrigação de emitir moeda electrónica no montante do valor nominal da quantia recebida é também motivada pela política monetária [...]. Por outro lado, se, por exemplo, forem dados bens ou serviços em vez de um montante monetário, esta troca através de sistemas de pagamento electrónico não se enquadra na definição de moeda electrónica de acordo com a redacção clara da Lei da Moeda Electrónica, mesmo que seja cumprida uma função económica semelhante.

⁷⁶² Artigo 3(1)(b) CE em conjunto com o artigo 4(1)(54) e (18) da ZDG.

⁷⁶³ Ver em detalhe *Nägele/Bergt*, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht - Regulatische Grauzone?, LJZ 2/18, p 63 (p 67).

outras fichas que não representem nem depósitos nem dinheiro electrónico, pode efectivamente resultar que as fichas que são adquiridas com quantias monetárias representam legalmente dinheiro electrónico, enquanto que as que são adquiridas com outras fichas no sentido acima referido não representam dinheiro electrónico (neste caso a reclamação teria de se relacionar com o reembolso dos activos dados - uma vez que as quantias monetárias, uma vez que as outras fichas). De um ponto de vista legal, tal constelação daria assim origem a duas fichas diferentes dependendo do tipo de aquisição; mesmo que seja tecnicamente possível que apenas uma ficha seja emitida, esta mistura de moeda electrónica com moeda não electrónica seria legalmente inadmissível se a mesma ficha fosse adquirida através de outras moedas criptográficas⁷⁶⁴, uma vez que não seria possível compreender que fichas do mesmo tipo devem representar a moeda electrónica e quais não. Para se qualificar como moeda electrónica, é portanto necessário diferenciar se a aquisição é feita por meio de uma soma de dinheiro ou com fichas que não representam, elas próprias, dinheiro electrónico. A questão legal crucial parece ser se o dinheiro eletrônico pode estar presente se um token a ser emitido só pode ser adquirido com dinheiro fiduciário e tokens que não representem dinheiro eletrônico.⁷⁶⁵ Neste caso, não são dados apenas montantes monetários, o que contraria a existência do dinheiro electrónico.⁷⁶⁶ Se, no entanto, houver uma exigência de reembolso das

⁷⁶⁴ Que, por sua vez, não constituem dinheiro electrónico.

⁷⁶⁵ Por exemplo, se uma aquisição só pode ser feita dando 50% de fiat money e 50% de outras fichas não regulamentadas, independentemente de isso ser economicamente viável.

⁷⁶⁶ Cf. também EFTA E-9/17 de 30.05.2018 - não há dinheiro electrónico quando emitido contra ouro.

quantias de dinheiro e fichas dadas, também se poderia argumentar que todos os critérios para a moeda electrónica são satisfeitos (neste caso "contra o pagamento de uma quantia de dinheiro") e que um reembolso "em excesso" (sob a forma de fichas, que devem ser colocadas de lado para além das quantias pagas) não é prejudicial para a existência de moeda electrónica (e, portanto, a evasão também se torna impossível).

- 411 No final, será provavelmente necessário diferenciar novamente em relação à aquisição por meio de fiat money e outras fichas - que não estão regulamentadas pela legislação do Liechtenstein - e esta constelação também parece ser apenas mais uma manifestação do problema descrito acima, em que uma ficha pode ser adquirida em troca de fiat money ou outras fichas. Se pelo menos uma aquisição parcial por meio de fiat money estiver prevista, pode-se assumir que os tokens adquiridos desta forma também representam e-money se os elementos restantes da infracção de e-money forem cumpridos - ao contrário daqueles adquiridos com moedas criptográficas. De forma impressionante, não pode fazer diferença se uma ficha recentemente emitida é emitida em troca de fiat money ou fichas ou em troca de fiat money e fichas.⁷⁶⁷ Se uma ficha for emitida contra moeda fiduciária, ela também representará tal ficha se os outros elementos do conceito de moeda electrónica forem cumpridos, enquanto uma ficha do mesmo desenho

⁷⁶⁷ O que se pretende aqui é que um token numa oferta Token possa ser adquirido num primeiro caso contra fiat money ou moedas virtuais (ambos são aceites como contrapartida), enquanto num segundo caso é necessário que os tokens só possam ser adquiridos contra fiat money e moedas virtuais (por exemplo, contra pagamento de 50 % do preço de aquisição em CHF e 50 % em BTC).

emitida contra moedas criptográficas não representa a moeda electrónica. No caso da aquisição de um token contra moeda fiduciária e moedas criptográficas, este problema apenas se torna mais agudo; se, por exemplo, um token recém emitido for adquirido por 50% contra CHF e 50% contra ETH, os 50% ou 0,5 unidades do token representarão moeda electrónica, desde que todas as outras características sejam cumpridas, enquanto os outros 50% não representam moeda electrónica; a razão deve ser juridicamente irrelevante. Embora tal implementação seja tecnicamente possível, é legalmente inadmissível, uma vez que teriam de ser emitidas duas fichas diferentes e, além disso, seria necessária autorização como instituição de moeda electrónica, pelo menos para a ficha que representa a moeda electrónica.

O valor monetário do dinheiro eletrônico é baseado em software ou armazenado em um meio físico (por exemplo, cartão/chip). Uma característica chave do dinheiro eletrônico é que não é necessário acessar nenhuma conta de pagamento e não são necessários elementos individualizados como senha ou PIN ou entrada TAN e nenhuma assinatura para a autorização de pagamento.⁷⁶⁸⁷⁶⁹ 412

A definição de dinheiro electrónico não deve impedir a inovação técnica.⁷⁷⁰ Neste contexto, coloca-se a questão de saber se a descentralização da cadeia de blocos contradiz o regime do dinheiro electrónico, apesar da intenção de neutralidade tecnológica. O regime de moeda 413

⁷⁶⁸ Neste caso, estaria disponível um instrumento personalizado, ou seja, um instrumento de pagamento nos termos do n.º 1 (48) ZDG do artigo 4.

⁷⁶⁹ *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 1 ff (p 12 f).

⁷⁷⁰ Considerando 8 da Directiva Dinheiro Electrónico 2009/110.

electrónica permite gerir o valor da moeda electrónica no servidor de um emitente (*conta específica para moeda electrónica*). No entanto, isto não deve levar à conclusão de que a moeda electrónica só pode ser mantida em tais contas específicas para moeda electrónica (a manter pelo emitente).

- 414 Em vez disso, o dinheiro eletrônico pode ser armazenado nos sistemas baseados em cartão e software mencionados acima, além desses sistemas baseados em servidor. Especialmente no caso de sistemas baseados em software, é concebível o armazenamento em suportes de dados, como o disco rígido de um computador. No entanto, isto também se aplica à cadeia de blocos ou carteiras, que, em última análise, são armazenados em suportes de dados da mesma forma, embora de forma descentralizada, ou seja, em vários suportes de dados. No espírito de neutralidade tecnológica, a redacção do considerando 8 da Directiva Moeda Electrónica, que se refere à moeda electrónica "*num suporte na posse do portador de moeda electrónica*", deve ser interpretada no sentido de que "posse" se refere ao poder de dispor das fichas electrónicas no sentido de um crédito em moeda digital ou de uma carteira/bolsa electrónica, especialmente porque os sistemas nacionais de direito civil serão diferentes nas jurisdições sujeitas ao direito da União e certamente não é objectivo da regulamentação torná-la dependente do respectivo direito civil nacional, quer a moeda electrónica esteja disponível ou não, quer a forma como esta deve ser implementada ou transferida no que respeita ao armazenamento.⁷⁷¹ Uma transferência desse dinheiro electrónico armazenado pode ser efectuada através da

⁷⁷¹ Cf. *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, margem nº 1 ff (p 12 f) e Considerando 8 da Directiva E-Money 2009/110.

atribuição do crédito representado. Não é necessário que seja transferido para uma conta de pagamento específica de dinheiro eletrônico com o novo credor. Em vez disso, o emissor do dinheiro eletrônico deve ser notificado como o devedor do novo credor. Isto pode ser feito através da apresentação do dinheiro electrónico da parte com direito a utilizá-lo.

Levando em conta o acima exposto e considerando os princípios do 415 direito civil e lembrando que o dinheiro eletrônico representa uma reclamação contra o emissor, deve ser possível manter fichas representando o dinheiro eletrônico em uma carteira e também transferi-las peer-to-peer em uma cadeia de blocos. De acordo com o direito puramente civil, um devedor não tem necessariamente que ser informado de uma cessão entre o cedente (antigo credor) e o cessionário (novo credor). No entanto, o cessionário, ou seja, um emissor de dinheiro eletrônico, poderia continuar a fazer o pagamento ao credor anterior em quitação da dívida sob o § 1395 ABGB se este último (o cessionário) não fosse informado da cessão. Na prática, porém, isto é provavelmente menos problemático no que diz respeito às fichas, uma vez que o direito de resgate e, portanto, o crédito reflectido na moeda electrónica também está ligado à moeda electrónica - no caso da moeda electrónica tokenizada, à ficha. O (novo) credor distingue-se do devedor pela apresentação do dinheiro electrónico.⁷⁷² É de salientar que uma carteira

⁷⁷² O titular do dinheiro electrónico - também sob a forma de fichas - deve provar ao emitente que é o seu legítimo titular, ou seja, que tem o direito de dispor do dinheiro electrónico; devido à publicidade e permanência da cadeia do bloco, esta prova será regularmente fácil de obter e pode assim ser impedida por meios técnicos de uma probatio diabolica. No entanto, não é necessária uma

para moeda electrónica tokenizada que é disponibilizada pelo emissor da moeda electrónica ou outro fornecedor deve ser classificada como uma conta de pagamento, uma vez que a moeda electrónica constitui um montante monetário nos termos do n.º 1 do artigo 4.º n.º 18 ZDG e uma conta de pagamento nos termos do n.º 1 do artigo 4.º n.º 51 ZDG é uma conta em nome de utilizadores de serviços de pagamento que pode ser utilizada para executar operações de pagamento.⁷⁷³ Tal carteira, na qual as fichas de dinheiro eletrônico podem ser mantidas, seria, portanto, classificada como uma conta de pagamento. A titularidade de contas de pagamento pelos prestadores de serviços de pagamento está ligada, em particular, às operações de depósito e levantamento ou a outros prestadores de serviços de pagamento titulares de contas.⁷⁷⁴ Além disso, no entanto, também deve ser possível guardar fichas de dinheiro eletrônico em carteiras privadas, desde que o protocolo de ficha e carteira seja tecnicamente compatível; no entanto, uma tal carteira privada não pode constituir uma conta de pagamento na acepção da ZDG.

lista branca, no sentido de que o dinheiro electrónico simbólico só pode ser transferido para carteiras ou porta-carteiras identificadas.

⁷⁷³ Deve notar-se que a ZDG se aplica apenas à prestação profissional desses serviços de pagamento (art. 2.º, n.º 1 ZDG) no que respeita à execução de operações de pagamento através de uma carteira na qual o dinheiro electrónico possa ser retido; os particulares não são afectados por isso, a menos que prestem serviços de pagamento de forma independente, regular e com a intenção de obter uma vantagem económica, ou seja, numa base profissional. Deve-se também notar que as contas-sombra internas de um emissor, que, por exemplo, espelham a moeda eletrônica do emissor em circulação, não são consideradas contas de pagamento, pois não se destinam à execução de operações de pagamento, cf. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, emendada pela última vez em 29.11.2017, P 2. a)

⁷⁷⁴ Cf. Art. 4 (1) Z 5, 12 e 24 ZDG.

2.7.4 Conclusão valor monetário e gestão do dinheiro electrónico nas carteiras

Como já foi repetidamente afirmado devido à sua importância, a característica essencial do dinheiro electrónico é a existência de uma reclamação de dinheiro contra um emitente. Se um token como um token independente tem um valor intrínseco e este valor deve, portanto, ser visto em analogia com o dinheiro de mercadoria ou moeda virtual, mas não como dinheiro "fiat"⁷⁷⁵, ele representa uma mercadoria na forma de software que é vendido por um prestador de serviços no campo do desenvolvimento de software e não contém uma reivindicação de dinheiro contra um emissor; o valor de tal token é formado com base no mercado de acordo com a oferta e a procura, comparável ao Bitcoin, Ether ou o token da mais conhecida empresa de cadeia de blocos do Liechtenstein, Aeternity. No entanto, o valor não decorre de uma reclamação contratual contra um Emissor. O negócio do dinheiro electrónico é basicamente um negócio de depósito, que é tratado de forma diferente devido à ficção legal, se certas condições forem cumpridas. No entanto, a relação com o negócio de depósitos significa que o valor monetário da transacção de moeda electrónica na forma de um crédito sob o conceito de moeda electrónica se baseia apenas em fundos ou montantes de dinheiro incondicionalmente reembolsáveis, não estando incluídos os créditos para a compra de bens e/ou serviços. O direito de resgatar pelo valor nominal ou - mais precisamente - o direito de resgatar o dinheiro fornecido é, portanto, um elemento constitutivo do dinheiro electrónico.

416

⁷⁷⁵ Ver o considerando 8 da 5ª Directiva de Lavagem de Dinheiro, que qualifica o dinheiro electrónico como moeda fiduciária.

- 417 O dinheiro eletrônico não deve ser um obstáculo à inovação técnica. Como consequência, mesmo a descentralização da cadeia de blocos está de acordo com o regime do dinheiro electrónico. O dinheiro electrónico pode ser gerido no servidor de um emissor (conta específica para dinheiro electrónico). Por outro lado, o dinheiro eletrônico também pode ser armazenado em sistemas baseados em cartões ou em software. De acordo com o direito puramente civil, a transferência de moeda electrónica é efectuada através da atribuição do crédito representado pela moeda electrónica. Se essa atribuição de moeda electrónica simbólica na cadeia de blocos for efectuada através da transferência da moeda electrónica simbólica correspondente para uma carteira, um emissor de moeda electrónica como devedor não tem necessariamente de ser informado deste procedimento. De acordo com o § 1395 ABGB, o emissor, como cessus ou devedor, poderia continuar a fazer o pagamento ao credor anterior em quitação da dívida se este último não fosse notificado da cessão. De facto, no entanto, isto não constitui um problema, uma vez que o crédito - e, portanto, a sua redimibilidade ou resgate pelo valor nominal do dinheiro electrónico - está ligado à ficha. Qualquer pessoa que se aproxime de um emissor como parte com direito a dispor de uma ficha de dinheiro eletrônico tem o direito de resgatar o crédito e, ao mesmo tempo, informar o emissor da cessão; o direito de dispor de tal ficha de dinheiro eletrônico pode ser garantido precisamente devido à rastreabilidade tecnicamente garantida das transações em uma cadeia de blocos.
- 418 Uma carteira na qual a moeda electrónica pode ser mantida e subsequentemente transferida deve ser classificada como uma conta de pagamento se for fornecida pelo próprio emissor da moeda electrónica ou

por um terceiro prestador de serviços. Independentemente disso, também é possível, como explicado acima, deter dinheiro electrónico em carteiras privadas sem necessidade de autorização como instituição de pagamento, com base nas regras de direito civil sobre a transferência de dinheiro electrónico.

2.7.5 Dinheiro electrónico e isenções

Um outro elemento do dinheiro electrónico é a viabilidade das transacções de pagamento de acordo com a ZDG. Uma transacção de pagamento é definida como uma provisão, retirada ou transferência de fundos iniciada pelo pagador ou recebedor.⁷⁷⁶ 419

Finalmente, para ser classificado como moeda electrónica, um valor monetário no sentido acima referido também precisa de ser aceite por terceiros. O ECA não se aplica a um valor monetário que só é aceite pelo seu próprio emitente. Além disso, aplica-se uma excepção à moeda electrónica que requer autorização se for emitido um valor monetário sobre um instrumento pré-pago que só pode ser utilizado de forma muito limitada. Aqui, análogo ao ZDG, aplicam-se as excepções da gama de produtos muito limitada (gama de bens ou serviços) e da rede limitada de prestadores de serviços (redes limitadas).⁷⁷⁷ A rede deve ser considerada limitada se um instrumento for aceite exclusivamente para a compra de bens ou serviços num escritório receptor ou numa cadeia 420

⁷⁷⁶ Art 4 (1) Z 54 ZDG.

⁷⁷⁷ Artigo 2 (2) ECG, em conjugação com o artigo 3 (1) lit g e i ZDG; cf. Capítulo II.2.8.2.

de lojas (cadeia de retalho; franquia ou solução shop-in-shop⁷⁷⁸) (ligação das partes através de um acordo comercial).⁷⁷⁹ A gama de produtos é considerada muito limitada se o objectivo do instrumento de pagamento for "*efectivamente limitado a um número fixo de bens ou serviços funcionalmente ligados*".⁷⁸⁰ Neste contexto, devem ser considerados grupos específicos de bens ou bens que estejam relacionados entre si.⁷⁸¹ Exemplos práticos de tais instrumentos - sem pretender ser exaustivo - são cartões de cliente, bilhetes de viagem e de estacionamento, cartões de combustível, cartões de sócio, etc.⁷⁸²

421 Nos termos do PSD II, a autoridade supervisora nacional, ou seja, as FMA no Liechtenstein, deve ser notificada se for utilizada essa excepção da rede limitada e o valor total das operações de pagamento

⁷⁷⁸ A solução shop-in-shop refere-se a bens e/ou serviços fornecidos por um determinado retalhista, de acordo com o considerando 13 do PSD II. Essa excepção pode ser relevante se uma Crypto-Exchange desejar emitir um instrumento de pagamento interno (na forma de fichas) com o qual outras fichas de moeda virtual possam ser obtidas (também ou especialmente se a Crypto-Exchange for multilateral).

⁷⁷⁹ Considerando 5 Directiva E-Money em conjunto com o Art. 3 lit k PSD II.

⁷⁸⁰ Considerando 13 PSD II.

⁷⁸¹ Por exemplo, se um instrumento pode ser usado exclusivamente para adquirir geodados ou determinados produtos de investimento. Em particular, a possibilidade de obter tipos individuais de produtos ou serviços por meio de um instrumento justificará regularmente esta excepção. Ver Capítulo II.2.3.1a ao termo genérico.

⁷⁸² Considerando 5 Directiva E-Money, em conjunto com o considerando 14 PSD II.

exceder 1 milhão de euros nos 12 meses anteriores. A este respeito, as FMA também devem ser notificadas de qual exceção é utilizada.⁷⁸³

2.7.6 Negociação de Moedas Estáveis e Dinheiro Electrónico usando o exemplo do Tether

Este capítulo tratará de fichas ou moedas de estábulo, que representam o dinheiro eletrônico. Ao contrário da Alemanha, o comércio bilateral contra o seu próprio livro de fichas que representa o dinheiro electrónico não está sujeito a qualquer preocupação de supervisão. Segundo o entendimento do Liechtenstein, a moeda electrónica (também sob a forma de fichas) não é um instrumento financeiro.⁷⁸⁴ No entanto, a Lei Bancária Alemã (KWG) prevê em seu § 1 § 11 no. 7 que unidades de conta, ou seja, fichas no sentido de moedas virtuais, também constituem instrumentos financeiros. Portanto, sob a lei alemã poderia haver concorrência potencial entre dinheiro eletrônico (simbólico) e instrumentos financeiros sob o KWG. Contudo, mesmo que exista uma exceção para a moeda electrónica (que está sujeita a autorização), é pouco provável que o conceito de instrumentos financeiros ganhe vida ao abrigo da legislação alemã, uma vez que esse valor monetário sob a forma de uma ficha (unidade de conta) ainda representa a moeda electrónica de um ponto de vista dogmático, embora não seja necessária autorização como instituição de moeda electrónica.

422

Voltando à legislação do Liechtenstein, o comércio proprietário de moeda electrónica não é uma emissão nem uma distribuição de moeda

423

⁷⁸³ Artigo 37(2) PSD II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>; Artigo 3(3) ZDG. Na ZDG, o valor limite foi fixado em CHF 1 milhão ou o equivalente em euros, em derrogação à Directiva.

⁷⁸⁴ Ver Capítulo II.2.2.2, nota de margem 221.

electrónica, que seria coberta pelo EGG ou ZDG. Isto também não constitui uma remição do crédito pelo emissor ou qualquer entidade a ele atribuível.⁷⁸⁵ De acordo com o direito civil, isto constituiria uma cessão de créditos e, no caso de compra comercial de créditos, também pode constituir uma transacção genuína de factoring, que segundo a lei do Listenstaine não constitui uma transacção bancária.⁷⁸⁶

424 É correcto que o dinheiro electrónico é uma reivindicação feita em dinheiro. Esta reivindicação pode ser representada em uma ficha. Uma troca ou transacção de troca no sentido de uma actividade de uma casa de câmbio, nos termos do Art. 2, n.º 1 lit I DDA⁷⁸⁷ para o emissor de moeda electrónica, com um símbolo que represente moeda electrónica, não pode ocorrer. Se o crédito contra o emissor for "trocado", ele é realmente resgatado e expira. A opinião de que a troca de moeda electrónica ou moeda electrónica representada por fichas por moeda com curso legal ou moeda virtual⁷⁸⁸ constitui uma actividade cambial no sentido da ADD reflecte a visão predominante (de supervisão) de lege ferenda (da implementação da 5ª Emenda à ADD). Directiva sobre

⁷⁸⁵ Isto é avaliado de forma diferente na Alemanha, ver *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

⁷⁸⁶ Ver Capítulo II.2.2.4.

⁷⁸⁷ IdF LGBI 2009.047; ver Capítulo II.2.9.

⁷⁸⁸ No considerando 8 da 5ª Directiva relativa ao branqueamento de capitais, o dinheiro electrónico é considerado moeda fiduciária. Uma vez que a 5ª Directiva sobre branqueamento de capitais ainda não foi implementada no Liechtenstein, apenas a mudança de curso legal contra moedas virtuais, ou seja, não a mudança de moeda electrónica para moeda virtual ou curso legal, está, por enquanto, coberta.

branqueamento de capitais)⁷⁸⁹ e, por razões de doutrina de direito civil, este ponto de vista é rigoroso, de acordo com as razões acima descritas, uma vez que a moeda electrónica representa um valor monetário representado electromagneticamente sob a forma de um crédito para reembolso incondicional de fundos ou montantes monetários contra uma entidade emissora de moeda electrónica; a classificação como moeda fiduciária pelo legislador da União sugere que a moeda electrónica representa um crédito em dinheiro - assim como os depósitos.⁷⁹⁰ No Liechtenstein, a introdução do TVTG, emendada pelo BuA 2019/54 e pelo BuA 2019/93, respectivamente, não implementou o requisito legal de trocar fiat money por outros fiat money ou moedas virtuais para a existência de casas de câmbio ou prestadores de serviços de câmbio

⁷⁸⁹ Ver Considerando 8 da 5ª Directiva de Branqueamento de Capitais, 2018/843 (Estado: Acto adoptado sob escrutínio da EFTA-EEE), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>; a 4ª Directiva de Branqueamento de Capitais, 2015/84, por outro lado, está em vigor desde 1 de Agosto de 2019, embora já tenha sido transposta antecipadamente na DDA com LGBI 2017.047 (BuA 2016/159), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/849/oj> (<https://www.efta.int/eea-lex/32015L0849>) a 6ª Directiva sobre branqueamento de capitais 2018/1673, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/1673/oj>, no entanto, por enquanto não é relevante para o EEE; *Nägele/Bergt*, *cryptocurrencies and blockchain technology in Liechtenstein supervisory law - regulatory grey area?* LJZ 2/18, p 63 (p 66) - aqui foi erroneamente assumido que a moeda electrónica é uma moeda virtual, embora a moeda electrónica e as moedas virtuais sejam mutuamente exclusivas.

⁷⁹⁰ Assim, os critérios "valor monetário", "sob a forma de um crédito", "contra pagamento de uma quantia em dinheiro" e "para realizar operações de pagamento com ela" estão todos estreitamente relacionados e relacionados com os créditos monetários sobre um emitente, que são apresentados nos seus livros do lado do passivo - tal como os depósitos no sentido de uma actividade de recepção de depósitos.

VT.⁷⁹¹ Independentemente disso, seguindo a dicção do considerando 8 da 5ª Directiva sobre branqueamento de capitais, é óbvio que, do ponto de vista económico, as moedas virtuais não representam um meio de troca sem valor intrínseco, ou seja, fiat money. Assim, o legislador da União também assume que as moedas virtuais têm um valor intrínseco semelhante ao do dinheiro de mercadorias.⁷⁹²

425 Outra questão é se é possível a correspondência (como intermediário sem risco ou no decurso da negociação com o comitente) em relação ao dinheiro electrónico (especialmente sob a forma de fichas). Se o sistema for modelado numa contraparte central⁷⁹³, então no final há apenas uma troca contra o próprio livro e isto é possível, como já foi explicado, no que diz respeito ao dinheiro electrónico. Isto poderia ser contrariado pelo facto de que a moeda electrónica deve ser resgatável a qualquer momento pelo valor nominal, sem limite mínimo de resgatabilidade.⁷⁹⁴ Isto levanta a questão da utilidade dos locais de negociação multilateral para a moeda electrónica - a moeda electrónica, ou o crédito subjacente, deve ser resgatável a qualquer momento ao par pelo emitente. Então por que alguém deve pagar mais ou menos do que o valor nominal correspondente pelo dinheiro eletrônico, se o dinheiro eletrônico deve ser sempre resgatado pelo valor nominal e, portanto, não está sujeito à volatilidade e também não é adequado para fins de poupança, mas serve principalmente para executar operações de pagamento?⁷⁹⁵ Pelo menos uma razão poderia estar em transações de especulação cambial,

⁷⁹¹ Ver em pormenor o Capítulo II.2.9.

⁷⁹² Ver Capítulo II.2.7.8.

⁷⁹³ Ver Capítulo II.2.4.7.

⁷⁹⁴ Considerando 18 da Directiva E-Money.

⁷⁹⁵ Tribunal da EFTA de 30.05.2018 em E-9/17.

por exemplo. No entanto, como o crédito é contra o emitente e este deve reembolsar o valor nominal, um credor do crédito (detentor do dinheiro electrónico) também pode vendê-lo à vontade. Isto não afecta a obrigação do emitente de entregar o valor nominal correspondente à pessoa com direito a dispor do dinheiro electrónico em troca do resgate ou do resgate do dinheiro electrónico.⁷⁹⁶

No caso de uma tal convergência de interesses em relação à moeda electrónica ou às fichas que representam moeda electrónica, coloca-se a questão de saber se esta cumpre a definição de distribuição de moeda electrónica. Para além dos próprios emissores de moeda electrónica, só 426

⁷⁹⁶ Cf. Art. 11 (1) e (2) da Directiva E-Money e Art. 44 do Tratado CE relativamente à emissão e reembolso de dinheiro electrónico pelo valor nominal. Cf. também a decisão do Tribunal da EFTA de 30 de Maio de 2018 no processo E-9/17 entre Edmund Falkenhahn AG e a Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>. No caso específico, devem ser emitidas unidades de conta denominadas "Mundo" e "Dinheiro" contra moedas legais, sendo que o valor das unidades de conta deve depender do valor de mercado do ouro. Os fundos dos clientes devem ser garantidos através do investimento em ouro. Como resultado, isto contrariaria a Directiva E-Money, uma vez que, como explicado, o dinheiro electrónico é reembolsável em qualquer momento pelo valor nominal e, além disso, o ouro não é um activo seguro de baixo risco ou um activo seguro líquido.

os seus agentes ou pessoas nos termos do n.º 1 do artigo 14.⁷⁹⁷⁷⁹⁸ Embora a emissão de moeda electrónica, ou seja, a emissão de valores monetários sob a forma de unidades de conta armazenadas electronicamente ou magneticamente contra pagamento antecipado de montantes monetários, seja reservada a um emitente (o crédito correspondente é registado nos livros da entidade emitente), a distribuição também é possível através de agentes. A⁷⁹⁹ distribuição, por outro lado, baseia-se no resgate, revenda ao público, resgate a pedido de um cliente de dinheiro electrónico, ou recarga de produtos de dinheiro electrónico ou

⁷⁹⁷ Cf. a definição do Artigo 14(2) ECG "*é proibida a emissão de moeda electrónica através de agentes ou pessoas referidas no n.º 1*", o que sugere que as pessoas referidas no artigo 14(1) ECG não são agentes; os agentes caracterizam-se pelo facto de poderem distribuir e/ou resgatar moeda electrónica e outros serviços de pagamento em nome de uma instituição de moeda electrónica (Artigo 3(1)(e) ECG). Além disso, tarefas operacionais importantes - incluindo o resgate e/ou distribuição de dinheiro eletrônico - podem ser terceirizadas. A terceirização de tarefas operacionais importantes de um emissor de dinheiro eletrônico não pode ser realizada de tal forma que a qualidade do controle interno e as atividades de supervisão da FMA sejam materialmente prejudicadas (Art. 13 ECA). Recomenda-se que seja celebrado um acordo claro sobre direitos e obrigações por escrito entre a instituição de pagamento e o prestador de serviços. A distinção entre as actividades dos agentes e a externalização de tarefas operacionais importantes foi regulamentada de forma mais compreensível no artigo 15 da Lei de Introdução à Lei Bancária Austríaca em conjunto com os artigos 21 e 22 da Lei Austríaca sobre a Autoridade Austríaca para os Serviços Financeiros (öZaDiG) do que no Liechtenstein, onde é imediatamente visível que estas actividades são diferentes.

⁷⁹⁸ do Tratado CE, em conjugação com os n.ºs 4 a 6 do artigo 7.

⁷⁹⁹ *Muri*, Distribuição de dinheiro electrónico através de terceiros, outsourcing e agentes em *Vonkilch* (ed.), *Commentary on the E-Money Act 2010*, § 15 Rz 3 (p. 213.)

fornecimento de um canal de distribuição de dinheiro electrónico.⁸⁰⁰ A mera correspondência ou reunião de interesses relacionados com o dinheiro electrónico numa plataforma não é, portanto, abrangida pela definição restrita de distribuição. Além disso, é uma característica dos agentes e outras pessoas atribuíveis (agentes indiretos) que prestam serviços de pagamento em nome do emitente. Um emissor de dinheiro eletrônico também é responsável por ações de seus agentes e outras pessoas atribuíveis.⁸⁰¹ No entanto, terceiros devem ser livres para vender qualquer dinheiro electrónico (créditos) que tenham adquirido por sua própria conta e risco. É de⁸⁰² notar, no entanto, que com a incorporação parcial da 5ª Directiva sobre branqueamento de capitais no acervo do EEE e com a implementação nacional deste acto jurídico no

⁸⁰⁰ *Muri*, Distribuição de dinheiro electrónico através de terceiros, outsourcing e agentes em *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, § 15 Rz 5 f (S 213 f.)

⁸⁰¹ Art. 15 EGG como *lex specialis* ao § 44 Divisão Final PGR.

⁸⁰² De acordo com o direito civil, isto constitui uma aquisição ou cessão sinalagmática de um crédito e não é uma provisão, transferência ou retirada de uma soma de dinheiro pelo pagador ou recebedor. Tal transacção não constitui uma transacção de pagamento, uma vez que o montante em dinheiro (o crédito) é adquirido pelo pagador ou pelo beneficiário. Na ausência de uma operação de pagamento, nenhum serviço de pagamento (incluindo um serviço de iniciação de pagamento) é fornecido; ver nº 1 do artigo 4º nº 54 e nº 40, nº 39, nº 41 ZDG em conjunto com o nº 2 do artigo 2º ZDG. Cf. também a definição de agências de câmbio no Art. 2, nº 1 lit I DDA, emendada pela LGBl 2009.047, que se baseia em grande parte no Considerando 8 da 5ª Directiva ARC. A disposição relativa à troca de moeda electrónica por outra moeda "fiat money" ou moedas virtuais seria, de outro modo, obsoleta se esta constituísse uma transacção de pagamento e, por conseguinte, um serviço de pagamento na acepção da DDA.

Liechtenstein, uma troca de moeda electrónica contra outra moeda fiduciária ou uma troca de moeda fiduciária, como a moeda electrónica contra moedas virtuais, constitui a actividade de uma casa de câmbio.⁸⁰³

427 Da mesma forma, deve ser possível reunir os interesses relacionados com o dinheiro electrónico sem⁸⁰⁴ ser qualificado como agente ou outra pessoa atribuível, especialmente porque, como explicado acima, isto não constitui sequer uma actividade de venda orientada para a venda. Mesmo no caso de uma venda em tal cenário, deve ser deixado à entidade vendedora fazê-lo por seu próprio risco e em seu próprio nome e não em nome do emissor.

428 Embora a mera fusão dos interesses de aquisição e alienação no que respeita ao dinheiro electrónico não pareça problemática de um ponto de vista prudencial, a liquidação efectiva dessas transacções é um serviço de pagamento. Em tal liquidação, as partes são transferidas moeda com curso legal ou moeda virtual, por um lado, e fundos (dinheiro eletrônico), por outro.⁸⁰⁵ Desde o PSD II, a excepção para os agentes comerciais tem sido restringida na medida em que estes podem não representar tanto o lado da compra como o lado da venda ao

⁸⁰³ Ver nota de margem 424 e Capítulo II.2.9.

⁸⁰⁴ Essas pessoas devem ser identificáveis a uma instituição de moeda electrónica e divulgar a sua representação a terceiros.

⁸⁰⁵ Transferência de fundos como uma operação de pagamento na acepção do artigo 4(1)(54) ZDG. A transferência de dinheiro electrónico adquirido num sistema multilateral através de fichas constitui também um serviço de pagamento, uma vez que se trata de um montante monetário na acepção da ZDG.

mesmo tempo, mas um agente comercial só pode agir em nome do pagador ou do beneficiário, e não em nome de ambos.⁸⁰⁶

Posteriormente, será necessário analisar, com base no caso "Tether", que 429 foi cortejado pelos meios de comunicação social e é de relevância prática, se a moeda estável USD Tether (USDT) representa moeda electrónica, uma vez que esta é frequentemente encontrada como contraparte dos pares de negociação em plataformas de negociação de fichas.⁸⁰⁷ Para efeitos desta análise, a natureza jurídica da corda deve ser discutida com mais detalhe. Tether foi ou está sendo emitido em uma base contínua pela Tether Limited, Hong Kong.⁸⁰⁸ Os termos e condições da Tether Limited estipulam que a Tether é 100% coberta pela Tether Reserve. Por exemplo, se a USDT é comprada pela Tether Limited, está ligada 1:1 ao dólar americano. Se for adquirido USDT 100,00, a Tether Limited manterá reservas no valor de USD 100,00, a fim de manter estes tokens de cabo o mais estável possível no valor ou para garantir o resgate.⁸⁰⁹ O mesmo também é possível com o Euro, pelo que

⁸⁰⁶ BuA 2019/11, p 36 f; considerando 11 PSD II. Quando um agente comercial age em nome de um pagador e de um beneficiário, a isenção só pode ser mantida se o agente comercial não controlar, em nenhum momento, os fundos do cliente. Esta exceção seria concebível para um agente comercial e prestador de serviços de iniciação de pagamentos ao abrigo do art. 4 (1) Z 40 e 39 em conjunto com o art. 2 (2) lit e ZDG.

⁸⁰⁷ Por exemplo, na plataforma <https://www.bitpanda.com/de> operada pela Bitpanda GmbH austríaca, chamada em 15.09.2019, 18:11.

⁸⁰⁸ <https://tether.to/contact-us/> acessado em 29 de julho de 2019, 17:45 p.m.

⁸⁰⁹ O valor do Tether não é o valor intrínseco do token em si (no sentido de um token ou software como uma mercadoria), mas a exigência de trocar o token pelo valor equivalente correspondente. Tether também são destruídos "queimando" quando são retirados, veja *Valera*, Tether Burns Half A Billion

o Euro Tether (EURT) recentemente emitido pode ser adquirido adicionando o Euro na proporção de 1:1. A Tether Limited também se compromete contratualmente a resgatar o Tether emitido, pelo que a Tether Limited reserva-se o direito de privilegiar o "resgate" do Tether e geralmente exclui a Tether Limited da responsabilidade por quaisquer desvantagens relacionadas com o resgate.⁸¹⁰

- 430 Com base nesta premissa formada, o cabo representa um valor monetário armazenado eletronicamente. Este valor resulta do direito contratual contra a Tether Limited (emitente) de trocar o cabo de volta para o valor do fiat money correspondente. Por conseguinte, é possível afirmar que o cabo é emitido sob a forma de um crédito sobre o emitente (cabo limitado) por várias quantias em dinheiro, uma vez que o

USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, acessado em 29.07.2019, 18:39.

⁸¹⁰ <https://tether.to/legal/> in der Fassung vom 26.02.2019, aufgerufen am 29.07.2019, 17:46 - insb Klausel 3 "About Tether Tokens; General Restrictions" und Klausel 14.8 "Limitation of Liability & Release"; vgl auch <https://tether.to/>, aufgerufen am 15.03.2019, wonach es heisst wie folgt: "*Cada corda é sempre 100% suportada pelas nossas reservas, que incluem moeda tradicional e equivalentes de caixa e, de tempos em tempos, podem incluir outros activos e contas a receber de empréstimos feitos pela Tether a terceiros, que podem incluir entidades afiliadas (colectivamente, "reservas")*", während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte: "*Cada cabo é sempre suportado 1 para 1, pela moeda tradicional mantida nas nossas reservas. Portanto, 1 USD€ é sempre equivalente a 1 USD.*", <https://web.archive.org/web/20190219054619/https://tether.to/> - vgl hierzu Khatri, 14.03.2019, 13:20, Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone> <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone> <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone> aufgerufen am 07.10.2019, 20:58.

emitente se comprometeu inicialmente com a Tether Limited sem restrições, e mais tarde com restrições parciais, a resgatar (incondicionalmente) o cabo. Ao ligar o Tether à moeda com curso legal, fica claro que o Tether pode ser usado para liquidar operações de pagamento. Além disso, há uma aceitação do Tether para a execução de tais operações de pagamento longe do Emitente.⁸¹¹

Em conclusão, Tether seria um modelo para o regime de dinheiro electrónico da União. Como decorre dos considerandos 13 e 18 da Directiva E-Money,⁸¹² a aceitação de fundos não é uma aceitação de depósitos ou outros fundos reembolsáveis, desde que a moeda electrónica seja emitida directamente em troca.⁸¹³ "É portanto uma consequência lógica da ficção legislativa da demarcação do negócio de depósito que a emissão efectiva de um valor monetário sob a forma de um crédito se baseia na natureza incondicional do crédito de reembolso ou a receber.⁸¹⁴ Se existe um crédito incondicional para reembolso de montantes monetários, é consequência lógica que existe um crédito correspondente para o desempenho (especificamente um crédito de reembolso).

⁸¹¹ O cumprimento do último elemento do dinheiro eletrônico, a aceitação por outras pessoas que não o emissor, é assumido com base na notoriedade; cf. também a plataforma de negociação para fichas listadas no FN 807, na qual a corda é aceita.

⁸¹² Cf. também a delimitação no Art. 3, n.º 3, 3 litros a BankG.

⁸¹³ *Lintner*, Federal Act on the Issue of Electronic Money and the Taking up, Exercise and Supervision of the Activities of Electronic Money Institutions in *Vonkilch* (ed.), Commentary on the Electronic Money Act 2010, § 1, margin note 11 (p. 45).

⁸¹⁴ Cf. Art 44 (1) e (2) ECG, segundo o qual o dinheiro eletrônico deve ser reembolsado pelo emissor ao valor nominal a qualquer momento, mediante solicitação.

No entanto, se a transação de depósito puder ser eliminada por um acordo contratual sobre um pedido de reembolso meramente condicional, isso deve se aplicar ainda mais à transação de dinheiro eletrônico. Também não há margem para o argumento de que o valor monetário sob a forma de um crédito relacionado com o regime de moeda electrónica esteja relacionado com operações de pagamento e que a preocupação principal não seja uma obrigação incondicional de reembolso dos fundos concedidos, uma vez que, neste caso, a maioria dos vales (electrónicos) também teria de ser qualificada como moeda electrónica, a menos que se aplicasse uma excepção à rede limitada. Neste caso, tais cupões também teriam de ser reembolsáveis, uma vez que aplicariam incorrectamente o regime da moeda electrónica - tal interpretação é, no entanto, insustentável; o crédito sobre um emitente pelo valor monetário (ou seja, a moeda electrónica) não pode, portanto, ser abstraído do crédito para reembolso da quantia de dinheiro entregue (em troca do valor monetário). Se, no entanto, estiver envolvido dinheiro electrónico, as autoridades de supervisão estipulam que o resgate do dinheiro electrónico deve estar sujeito a condições rigorosas e não pode ser restringido - nem em termos de tempo nem em termos de montante. Cada corda é garantida pelo valor nominal pago⁸¹⁵ e não há direito a reembolso condicional.

432 No entanto, é essencial que a Lei da Moeda Electrónica e a Directiva Moeda Electrónica, com base na qual a Lei da Moeda Electrónica foi transposta para o direito nacional, se destinem a permitir que as instituições de moeda electrónica iniciem, prossigam e supervisionem as

⁸¹⁵ Ver Rz 429.

suas actividades. O âmbito de aplicação da Lei E-Money estende-se assim exclusivamente à emissão comercial de moeda electrónica por emitentes de moeda electrónica.⁸¹⁶ Os emitentes de moeda electrónica são principalmente instituições e bancos de moeda electrónica.⁸¹⁷ No entanto, uma vez que a moeda electrónica baseada na legislação da UE só existe legalmente na UE e no EEE, só estão abrangidos os emitentes de moeda electrónica que emitem moeda electrónica no EEE e na UE. Pelo contrário - e mais precisamente - a limitação da actividade de emissão de moeda electrónica, que é regulada principalmente pela Directiva Moeda Electrónica, às instituições de crédito CRR e às instituições de moeda electrónica implica implicitamente o âmbito local da Directiva Moeda Electrónica, que abrange o território da UE/EEE no que respeita à emissão de moeda electrónica, uma vez que as referidas instituições só podem ser licenciadas neste território.⁸¹⁸

Como consequência, a moeda electrónica só pode ser emitida na UE e no EEE. No caso de uma constelação com pontos de venda no EEE ou na UE que actue em nome de um emitente (estrangeiro), a emissão terá, no entanto, lugar na UE ou no EEE. No caso da Tether, contudo, presume-se que a Tether Limited ou entidades a ela atribuíveis não irão efectuar uma emissão na UE ou no EEE. Embora o tether preencha basicamente todos os elementos e características da moeda electrónica, o tether limited opera fora desta área geográfica e emite tether numa ju- 433

⁸¹⁶ Artigos 1 e 2 (1) ECG; Artigo 1 (1) da Directiva E-Money; ver também Capítulo II.2.7.1.

⁸¹⁷ Artigo 3 (1) (c) ECG; Artigo 1 (1) (a) e (b) Directiva do Dinheiro Electrónico.

⁸¹⁸ Ver Capítulo II.2.7.1.

risdição que provavelmente não está familiarizada com a moeda electrónica.⁸¹⁹ Como consequência, isto também exclui o âmbito material de aplicação, uma vez que se baseia numa queixa contra o emissor de dinheiro electrónico. No entanto, na perspectiva do Liechtenstein, a Tether Limited, com sede em Hong Kong, não é um emitente de dinheiro electrónico no sentido da legislação da UE. Como a Directiva Moeda Electrónica, tal como explicado anteriormente, trata apenas da emissão de moeda electrónica, a posterior distribuição de uma ficha, que em princípio constituiria moeda electrónica se tivesse sido emitida na UE ou no EEE, por uma terceira empresa na UE ou no EEE - que não está associada ao emitente - não está abrangida pela legislação de supervisão. Em⁸²⁰ suma, o tether não constitui moeda electrónica (autorizada) na acepção da Directiva Moeda Electrónica ou da Lei da Moeda Electrónica (mas apenas necessitaria de autorização se emitida na UE ou no EEE), e o comércio dessa moeda electrónica não autorizada (bilateral e/ou multilateral) por uma empresa separada e independente no Liechtenstein não desencadeia a necessidade de autorização.⁸²¹

2.7.7 Conclusão da acção bilateral e multilateral sobre a moeda electrónica

⁸¹⁹ Em princípio, porém, se o dinheiro eletrônico for negado, deve-se ter o cuidado de garantir que uma transação de depósito não seja estabelecida de acordo com a respectiva jurisdição estrangeira, já que estas são de natureza similar.

⁸²⁰ Pelo menos se não for regulamentado de outra forma a nível nacional. Uma distribuição de cabo no Liechtenstein deve ser desregulada pelas razões indicadas.

⁸²¹ Pelo menos na medida em que tal Stablecoin não é um instrumento financeiro. Cf. Capítulo II.2.2.2 Lei Bancária Alemã (KWG) para este e para o comércio proprietário de moeda electrónica como serviço financeiro.

A negociação própria de moeda electrónica ou fichas que representam moeda electrónica é difícil de distinguir da distribuição de moeda electrónica. Com base no artigo 2 (1) nº 3 litros g da 5ª Directiva AML, a troca de fiat money (ou seja, moeda electrónica) por moedas virtuais é um serviço de troca sujeito à devida diligência, mas não necessariamente um serviço de pagamento; o crédito subjacente que representa a moeda electrónica é transferido por meio de cessão. Mesmo a distribuição de moeda electrónica é por vezes difícil de distinguir da emissão de moeda electrónica, sendo a emissão de moeda electrónica determinada por quem é que o crédito resultante da emissão de moeda electrónica aparece nos livros.⁸²² Quando um agente de vendas age em nome e risco de um emitente de moeda electrónica, o emitente emite a moeda electrónica directamente; é também proibida a externalização da emissão de moeda electrónica ou a emissão por agentes.⁸²³ Entretanto, a distribuição dentro do significado da Diretiva E-Money ou da ECA, como o nome indirectamente implica, é sempre realizada em nome de um emissor de dinheiro electrónico e é permitida por pessoas de acordo com o Art. 14 para. 1 ECA ou agentes aos quais os regulamentos relevantes se aplicam. No entanto, a negociação em nome próprio em moeda electrónica (distribuição em nome próprio) não constitui uma actividade que exija autorização como instituição de moeda electrónica

⁸²² Muri, Vertrieb von E-Money über Dritte, Auslagerung und und Agents in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, § 15 Rz 6 (p. 214).

⁸²³ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).

ou instituição de pagamento.⁸²⁴ Esta⁸²⁵ classificação segundo o direito alemão parece conduzir a uma concorrência contraditória entre moeda electrónica e instrumentos financeiros quando, por exemplo, a moeda electrónica simbólica é vendida em transacções próprias, para as quais uma licença como instituição financeira pareceria, portanto, adequada.⁸²⁶

- 435 A negociação principal (simbólica) de dinheiro electrónico também não parece ser problemática nos termos da legislação do Liechtenstein, uma vez que também aqui o contratante ou operador de uma plataforma de negociação deste tipo actua como contraparte central e, portanto, actua em seu próprio nome por sua própria conta. Uma plataforma de negociação para moeda electrónica (tokenizada), que é de facto estruturada multilateralmente, na qual o operador actua como intermediário sem risco e apenas reúne interesses de aquisição e alienação relacionados com a moeda electrónica, também não levanta quaisquer problemas do ponto de vista da supervisão. No entanto, se esse intermediário também efectuar a execução do contrato (liquidação), tal constitui um serviço de pagamento sujeito a autorização, uma vez que numa transacção desse tipo a moeda com curso legal, por um lado, e os fundos (dinheiro electrónico), por outro, são por vezes transferidos. Essa negociação de moeda electrónica não entra em conflito com o direito de resgatar dinheiro electrónico pelo valor nominal, uma vez que o crédito contra o emitente permanece inalterado; apenas o detentor do crédito

⁸²⁴ *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 110 f.*

⁸²⁵ Cf. § 1 par. 11 no. 7 KWG - "Unidades de conta".

⁸²⁶ *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 111.*

muda. Desde a implementação do PSD II, a exceção do agente comercial não pode mais ser usada se alguém agir como agente comercial ou corretor sob o ADHGB em vigor no Liechtenstein, tanto para o vendedor como para o comprador. No caso da provisão comercial das transacções acima mencionadas relacionadas com dinheiro electrónico, pode por vezes existir factoring genuíno, mas tal não exige uma licença ao abrigo da lei do mercado financeiro no Liechtenstein (ao contrário da Áustria, onde tanto o factoring genuíno como o não genuíno são qualificados como actividade bancária).

O conceito de moeda electrónica não abrange os instrumentos monetários que, embora, em princípio, representem moeda electrónica se emitidos na UE/EEE, são emitidos em países terceiros que não estão familiarizados com o regime da moeda electrónica. Consequentemente, a negociação ou comercialização de tais fichas por terceiros, ou seja, empresas não associadas ao emitente, não desencadeia a exigência de uma licença ao abrigo da legislação do mercado financeiro no Liechtenstein. 436

Um exemplo de uma ficha de dinheiro eletrónico que não requer autorização é o Stablecoin Tether. Isto basicamente preenche todos os requisitos da moeda electrónica, uma vez que existe um direito de resgate em qualquer momento pelo valor nominal; se o Tether fosse emitido na UE ou no EEE, a sua concepção específica constituiria apenas uma implementação incorrecta do regime da moeda electrónica. 437

2.7.8 Valor monetário - Ressurgimento da cláusula ringtone?

O dinheiro electrónico, com o seu valor monetário, é obrigatoriamente imputado a um crédito denominado em dinheiro. A moeda electrónica 438

é, portanto, também fiat money, que deriva inevitavelmente do considerando 8 da 5ª Directiva sobre branqueamento de capitais, que também trata do status quo relativamente à actual regulamentação das moedas virtuais: *"Prestadores de serviços que facilitam o câmbio entre moedas virtuais e fiat money (i.e. moedas e notas declaradas como tendo curso legal e dinheiro electrónico de um país aceite como meio de troca no país emissor) e os fornecedores de porta-moedas electrónicos não são obrigados pela União a comunicar actividades suspeitas"*.⁸²⁷ Um token, que assim representa moedas virtuais análogas ao dinheiro de mercadorias, uma vez que tem um valor intrínseco devido aos dados ou software exibidos e à sua funcionalidade, não pode representar fiat money e, portanto, também nenhum dinheiro eletrônico. O legislador da União deixou claro que as moedas virtuais não representam objectos sem valor intrínseco (isto é, fiat money) que funcionam como meio de troca - neste caso, teria sido suficiente utilizar apenas fiat money. Os Tokens, mesmo que não representem nenhum direito em si, como o Bitcoin, não representam fiat money. Isto também é expressamente clarificado pelo legislador da UE no considerando 10 da 5ª Directiva GW: *"As moedas virtuais não devem ser confundidas com dinheiro electrónico no sentido da [Directiva E-Money], com o conceito mais amplo de "fundos" no sentido da [Directiva PSD II], com serviços ou transacções de pagamento de acordo com [a Directiva PSD II] ou com moedas de jogo que só podem ser utilizadas dentro de um determinado ambiente de jogo. Embora as moedas virtuais possam ser frequentemente utilizadas como meio de pagamento, podem ser utilizadas para outros fins e podem ter aplicações mais amplas, tais como meio de troca, investimento, produtos de preservação de valor ou para utilização em casinos*

⁸²⁷ Considerando 8 da 5ª Directiva ARC 2018/843.

online".⁸²⁸ Fora da Directiva E-Money, o legislador europeu afirma assim que as moedas virtuais e o dinheiro electrónico são mutuamente exclusivas. As fichas que se qualificam como moedas virtuais não podem constituir moeda electrónica. No entanto, as fichas não têm necessariamente de representar moedas virtuais e podem de facto representar moeda electrónica, desde que seja essa a intenção; o âmbito do regime da moeda electrónica em relação às fichas é provavelmente muito limitado como resultado.

O chapéu de morto também morre EBA bereits vor langem erkannt: 439
"VCs [Anm: Moedas Virtuais] podem ser (i) transferidos de um usuário para outro por meios eletrônicos, (ii) armazenados em um dispositivo eletrônico ou servidor e (iii) negociados eletronicamente. [...] O objetivo da definição acima é distinguir os VCs da moeda (fiat) e, em particular, do e-money como representação digital do FC [Anm: Fiat Currency]. Na teoria económica, a moeda desempenha três funções diferentes: (1) uma unidade de conta, (2) um meio de troca e (3) uma reserva de valor. Em princípio, os CV podem potencialmente cumprir uma ou mais das funções da moeda. No entanto, a definição de VC acima reflecte o facto de estas funções não serem, pelo menos actualmente, comparáveis em termos de qualidade e nem sempre serem desempenhadas ao mesmo tempo ou na mesma medida. Além disso, de uma perspectiva regulatória, a inclusão do termo "moeda" na denominação "VC" é enganosa, pois implica a maior liquidez do ativo, aceitação ampla ou universal dentro de sua geografia,

⁸²⁸ Considerando 10 da 5ª Directiva 2018/843 do Conselho; de acordo com o artigo 3º, nº 18 da 5ª Directiva 2018/843 do Conselho, as moedas virtuais são definidas como: *"uma representação digital de um valor que não tenha sido emitido ou garantido por qualquer banco central ou autoridade pública e que não esteja necessariamente ligado a uma moeda definida por lei e que não tenha o estatuto legal de uma moeda ou de dinheiro, mas que seja aceite por pessoas singulares ou colectivas como meio de troca e que possa ser transmitido, armazenado e transaccionado eletronicamente".*

bem como a permutabilidade com outras moedas (virtuais e fiat), o que pode não ser necessariamente o caso para cada esquema de VC".⁸²⁹

440 O conceito de valor monetário não está mais definido na Directiva E-Money. Contudo, este elemento está estreitamente relacionado com os outros elementos "sob a forma de um crédito contra o emitente", "emitido contra pagamento de uma quantia em dinheiro" e "a fim de efectuar operações de pagamento" e deve ser interpretado de forma estrita do ponto de vista teleológico. Consequentemente, é evidente que um valor monetário se baseia exclusivamente na moeda no sentido da teoria econômica da EBA como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor, como citado acima. A característica do valor monetário também pode ser posteriormente equiparada ao elemento "sob a forma de um crédito contra o emitente" que surge quando são aceites montantes monetários na aceção da ABE. Assim, é dado um montante monetário, que resulta num crédito para a devolução desse mesmo montante e determina assim o valor monetário sob a forma de um crédito, que é armazenado electronicamente. Como consequência, este valor monetário também pode ser utilizado para processar operações de pagamento, o que por sua vez requer a provisão, retirada ou transferência de um montante monetário; o valor monetário só pode, portanto, basear-se num crédito monetário.⁸³⁰ A opinião defendida pela BaFin e uma parte da doutrina

⁸²⁹ EBA Opinion on "virtual currencies", EBA/Op/2014/08, 04.07.2014, S. 12, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

⁸³⁰ da Directiva Moeda Electrónica: "A presente directiva não se aplica ao valor monetário armazenado em instrumentos abrangidos pela derrogação prevista na alínea k) do artigo 3. Portanto, o valor monetário só pode se referir a montantes monetários com os quais as operações de pagamento podem ser efetuadas.

alemã, segundo a qual um valor monetário representa qualquer tipo de meio de troca, é portanto dogmaticamente errada e deve também ser rejeitada sob a interpretação do direito nacional orientado para as exigências do direito europeu (interpretação em conformidade com directivas ou direito comunitário). Isto é especialmente verdade porque o negócio da moeda electrónica constitui, em última análise, uma transacção de depósito que, por ficção legal, quando ligada a determinadas condições (na aceção do Tratado CE), tem consequências diferentes das da transacção de depósito ao abrigo da Lei Bancária; a transacção de depósito baseia-se necessariamente na aceitação (incondicional) de fundos reembolsáveis.⁸³¹

Um valor monetário armazenado electronicamente tem uma função 441
probatória e esse valor regista o crédito contra um emitente, por um lado, e o montante do crédito monetário, por outro lado.⁸³²

A opinião de que as fichas como conteúdo digital representam dados 442
ou software com um valor intrínseco ou, devido à sua classificação como moedas virtuais, não representam fiat money, em conjunto com o considerando 6 da Directiva E-Money, fala geralmente contra a sub-sunção das fichas sob o regime do dinheiro electrónico. De acordo com este considerando, o âmbito de aplicação da Directiva Moeda Electrónica não está aberto a activos monetários que possam ser utilizados para adquirir bens ou serviços digitais se um operador ou emitente acrescentar um valor intrínseco adicional a um activo monetário, por

⁸³¹ Ver em detalhe o Capítulo II.2.7.3.

⁸³² *Gerhartinger*, the civil law assessment of e-money in *Vonkilch* (Hrsg), E-Money Act 2010, p. 11 (p. 28; nota de margem 46).

exemplo, *"sob a forma de facilidades de acesso, pesquisa ou transmissão"*.⁸³³ Isto pressupõe ainda que o *"bem ou serviço só pode ser utilizado com um dispositivo digital, como um telemóvel ou computador, e que o operador do sistema ou rede de telecomunicações, digital ou informática não actua apenas como intermediário entre o utilizador do serviço de pagamento e o fornecedor dos bens ou serviços"*.⁸³⁴ Isto poderia ser assumido se um pagamento fosse feito diretamente ao operador e não fosse estabelecida uma relação devedor-credor entre um usuário e um fornecedor dos bens ou serviços.

- 443 Esta exceção do âmbito de aplicação do Tratado CE e da Directiva E-Money, também conhecida ⁸³⁵na Alemanha como cláusula de toque, aplica-se aos bens ou serviços digitais disponibilizados pelo operador. *"Se o operador estiver pelo menos envolvido na criação de valor do produto, ele não é exclusivamente um intermediário e, portanto, a exceção é aplicável"*.⁸³⁶ Neste contexto, um operador está envolvido na geração de valor acrescentado se a um produto for adicionado um valor independente no sentido de uma funcionalidade adicional, como uma facilidade de acesso, pesquisa ou transferência mencionada na Directiva E-Money. *"Assim, a mera provisão da linha de comunicação através da qual o produto é transmitido também pode ser uma tal adição de valor acrescentado."*⁸³⁷

⁸³³ Considerando 6 da Directiva Dinheiro Electrónico 2009/110.

⁸³⁴ Considerando 6 da Directiva Dinheiro Electrónico 2009/110.

⁸³⁵ Ver *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *Payment Services Act*, Secção 2 ZaDiG, p. 38 (nota de margem 51 mwN).

⁸³⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *Payment Services Act*, Secção 2 ZaDiG, p. 38 f (nota de margem 51).

⁸³⁷ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *Payment Services Act*, Secção 2 ZaDiG, p. 39 (nota de margem 51).

Tudo isso parece aplicar-se aos protocolos de rede baseados em cadeias de blocos e um emissor que desenvolve uma cadeia de blocos ou uma plataforma de software pode, às vezes, fazer uso dessa exceção, especialmente porque o mero fornecimento ou desenvolvimento da tecnologia, que posteriormente permite a transferência de tokens, deve representar um valor agregado em relação ao pano de fundo da doutrina citada acima. Os tokens também têm regularmente funções adicionais que lhes são atribuídas pelo seu emissor, por exemplo, o acesso a uma plataforma; também aqui se pode assumir a criação de valor acrescentado, que é acrescentado a um token pelo seu emissor. Como consequência, a tecnologia da cadeia de blocos ou tecnologias relacionadas parecem ter levado a um renascimento silencioso da cláusula do toque, o que remove terreno adicional da aplicabilidade do regime do dinheiro electrónico a fichas ou moedas virtuais.⁸³⁸ O regime de moeda electrónica parece ser largamente inadequado para regular fichas, a menos que seja também a intenção real de um emissor emitir moeda electrónica sob a forma de fichas. No entanto, isto levanta a questão de

⁸³⁸ Vgl auch EZB, Virtual Currency Schemes, Oktober 2012, S 16,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf><https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrency-schemes201210en.pdf>, deren Aussagen im Kerngehalt in dieselbe Kerbe schlagen, wonach virtuelle Währungen von E-Geld zu differenzieren sind: "[...] *deve ser feita uma distinção clara entre esquemas de moeda virtual e dinheiro eletrônico [...]. Embora alguns destes critérios [Anm: von E-Geld] também sejam preenchidos por moedas virtuais, existe uma diferença importante. Nos esquemas de moeda electrónica, a ligação entre a moeda electrónica e o formato tradicional da moeda é preservada e tem uma base jurídica, uma vez que os fundos armazenados são expressos na mesma unidade de conta (por exemplo, dólares americanos, euros, etc.). Nos esquemas de moeda virtual, a unidade de conta é transformada em virtual (por exemplo, Linden Dollars, Bitcoins)*". Token bzw virtuelle Währungen können sohin einen spekulativen Kern bzw Anlagecharakter aufweisen, welcher wie ausgeführt dem Vorliegen von E-Geld widerspricht, da E-Geld weder Spar- noch Anlagezwecken dienen darf.

saber se as vantagens da tecnologia descentralizada podem ser conciliadas com a regulação do dinheiro electrónico, ou se, de um ponto de vista económico, isto não resulta no "pior dos dois mundos".

2.8 Serviços de pagamento e modelos de negócio baseados em fichas

445 A Lei dos Serviços de Pagamento (ZDG), que entrou em vigor⁸³⁹ em 1 de Outubro de 2019, é a implementação nacional do PSD II.⁸⁴⁰ A ZDG é aplicável à prestação comercial de serviços de pagamento por prestadores de serviços de pagamento. Os⁸⁴¹ prestadores de serviços de pagamento são bancos ou instituições de crédito CRR, instituições de moeda electrónica e instituições de pagamento.⁸⁴²

⁸³⁹ LGBl 2019.213.

⁸⁴⁰ Directiva 2015/2236, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>.

⁸⁴¹ Art 2 (1) ZDG; Art 2 (1) PSD II.

⁸⁴² Art 2 (3) ZDG; Art 1 (1) PSD II. Isto é devido ao sistema de licenciamento em cascata. Assim, os bancos e as instituições de moeda electrónica também podem realizar serviços de pagamento; cf. art. 5, n.º 2, litro a EGG).

Os serviços de pagamento incluem operações de pagamento⁸⁴³⁸⁴⁴, 446 operações de pagamento, operações de instrumentos de pagamento⁸⁴⁵, operações de remessa de dinheiro⁸⁴⁶ e, desde PSD II, também serviços de iniciação de pagamentos e serviços de informação de contas.⁸⁴⁷

⁸⁴³ Artigo 4 (1)(5) e (12) ZDG; serviços que permitem depósitos ou levantamentos em numerário de ou para uma conta de pagamento, bem como todas as transacções necessárias para a manutenção de uma conta de pagamento.

⁸⁴⁴ Art 4, n.º 1 n.º 45 ZDG (Z 46 leg cit para a execução de uma operação de pagamento em que o montante relevante para a operação de pagamento é coberto por um crédito); a execução de operações de pagamento - isto é, transferência, provisão ou levantamento de fundos pelo pagador ou beneficiário (Art 4, n.º 1 n.º 54 ZDG) - incluindo a transferência de fundos para contas de pagamento (Art 4, n.º 1 n.º 51 ZDG). Isto inclui pagamentos pull (tais como débitos directos) e push (transferências a crédito, ordens permanentes).

⁸⁴⁵ Emissão de instrumentos de pagamento ou a aquisição de instrumentos de pagamento (aceitação e liquidação). Os instrumentos de pagamento são definidos como instrumentos ou procedimentos personalizados acordados entre o utilizador do serviço de pagamento e o prestador do serviço de pagamento para a emissão de ordens de pagamento (art. 4º (1) nº 48 ZDG, art. 4º nº 14 PSD II). Nenhum elemento físico é necessário e o PIN, assinatura ou PIN e TAN também podem constituir um procedimento personalizado e, portanto, um instrumento de pagamento.

⁸⁴⁶ Art 4 (1) no 17 ZDG; Art 4 no 22 PSD II. Um serviço de pagamento onde não é criada uma conta de pagamento. O montante em dinheiro de um pagador é transferido para um prestador de serviços de pagamento agindo em nome do recebedor do pagamento.

⁸⁴⁷ Art. 2º (2) ZDG; Art. 4º Nº 3 em conjunto com o Anexo I PSD II.

447 O serviço de iniciação de pagamentos é um serviço em que o usuário do serviço de pagamento inicia, mediante solicitação, uma ordem de pagamento em uma conta de pagamento mantida junto a outro prestador de serviços de pagamento.⁸⁴⁸ No que diz respeito às fichas, esta disposição pode ser relevante para um operador de uma plataforma de negociação de fichas se ele desejar permitir aos seus clientes, através de um banco integrado no modelo de negócio, realizar depósitos a fim de adquirir fichas com eles numa plataforma de negociação. Se o operador da plataforma de negociação encaminhar as ordens de pagamento correspondentes em nome dos clientes, isso constitui um serviço de acionamento de pagamento.⁸⁴⁹ Se nenhuma ordem de pagamento for acionada, mas apenas informações sobre o saldo da conta são refletidas, por exemplo, dentro da plataforma, não há serviço de iniciação de pagamento, mas há um serviço de informação de conta.⁸⁵⁰ Os serviços de informação de contas são serviços online para a comunicação de informações agregadas ou consolidadas sobre as contas de pagamento de um utilizador de serviços de pagamento.

⁸⁴⁸ Art 4 (1) Z 39 ZDG; Art 4 No 15 PSD II. Os prestadores de serviços de iniciação de pagamentos (PISP) dão ao beneficiário a certeza de que o pagamento foi iniciado para que este possa entregar imediatamente a mercadoria ou prestar o serviço (ver considerando 29 PSD II).

⁸⁴⁹ No entanto, a exceção do agente comercial poderia ser potencialmente utilizada neste caso, ver o considerando 11 PSD II.

⁸⁵⁰ Art. 4 n.º. 1 n.º. 25 ZDG; Art. 4 n.º. 16 PSD II (também Provedor de Serviços de Informação de Conta; AISP). Estes prestadores de serviços permitem a um utilizador obter uma visão global da sua situação financeira em tempo real (Considerando 28 PSD II).

Destaca-se a regulamentação do capital mínimo das instituições de pagamento na ZDG, que implementa o DSP II. Devido à taxa de câmbio CHF/EUR alterada desde o PSD I, estas foram efetivamente reduzidas pela metade. Enquanto o capital mínimo para instituições de pagamento⁸⁵¹ era de CHF 250.000,00 e CHF 40.000,00⁸⁵² para instituições de pagamento que prestam serviços de remessa de dinheiro, o capital mínimo de lege lata é de CHF 125.000,00 para instituições de pagamento que prestam serviços de pagamento de acordo com o Art. 2, parágrafo 2 lit a, b e f a h ZDG⁸⁵³ e CHF 20.000,00 para instituições de pagamento que prestam apenas transferências de dinheiro.⁸⁵⁴ Os prestadores de serviços de acionamento de pagamento introduzidos com o PSD II exigem um capital mínimo de CHF 50.000,00. Os⁸⁵⁵ prestadores de serviços de informação de conta, por outro lado, não exigem uma licença, mas estão meramente sujeitos ao registro na FMA

⁸⁵¹ A taxa para a autorização de uma instituição de pagamento com a FMA é de CHF 30.000,00, e a taxa para a concessão ou recusa de registro de um prestador de serviços de informação de conta é de CHF 15.000,00 (Anexo 1 Seção A No. 1 lit i e No. 2b lit a da FMA). Além disso, a taxa anual de supervisão básica de acordo com o Anexo 2, Título I, Seção D das FMAA é de no mínimo CHF 20.000,00 e no máximo CHF 120.000,00 (ou CHF 500.000,00 para instituições de pagamento com escritórios de representação ou sucursais sujeitas à supervisão consolidada). Para prestadores de serviços de informação de contas, a taxa de supervisão também é de CHF 20.000,00 pa, mas um máximo de CHF 80.000,00 para sucursais e escritórios de representação estrangeiros sujeitos a supervisão consolidada.

⁸⁵² Art 11 ZDG, emendado por LGBI 2009.271.

⁸⁵³ Art 10 n^o 2 lit c ZDG (conforme emendado por LGBI 2019.213).

⁸⁵⁴ Art 10 (2) aceso a em conjunto com Art 2 (2) aceso c ZDG.

⁸⁵⁵ Art 10(2)(b) em conjunto com Art 2(2)(e) ZDG-

e devem apresentar um seguro de responsabilidade profissional ou uma garantia equivalente.⁸⁵⁶

2.8.1 Forte autenticação do cliente

449 O considerando 107 da DSP II estabelece que, a fim de assegurar uma aplicação harmonizada da DSP II, a Comissão Europeia pode mandar a EBA para desenvolver normas técnicas regulamentares⁸⁵⁷ para uma forte autenticação do cliente, a fim de garantir a segurança dos serviços de pagamento. A forte autenticação do cliente é uma autenticação que leva em conta pelo menos dois elementos independentes das áreas de conhecimento, propriedade e herança.⁸⁵⁸

450 Os prestadores de serviços de pagamento são obrigados a fornecer uma forte autenticação do cliente quando um pagador acessa sua conta de pagamento on-line, inicia uma transação de pagamento eletrônico ou age via acesso remoto de uma forma que cria um risco de fraude ou outro uso indevido.⁸⁵⁹

⁸⁵⁶ Art 11 (1) e Art 12 (1) m ZDG aceso.

⁸⁵⁷ Normas técnicas regulamentares; RTS.

⁸⁵⁸ Art 4 No 30 PSD II; Art 4 (1) Z 34 ZDG. Um elemento de conhecimento pode, por exemplo, ser uma senha ou um PIN. O elemento possuidor é baseado no poder de disposição de um usuário, por exemplo, sobre um instrumento de pagamento ou um dispositivo que gera um código de autenticação. O elemento de herança, por outro lado, é baseado na herança genética e inclui, por exemplo, uma impressão digital ou reconhecimento de voz. Cf. também o Título I. Capítulo I.1.2 "dois factores de autenticação" habituais nas transacções de fichas na cadeia do bloco, que também se refere a estes elementos.

⁸⁵⁹ Art 97(1) PSD II.

Com base no Artigo 98º PSD II, a EBA, em cooperação com o BCE, desenvolveu as normas técnicas regulamentares para uma forte autenticação dos clientes.⁸⁶⁰ Este RTS ou Del-VO entrou em vigor em 14.03.2018.⁸⁶¹ O próprio PSD II está em vigor desde 13.01.2018; na ausência de uma decisão anterior do Comité Misto do EEE, já foi implementado no Liechtenstein ao abrigo da legislação nacional a partir de 01.10.2019.⁸⁶² Deve-se notar que as disposições sobre autenticação forte de clientes só entrarão em vigor 18 meses após a entrada em vigor da RTS para o PSD II, ou seja, para a UE apenas a partir de 14 de Setembro de 2019.⁸⁶³ 451

Os prestadores de serviços de pagamento geralmente têm que implementar um mecanismo de monitoramento de transações que permita a consideração de aspectos baseados em risco, tais como o valor de todas as transações de pagamento, cenários de fraude conhecidos, o software de acesso utilizado, sinais de infecção por malware e elementos de autenticação mal utilizados ou roubados.⁸⁶⁴ 452

Para efeitos de uma forte autenticação do cliente, devem ser tomadas medidas de segurança para garantir que um código de autenticação não possa ser falsificado, que elementos de conhecimento, posse ou herança não possam ser derivados de um código de autenticação, ou que um 453

⁸⁶⁰ RTS Del-VO 2018/389, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2018/389/oj.

⁸⁶¹ Isto só se aplica à área da UE. No que diz respeito ao EEE, o estatuto actual é: "Acto adoptado sob escrutínio pela EFTA do EEE".

⁸⁶² Art 115º (1) PSD II.

⁸⁶³ Art 97º PSD II em conjugação com a disposição de transposição do Art 115º (4) PSD II. Cf. também art. 38 (2) do Regulamento Del 2018/389.

⁸⁶⁴ Artigo 2.º do Regulamento Del 2018/389.

novo código de autenticação não possa ser gerado (engenharia inversa).⁸⁶⁵

2.8.2 Isenções da autorização de acordo com a ZDG

454 As exceções mais relevantes da ZDG⁸⁶⁶ para empresas baseadas em cadeias de blocos são abordadas abaixo. Estas são inevitavelmente as duas principais aplicações da excepção da rede limitada (rede limitada ou solução shop-in-shop e escolha muito limitada), a excepção do agente comercial e a excepção relativa aos pagamentos interbancários em geral.⁸⁶⁷

455 Uma das exceções mais importantes da ZDG é a das redes limitadas (circuito fechado) de acordo com o Art 3 (1) lit g (Z 1 a Z 3) ZDG. Especialmente no caso de projectos baseados em cadeias de blocos, a excepção para a limitação geográfica a um estado membro em Z 3 leg cit é menos relevante devido à sua aplicação omnipresente, mas os outros dois parágrafos são ainda mais significativos. O âmbito de aplicação da ZDG está excluído no caso de serviços baseados em instrumentos de pagamento de utilização limitada, (i) que dão ao titular o direito de adquirir bens ou serviços exclusivamente a uma rede limitada de prestadores de serviços ao abrigo de um acordo comercial com o

⁸⁶⁵ Além disso, de acordo com esta disposição, a autenticação pode ser concedida por um máximo de cinco minutos sem actividade e pode estar sujeita a um máximo de cinco tentativas falhadas consecutivas de autenticação; depois disso, as opções de acção nos termos do n.º 1 do art. 97º PSD II devem ser temporária ou permanentemente bloqueadas.

⁸⁶⁶ Art 3 (1) ZDG.

⁸⁶⁷ Art 3 (1) lit l ZDG.

emitente (cadeia de retalho; franquia)⁸⁶⁸, ou (ii) que só podem ser utilizados para adquirir uma selecção muito limitada de bens ou serviços (gama limitada).⁸⁶⁹ Ao implementar o PSD II no Liechtenstein, as FMA devem ser notificadas da afirmação desta excepção se um valor limiar for ultrapassado na execução de operações de pagamento com um valor total superior a CHF 1 milhão nos 12 meses anteriores, e as razões para tal devem ser apresentadas.⁸⁷⁰ A FMA regista tais notificações no Registo de Serviços de Pagamento acessível ao público e reporta à EBA.⁸⁷¹

Outra grande excepção à ZDG é o fornecimento de transacções de pagamento entre um pagador e um beneficiário por um agente comercial que tem autoridade contratual para negociar ou celebrar um contrato de compra ou venda de bens ou serviços em nome do pagador ou do beneficiário.⁸⁷² Enquanto sob o regime do PSD I era possível que um

⁸⁶⁸ Se um serviço de pagamento baseado num instrumento de pagamento dá ao titular o direito de comprar bens ou serviços apenas a um retalhista específico (solução shop-in-shop), isto também constitui uma excepção à ZDG. Ver a este respeito o considerando 13 do PSD II. Ver também o folheto BaFin, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, emendado pela última vez em 29.11.2017, P 3. j), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html

⁸⁶⁹ Art 3 (1) aceso g Z 2 ZDG; cf. capítulo 2.7.3 mwN e outros detalhes. Do PSD I ao PSD II, a limitação foi reforçada, o que também se reflete na terminologia. Assim, a seleção limitada de bens ou serviços foi ainda mais restrita a uma seleção muito limitada. O efeito deste aperto na prática continua a ser questionável; no entanto, em geral, esta excepção terá de se basear no termo genérico de direito civil ou em categorias de produtos funcionalmente relacionadas.

⁸⁷⁰ Art 3 (3) ZDG.

⁸⁷¹ Art 3 (5) em conjunto com Art 16 ZDG e Art 3 (6) ZDG.

⁸⁷² Os agentes comerciais ou corretores também devem ter um certo grau de discricção na negociação ou conclusão de uma compra ou venda de bens ou

agente comercial representasse tanto o buyside como o sellside, ou seja, o pagador e o beneficiário, tal conduta foi interrompida com a introdução ou implementação nacional do PSD II.⁸⁷³ Um agente comercial agora só pode agir por um lado do contrato, ou seja, ou o pagador ou o beneficiário, e pode fazer uso desta exceção na ZDG.⁸⁷⁴

457

serviços. Enquanto o critério de conclusão se refere a um ato de vontade para a conclusão de uma transação legal, a característica da negociação diz respeito ao conteúdo da transação, como em particular o preço, condição, local de aquisição, parte contratante, etc. Não há discriminação se a conclusão e as condições da transação, bem como a contraparte, já tiverem sido determinadas e os fundos forem meramente encaminhados; esta é a definição de um serviço de pagamento - cf. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, de 22.12.2011, emendada pela última vez em 29.11.2017, P 3. b)

⁸⁷³ Consequentemente, a exceção do agente de negociação não pode mais ser usada para plataformas de negociação, ver BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, datada de 22.12.2011, emendada pela última vez em 29.11.2017, P 3. b).

⁸⁷⁴ Art. 3(1)(p) ZDG; cf. considerando 11 PSD; cf. também BuA 2019/11, p. 13 f; cf. também Capítulo II.2.7.6 margem no. 428 Enquanto o referido BuA 2019/11 afirma apodicamente que um agente comercial representando ambas as partes não pode mais reivindicar os benefícios da isenção, isso não pode ser deduzido do PSD II de forma tão absolutista. O considerando 11 aE PSD II afirma que um agente comercial pode continuar a agir tanto para o pagador como para o beneficiário ao abrigo desta exceção se nunca entrar na posse ou controlar os fundos do cliente. Isto só pode referir-se a um prestador de serviços de iniciação de pagamentos que actua como agente comercial para ambas as partes a fim de negociar e concluir uma venda de bens ou serviços (mas não o faz para as partes); em geral, deve notar-se, no que respeita às exceções, que o âmbito de aplicação da ZDG é aqui aberto, mas não o âmbito de aplicação propriamente dito, razão pela qual não é necessária qualquer autorização.

Segundo a ADHGB em vigor no Liechtenstein, os agentes comerciais ou representantes comerciais são definidos como comerciantes independentes aos quais é constantemente confiada a tarefa de intermediar negócios para empresários ou de concluir negócios em seu nome.⁸⁷⁵ É portanto concebível que um agente comercial aceite fundos de um empresário para quem tenha negociado uma transacção e, após negociar ou celebrar um contrato, transfira esses fundos para um segundo empresário como contraparte no decurso do cumprimento do contrato. Para este tipo de actividade, um agente comercial pode - se tiver poderes discricionários na negociação ou celebração do contrato - invocar a excepção à ZDG e, portanto, não necessita de autorização como instituição de pagamento.⁸⁷⁶ O termo "agente comercial" utilizado na ZDG no contexto de supervisão deve ser interpretado de forma ampla e, devido ao seu conteúdo económico, inclui também os corretores comerciais e os seniores.⁸⁷⁷ Os corretores comerciais desempenham basicamente as mesmas tarefas que os agentes comerciais, com a diferença de que não são encarregados da mediação permanente dos negócios, mas actuam caso a caso e também actuam para os particulares.⁸⁷⁸

2.8.3 Conclusão Excepções de acordo com ZDG sob PSD II

A ZDG prevê várias excepções em que não é necessária autorização como instituição de pagamento. Algumas dessas excepções também são

458

⁸⁷⁵ Art 87 ADHGB.

⁸⁷⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann em Weilinger (Hrsg), ZaDiG, § 2, nota de margem 20.*

⁸⁷⁷ *Ver Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann em Weilinger (Hrsg), ZaDiG, Secção 2, nota de margem 21.*

⁸⁷⁸ Artigo 67 ADHGB.

relevantes para o EGG. Para além da excepção dos serviços de pagamento relacionados com transacções interbancárias (por exemplo, sistemas de pagamento ou de liquidação de títulos), a excepção mais relevante é a das redes limitadas. De acordo com isto, a aplicabilidade da ZDG ou EGG está excluída se os serviços se basearem em instrumentos de pagamento de uso limitado que só podem ser utilizados para a compra de bens ou serviços de uma rede limitada de prestadores de serviços que tenham uma relação comercial entre si (cadeia de retalho; franquia; rede limitada). Os serviços baseados em instrumentos de pagamento que podem ser utilizados para comprar bens ou serviços a uma gama muito limitada de fornecedores (gama limitada) também beneficiam da excepção de redes limitadas. Deve notar-se que, desde a implementação do DSP II, esta excepção deve ser comunicada à autoridade de supervisão competente, no Liechtenstein, à FMA, se as operações de pagamento com um valor total superior a 1 milhão de euros em 12 meses (artigo 37, parágrafo 2 DSP II) ou 1 milhão de francos suíços em 12 meses (artigo 3, parágrafo 3 ZDG) forem ultrapassadas. Devem ser dadas razões quanto à excepção que é realmente utilizada. Estas excepções são registadas no registo público nacional de serviços de pagamento e comunicadas à EBA.

- 459 Outra importante excepção à ZDG é a dos agentes comerciais ou representantes comerciais e corretores comerciais. Se, durante a negociação ou corretagem de uma transacção e a conclusão de uma transacção, alguém passar fundos apenas para um pagador ou beneficiário (execução da transacção), essa pessoa actua como agente comercial ou corretor comercial em nome do pagador ou beneficiário e pode recorrer à excepção do agente comercial da ZDG, o que significa que não é necessária autorização como instituição de pagamento para esses

serviços. No PSD II, ao contrário do PSD I, não é mais possível para um agente comercial representar tanto o pagador (buyside) quanto o recebedor (sellside) igualmente sob a isenção. Contudo, de acordo com o Considerando 11 aE PSD II, um agente comercial pode continuar a agir em nome tanto de pagadores como de beneficiários sob a exceção do agente comercial, desde que nunca detenha ou controle fundos de clientes; isto só pode ser relevante para prestadores de serviços de pagamento que não detenham fundos de clientes per se.

A diferença entre agentes comerciais e corretores comerciais é que os primeiros são constantemente encarregados de intermediar negócios para empresários ou de concluir transações em seu nome, enquanto os corretores comerciais ou seniores executam as mesmas tarefas em princípio, mas agem caso a caso e agem não só para empresários, mas também para particulares. 460

2.9 Casas de câmbio de acordo com o SPG, conforme alterado por LGBI 2009.047 e 2019.302

De acordo com o art. 3, n.º 3 lit. a DDA conforme emendado pela LGBI 2009.047, as agências de intercâmbio são⁸⁷⁹ denominadas repórteres, uma vez que são consideradas como agentes de diligência que devem comunicar imediatamente por escrito o início das suas actividades comerciais às FMA do Listenstaine. As casas de câmbio são atribuídas à Divisão interna de Prevenção da Lavagem de Dinheiro das FMA e a outros intermediários financeiros. Uma casa de câmbio é definida como 461

⁸⁷⁹ Este capítulo refere-se principalmente à DDA conforme emendada pela LGBI 2009.047, ou seja, à situação legal relativa à DDA antes da entrada em vigor da TVTG (DDA conforme emendada pela BuA 2019/93), salvo indicação em contrário.

uma pessoa que troca curso legal ou troca curso legal por moedas virtuais ou vice versa.⁸⁸⁰

462 ⁸⁸¹O considerando 8 da 5ª Directiva de Lavagem de Dinheiro estabelece que o dinheiro electrónico deve, no futuro, ser coberto pelas casas de câmbio. Contudo, esta directiva ainda não foi implementada no Liechtenstein, onde o comportamento efectivo de uma casa de câmbio foi alterado para a troca de fiat money e moedas virtuais, enquanto que no Liechtenstein ainda se utiliza moeda com curso legal em vez de fiat money.⁸⁸² Está claro no recital que o dinheiro electrónico é considerado

⁸⁸⁰ Com a introdução do TVTG, será implementada uma separação entre, por um lado, as casas de câmbio para a troca de moeda com curso legal e, por outro, os prestadores de serviços de troca de fichas contra outras fichas ou moeda com curso legal (no Diário Oficial da União de 2019/54, p. 367 f, o foco continuava a ser as fichas de pagamento e moedas virtuais, ao contrário do que acontecia no Diário Oficial da União de 2019/93). O enfoque no fiat money, de acordo com as disposições da 5ª Directiva sobre branqueamento de capitais, não é, portanto, seguido no TVTG, pelo menos não por definição legal, pelo que a troca de moeda electrónica por moeda com curso legal ou moeda virtual não parece estar coberta no Liechtenstein; para os operadores de plataformas de negociação de moedas e fichas virtuais, de acordo com o n.º 1 do artigo 2º do SPG, tal como alterado na Lei do Orçamento Federal de 2019/93, ver os comentários no Capítulo II.2.5.4.

⁸⁸¹ Directiva 2018/843, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>.

⁸⁸² Isto também não foi cumprido com a introdução do TVTG, apesar de as explicações do governo de lá afirmarem até que a 5ª Directiva de Lavagem de Dinheiro foi implementada a este respeito - BuA 2019/54, p. 302.

dinheiro fictício.⁸⁸³ Neste contexto, coloca-se também a questão do significado da adesão ao conceito de moedas virtuais, uma vez que a moeda fiduciária é um meio de troca sem valor intrínseco, que, nesta forma, para além da moeda com curso legal e da moeda electrónica, poderia alegadamente ser também aplicada à moeda Bitcoin e aos consórcios, caso contrário, subsumida às moedas virtuais, uma vez que o foco num elemento físico da moeda fiduciária (no sentido de papel-moeda) não será sustentável quando se tem em conta a moeda escritural e a moeda electrónica. O conceito de moeda virtual parece, portanto, à primeira vista, redundante, mas, numa inspecção mais atenta, não pode ser omitido. Moedas virtuais como a Bitcoin têm um valor que vai além do puro conjunto de dados, que é determinado pela usabilidade e funcionalidade no protocolo Bitcoin; uma Bitcoin pode não representar

⁸⁸³ A moeda Fiat é normalmente definida como um objeto que não tem valor intrínseco, mas serve como meio de troca. Isto aplica-se à moeda com curso legal. Por exemplo, o franco suíço é definido como um franco do Liechtenstein como meio de pagamento apenas com base na lei sobre a introdução da moeda suíça (LGBI 1924.008). Contudo, esse meio de pagamento só deve ser considerado como dinheiro (fiat) depois de ter sido aceite como contrapartida geral e, consequentemente, utilizado para a liquidação das transacções. O seu valor é medido, por exemplo, por factores de estabilidade governamental e pela força da economia nacional. A moeda Fiat difere da moeda de mercadorias, que tem um valor intrínseco ou inerente, além de um valor de troca (por exemplo, metais preciosos como o ouro, ou a chamada moeda primitiva, como a moeda mineral, dinheiro de conchas, dinheiro de pano, etc.). A moeda electrónica não tem um valor intrínseco, uma vez que o valor monetário está sempre relacionado com um crédito monetário, razão pela qual a classificação como moeda fiduciária é economicamente correcta.

nenhum direito especial, mas isso não significa que a Bitcoin não represente nada ou nenhum valor.⁸⁸⁴

463 De lege lata, a mudança de moeda electrónica para moeda com curso legal ou moeda virtual no Liechtenstein não é abrangida pela definição legal de agência de câmbios ou pela actividade de um prestador de serviços de câmbio VT. As moedas virtuais são moedas criptográficas ou fichas electrónicas que são uma representação digital de um valor, desde que estas fichas sejam utilizadas para adquirir bens ou serviços (meios de troca) ou para armazenar valor e assim assumir uma função comparável de curso legal (função de meios de pagamento como o Bitcoin ou o éter), pelo que uma moeda virtual não foi emitida por uma autoridade pública e não tem necessariamente de estar ligada a curso legal.⁸⁸⁵

⁸⁸⁴ Cf. Capítulo II.2.7.6, margem n.º 424 Com a introdução do TVTG, a troca de moedas virtuais entre si, que não era abrangida antes da entrada em vigor do TVTG, também será abrangida pelo âmbito de aplicação da DDA tal como alterada pela DDA 2019/93 como a prestação de um serviço de troca de TVT. No entanto, o conceito do prestador de serviços de troca de VT vai mais longe e também abrange fichas que não representam moedas virtuais (ou seja, fichas que têm um valor devido ao software e tecnologia subjacentes - ou seja, conteúdos digitais - ou fichas que representam o direito real a um objecto). Em contrapartida, a mudança de moeda electrónica ainda não está coberta no Liechtenstein, uma vez que se baseia em moeda com curso legal e não em fiat money (cf. art. 2, n.º 1 lit q TVTG, com as alterações introduzidas pelo Bundesgesetzblatt 2019/93 e art. 2, n.º 1 lit l SPG, com as alterações introduzidas pelo Bundesgesetzblatt 2019/93).

⁸⁸⁵ BuA 2016/159, p. 31 - as moedas virtuais não são "unidades monetárias digitais" que só podem ser trocadas por moeda com curso legal de forma extremamente limitada ou não são adequadas para troca; cf. definição no art. 3 No. 18

Além disso, apenas a troca de moeda com curso legal com outra moeda com curso legal ou a troca de moeda com curso legal em moedas virtuais e vice-versa é coberta por uma actividade cambial de acordo com o SPD, tal como alterado pelo LGPL 2009.047. A lacuna relativa à troca não regulamentada de fichas contra outras fichas (ou moedas virtuais entre si) será colmatada com a introdução do prestador de serviços de troca de VT no TVTG e esta actividade será também abrangida pela lei de supervisão.⁸⁸⁶

464

De acordo com o acima exposto, é de notar que as casas de câmbio são designadas como partes contratantes para operações de câmbio (operações de câmbio bilaterais contra os seus próprios livros). No entanto, nenhuma actividade da bolsa constitui uma relação contratual multilateral, por exemplo, no caso de uma plataforma de negociação de fichas (não regulamentada ou "não regulamentada" em termos legais,

465

5 da Directiva ARC ou art. 2 (1) lit z a DDA conforme emendada por BuA 2019/93.

⁸⁸⁶ Cf. art. 2, n.º 1 lit r TVTG, emendado pelo Federal Law Gazette 2019/54 - aqui, falava-se até das chamadas fichas de pagamento. No entanto, o plano de introdução de novos termos foi rejeitado, o que certamente é propício à compreensibilidade e segurança jurídica. No entanto, a solução dos prestadores de serviços que trocam fiat money às taxas de câmbio oficiais, bem como moedas virtuais ou fichas por outras fichas e/ou fiat money, parece estar fora de rodada. No que respeita à troca de fiat money entre si, existe uma casa de câmbio sujeita a registo nos termos do Art. 2 N.º 1 lit l em conjugação com o Art. 3 N.º 3 lit a SPG emendado pelo BuA 2019/93, para a qual também é necessária uma licença de comércio, enquanto que no que respeita à troca de fichas por fichas ou fiat money, existe um prestador de serviços de troca de VT sujeito a registo nos termos do Art. 2 N.º 1 lit q em conjugação com o Art. 12 N.º 1 TVTG emendado pelo BuA 2019/93.

as chamadas bolsas criptográficas ou crypto-exchanges), em que o operador de uma tal plataforma de negociação actua apenas como intermediário sem risco e reúne os interesses de compra e venda de terceiros para celebrar um contrato.⁸⁸⁷

466 Finalmente, deve ser notado que a compra de fichas em uma Token Sale ou Token Offering não constitui uma atividade de intercâmbio no sentido de uma agência de intercâmbio. Isto porque tal transacção não constitui uma letra de câmbio, mas uma emissão no decurso de uma emissão primária ou uma venda como resultado da oferta para venda de conteúdos digitais.

467 As casas de câmbio não necessitam de autorização, mas são totalmente responsáveis por tomar cuidado.⁸⁸⁸ Por isso, as casas de câmbio devem pagar uma taxa de supervisão para as FMA. Esta taxa ascende a um mínimo de CHF 500,00 e um máximo de CHF 100.000,00 por ano, sendo que a taxa adicional, além da taxa de base, ascende a CHF 40,00 por transacção sujeita a due diligence.⁸⁸⁹

468 De acordo com o Art. 5 parágrafo 2 lit a e lit g DDA, as casas de câmbio devem cumprir as obrigações de diligência previstas no Art. 5 DDA⁸⁹⁰⁸⁹¹

⁸⁸⁷ Contudo, a liquidação em moeda fiat (ou, mais estreitamente, em montantes monetários) desencadeia um serviço de pagamento, a menos que exista uma excepção, ver Capítulo II.2.7.6 e Capítulo II.2.8.

⁸⁸⁸ Art. 3, par. 1 litro f DDA.

⁸⁸⁹ Anexo 2, Título IV, Seção D do FMAG

⁸⁹⁰ Art. 2, parágrafo 1 lit. c DDA: "*qualquer relação de negócio, profissional ou comercial mantida em conexão com as atividades profissionais da pessoa sujeita à devida diligência e que se espera que tenha uma certa duração quando o contato for estabelecido*".

⁸⁹¹ A este respeito, os dados listados no Art. 6, parágrafo 1 SPV (KYC) e Art. 20, parágrafo 1 SPV (AML) devem ser recolhidos. Para a identificação em acesso

ao estabelecer uma relação comercial, bem como ao tratar de transacções ocasionais no valor de CHF 1.000,00 ou mais. Art. 5, par. 2 lit g DDA representa uma *lex specialis* para acender a ou lit b *leg cit*, uma vez que na maioria dos casos não se pode assumir que será estabelecida uma relação comercial permanente nas casas de câmbio.⁸⁹² As operações com letras de câmbio relevantes para a *due diligence* só são aceites para letras de câmbio com curso legal às taxas de câmbio oficiais se o valor limite exceder CHF 15.000,00. No caso de uma troca de moedas virtuais por moeda com curso legal e vice-versa, contudo, o limiar é fixado em CHF 1.000,00, sendo que as transacções relacionadas devem ser somadas. O processamento de transacções ocasionais por uma agência de câmbio não aciona uma taxa de supervisão idH de CHF 40,00 devido à falta de diligência devida.⁸⁹³

No BuA 2019/54, bem como no BuA 2019/93 para o TVTG, a introdução 469 de um limiar comparável para o fornecedor do serviço de comutação de TV no SPG, conforme alterado no BuA 2019/93 (LGBI 2019.302), parece ter sido esquecido devido a um erro editorial.⁸⁹⁴ Caso contrário, não parece justificar-se objectivamente por que razão um limiar comparável não conduz a uma isenção das obrigações de diligência devida

remoto (identificação remota, que também inclui identificação em vídeo), deve ser observado o Art 14 SPV em conjunto com as Diretrizes FMA 2019/7 de 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmassnahmen.pdf>.

⁸⁹² BuA 2016/159, p 57.

⁸⁹³ Art. 5, par. 2 lit g DDA; BuA 2016/159, p. 57; cf. também BuA 2019/54, p. 93

⁸⁹⁴ BuA 2019/54, S 367 ff. No entanto, o Art. 5, parágrafo 2 h DDA de 2 litros, emendado pelo BuA 2019/93, prevê um valor limite de CHF 1.000,00 para prestadores de serviços de letra de câmbio VT que operam exclusivamente máquinas físicas.

ou do imposto de supervisão quando se transforma fichas em moeda com curso legal ou quando se altera fichas contra fichas. Isso seria economicamente inaceitável, especialmente para projetos empresariais que se concentram em transações de baixo valor.⁸⁹⁵ No entanto, os prestadores de serviços de letra de câmbio VT não devem impor uma taxa adicional fixa para as transações sujeitas a diligência devida,⁸⁹⁶ mas sim uma taxa de supervisão baseada numa percentagem, que se baseia nos tokens trocados e na moeda legal; no entanto, cada transação deve ser registada como estando sujeita a diligência devida.⁸⁹⁷

⁸⁹⁵ Se as fichas forem trocadas por outras fichas, o valor limite será calculado com base no valor equivalente correspondente em moeda com curso legal.

⁸⁹⁶ Anexo 2, Título IX, Secção G N^o 2 ao FMAG.

⁸⁹⁷ De acordo com a redacção do FMAG tal como alterado pelo FMAG BuA 2019/54, esta taxa ascendeu a 0,25 % da receita bruta (factor de 0,0025). Com o Anexo 2 Título VIII Secção A No. 4 do FMAG conforme emenda BuA 2019/93, a taxa de supervisão total anual máxima de CHF 5.000,00 ou CHF 10.000,00 para todos os prestadores de serviços VT foi aumentada para CHF 100.000,00. Os números relativos aos impostos parecem ser desproporcionais, considerando que os prestadores de serviços de TV não estão sujeitos à supervisão macroprudencial da FMA, mas que são cobrados impostos comparáveis aos das instituições financeiras, como a moeda electrónica e as instituições de pagamento (ver Anexo 2, Título I, Secção D, N^o 5 lit. a e Anexo 2, Título I, Secção C, N^o 5 lit. a Lei da FMA). Além disso, o artigo 16^o do TVTG, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93, contém requisitos mínimos de capital para prestadores de serviços de TV até CHF 250.000,00, que provavelmente só podem ser aumentados por muito poucos start-ups, embora o TVTG se destine a promover precisamente este cenário de start-up fintech. Como esta é uma exigência mínima de capital, o capital nunca pode ficar abaixo deste nível e, portanto, não pode ser utilizado como capital operacional, como é habitual para as empresas sob PGR. De acordo com o Artigo 182e PGR, até metade do capital social poderia ser utilizado para actividades empresariais sem medidas de reestruturação ou sobreendividamento em termos contabilísticos.

No caso de projetos em bloco que envolvam outros intermediários financeiros sob a supervisão das FMA, além da existência de um bureau de change, se indicado, também deve ser examinado, em particular, se é criado um trust⁸⁹⁸ ou se foi aberto o âmbito de aplicação da Lei de Lavagem de Dinheiro.⁸⁹⁹

⁸⁹⁸ Lei dos trusts ou lei do salmão de acordo com o Art. 879 ff PGR; no caso de um trust, também podem ser emitidos certificados de trust (e subsequentemente simbólicos) como títulos sobre a propriedade do trust de acordo com o Art. 928 par. 1 PGR. Esses títulos devem ser transferidos como ações registradas, de acordo com o parágrafo 3 leg cit. Tais títulos não têm necessariamente de representar títulos transferíveis no sentido de instrumentos financeiros nos termos da DMIF II; a normalização ou equivalência funcional a instrumentos financeiros, bem como a transferibilidade ou negociabilidade em geral, são importantes.

⁸⁹⁹ Embora a FMA seja responsável pela supervisão dos casinos no que diz respeito à devida diligência, é de notar que, nos termos do artigo 13 do GSG, o Gabinete de Assuntos Económicos (AVW) é responsável pelo licenciamento ao abrigo do Money Gaming Act (GSG). No que diz respeito ao GSG, deve-se notar que o GSG se concentra principalmente no conceito de dinheiro, o que significa que geralmente não pode ser aplicado a modelos de negócio baseados em fichas (cf. a referência constante a um jogo de dinheiro usando o conceito de depósitos no Art. 3, n. 1 lit i, l, o e v em relação ao lit f e e GSG; contudo, a disposição penal no Art. 88, n. 1 lit a GSG é definida de forma muito ampla e cobre potencialmente todas as actividades relacionadas com o jogo: "O Tribunal Regional pune por infracções com uma pena de prisão até um ano ou com uma multa de até 360 dólares por dia para quem organiza, opera, corretor, distribui, dá espaço para, anuncia, reúne pessoas, adquire equipamento de jogo incluindo software para este fim ou promove-o comercialmente sem a licença necessária para o jogo ou sem que o jogo esteja legalmente isento de tal licença. """). Como no caso das explicações sobre os espaços de negociação e um DEX no Capítulo II.2.5, deve ser notado que uma cadeia de blocos, nos quais jogos de azar e jogos de habilidade podem ser conduzidos usando fichas, não tem um assunto regulatório, semelhante a um DEX. Além disso, de acordo com o GSG, tais jogos são sempre baseados em dinheiro no sentido de curso legal e não em fichas.

2.10 Conclusão sobre a prevenção do branqueamento de capitais e outros intermediários financeiros

471 Na situação jurídica actual, a casa de câmbio nos termos da DDA (ambas alteradas pela LGBI 2009.047 e pelo BuA 2019/93) - pelo menos nos termos da redacção pura da lei - não cobre a troca de moeda electrónica por outras moedas com curso legal ou virtuais. Embora ainda seja compreensível que a moeda electrónica não constitua uma moeda virtual, uma vez que é apenas uma reivindicação de dinheiro contra um emissor ao abrigo do direito civil, a DDA e o fornecedor do serviço de câmbio de TVTG, de acordo com o TVTG, conforme alterado pelo Diário da República Federal de 2019/93, contrariamente à 5ª Directiva de Branqueamento de Capitais ou uma alegada implementação (parcial) da mesma, não abrange a moeda electrónica, uma vez que a dicção e, consequentemente, os telos da 5ª Directiva de Branqueamento de Capitais não foram implementados. As actividades das casas de câmbio e dos prestadores de serviços de câmbio continuam a basear-se na moeda com curso legal em vez do fiat money.

472 Embora a moeda electrónica seja moeda fiduciária⁹⁰⁰, não é moeda com curso legal. As moedas virtuais são unidades monetárias digitais com uma função que representa os meios de pagamento, como Bitcoin, Ether ou moedas criptográficas comparáveis, que não foram emitidas por um organismo oficial e não têm necessariamente de estar ligadas a moeda com curso legal. Uma vez que o objectivo do legislador do Liechtenstein era abranger também as transacções cambiais relacionadas com o dinheiro electrónico, poderia ser feita uma tentativa de as

⁹⁰⁰ A Fiat money, ao contrário da commodity money (por exemplo, ouro), baseia-se num objeto que não tem valor intrínseco, mas ainda funciona como um meio de troca.

subsumir sob moedas virtuais. Contudo, de um ponto de vista dogmático, isto parece não só impuro mas também injustificável, uma vez que o dinheiro eletrônico é uma reivindicação feita em dinheiro sob o direito civil e, devido à sua relação com as transações de depósito, também constitui fiat money, enquanto o Bitcoin, por exemplo, representa uma ficha com valor inerente no sentido de conteúdo digital que representa dados ou software como mercadoria e, por ser aceito como meio de troca, é tratado como uma moeda virtual sob o direito de supervisão.

As casas de câmbio de acordo com o SPG, conforme alterado pelo LGBI 473 2009.047, devem cumprir as obrigações de due diligence ao estabelecerem uma relação comercial de determinada duração, bem como para transações ocasionais com um valor de CHF 1.000,00 (em relação a moedas virtuais) ou mais (em que devem ser implementados mecanismos que reconheçam as transações relacionadas, a fim de as somar). Isto é relevante, uma vez que a FMA cobra apenas uma taxa de supervisão no valor de CHF 40,00 por transação sujeita à devida diligência; caso contrário, transações de troca com pequenos montantes seriam economicamente desinteressantes e não rentáveis. Parece que, devido a um erro editorial, um valor limite correspondente não foi ancorado na legislação para os prestadores de serviços de Letras de Câmbio VT tanto no BuA 2019/54 como no BuA 2019/93 na TVTG. Entretanto, de acordo com o novo Anexo 2 Título IX Seção G No. 2 do Título IX do FMAG, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/54 e Anexo 2 Título VIII Seção A No. 2 do FMAG, conforme alterado pelo Diário Oficial da União 2019/93 (LGBI 2019.303), nenhuma taxa de supervisão adicional fixa por transação relevante para o dever de cuidado deve ser retida para os prestadores de serviços de letra de câmbio VT,

mas uma taxa baseada em porcentagem baseada nos tokens trocados e na moeda corrente legal para cada transação.

- 474 Em última análise, em relação aos modelos de negócios em cadeia ou baseados em fichas da área de prevenção de lavagem de dinheiro e outros intermediários financeiros sujeitos à FMA, o exame de uma situação de vida que seja relevante para o negócio do ponto de vista do Money Gaming Act pode ser relevante. Neste contexto, deve-se notar que a licença para os casinos nos termos do GSG é concedida pelo Escritório de Assuntos Econômicos; a este respeito, a FMA apenas supervisiona o cumprimento das obrigações de diligência devida. Em geral, contudo, o GSG concentra-se no conceito de dinheiro ou depósitos, razão pela qual não é regularmente relevante para modelos de negócio exclusivamente baseados em fichas (cf. artigo 3, parágrafo 1 lit i, l, o e v em conjunto com o artigo 3, parágrafo 1 lit f e e do GSG, em que a disposição penal do artigo 88, parágrafo 1 lit a do GSG é definida de forma ampla e abrange todas as actividades relacionadas com jogos de azar; neste contexto, uma redução teleológica viria a ser posta em causa). Independentemente disso, em conexão com apostas baseadas em fichas ou oportunidades de jogo em uma cadeia de blocos (semelhante a um DEX, mas jogo criptográfico descentralizado), deve ser notado que também não há nenhum assunto regulamentar aqui.

3. Visão geral dos aspectos regulatórios do TVTG

Este capítulo destina-se a fornecer uma visão geral do TVTG, tal como⁹⁰¹ alterado pelo BuA 2019/54 e pelo BuA 2019/93, que entrará em vigor no futuro, e em particular das disposições regulamentares. O TVTG está dividido em quatro partes. A primeira seção estabelece o assunto da Lei e fornece definições essenciais de termos.⁹⁰² A segunda seção regula aspectos de direito civil e introduz as suas próprias normas de transmissão de fichas. A⁹⁰³ Secção III. prevê disposições sobre aspectos de supervisão⁹⁰⁴ e a quarta e última seção regulamenta as disposições finais e transitórias.⁹⁰⁵

O terceiro departamento regulador é ainda subdividido em

- Título A. Geral (âmbito de aplicação no artigo 11º do TVTG);
- Título B. Registo de prestadores de serviços de TV (Artigos 12 a 38 TVTG);
 - Secção 1. obrigação e requisitos de registo (art. 12º a 17º TVTG);
 - Secção 2 Procedimento de inscrição (Art 18 a 19 TVTG);
 - Secção 3. caducidade e retirada (art. 20 a 22 TVTG);
 - Secção 4 Registo de prestador de serviços VT (art. 23 TVTG);

⁹⁰¹ IdF BuA 2019/54 ou o ligeiramente ajustado BuA 2019/93 se for feita referência ao TVTG e não for notado o contrário.

⁹⁰² Divisão I. Disposições gerais (Art. 1 e Art. 2 TVTG).

⁹⁰³ Divisão II. Princípios básicos do direito civil (art. 3 ao art. 10 da TVTG).

⁹⁰⁴ Divisão III Supervisão de prestadores de serviços VTG (Art. 11 a incl. Art. 49 TVTG).

⁹⁰⁵ Divisão IV Disposições transitórias e finais (Art 50 e Art 51 TVTG)

- Secção 5. exercício de actividades comerciais (Art 24 a 29 TVTG);
- Secção 6 Informação básica para questões de fichas (Art 30 a 38 TVTG);
- Título C. Supervisão⁹⁰⁶ (Art 39 a 44 TVTG);
- Título D. Procedimentos e recursos (Arts. 45 a 46 TVTG);
- Título E. Disposições penais (Art 47 a 49 TVTG).

477 Art 12 TVTG estipula que a prestação profissional de serviços de TV deve ser registada antes da prestação efectiva de serviços por um prestador de serviços de TV. Os emissores de fichas que emitem fichas no Liechtenstein em seu próprio nome ou não profissionalmente para terceiros com um valor total equivalente a menos de CHF 5 milhões - pelo que este valor limite deve ser calculado durante um período de doze meses - não têm de se registar na FMA (Art 12 nº. 2 TVTG conforme emendado pelo BuA 2019/93).

478 O terceiro departamento do TVTG regula assim a supervisão de vários prestadores de serviços de TV. Os pré-requisitos para o registo estão regulamentados no Art. 13 do TVTG e baseiam-se em particular na fiabilidade e competência profissional de acordo com o Art. 14 e Art. 15 do TVTG. Também são relevantes os requisitos mínimos de capital para

⁹⁰⁶ Mais uma vez erroneamente referido como Título B. Este erro editorial é repetido nos títulos seguintes em BuA 2019/54, mas foi corrigido em BuA 2019/93.

emissores de fichas, chave e custodiantes de fichas, validadores físicos⁹⁰⁷ e prestadores de serviços de troca de VT. Além destes regulamentos, as informações básicas sobre questões simbólicas também são essenciais (Art 30 a Art 38 TVTG). As informações básicas devem incluir, em particular, detalhes sobre o token a ser emitido e os direitos a ele associados, o sistema de VT utilizado, a finalidade da emissão do token, as condições de transferência dos tokens e os riscos associados à emissão (condições de emissão).⁹⁰⁸

De acordo com o Art. 3, parágrafo 1 lit r SPG, conforme alterado pelo 479
Federal Law Gazette 2019/54, os prestadores de serviços de VT sujeitos a registo estão sujeitos à devida diligência, com exceção dos emissores de fichas, órgão de inspeção de VT, prestadores de serviços de preços de VT e prestadores de serviços de identidade de VT. Independentemente da classificação como agentes de due diligence, a FMA supervisiona todos os prestadores de serviços de TV.⁹⁰⁹ Isto é importante, pois

⁹⁰⁷ De acordo com o Art. 2 Par. 1 lit p TVTG conforme alterado pelo BuA 2019/93, um validador físico é uma pessoa que garante a aplicação contratual dos direitos de propriedade representados em fichas no sentido do direito de propriedade em sistemas VT. Uma contrapartida correspondente para os direitos imateriais não foi criada - por exemplo, um depositário noético, do grego νοητική ou a noção de notic como doutrina de reconhecimento de objetos intelectuais, que poderia carimbar e registrar direitos imateriais, a fim de evitar a repetida tokenização dos mesmos direitos.

⁹⁰⁸ Art 33 TVTG; cf. *Nägele/Xander*, Token Offerings, especialmente Initial Coin Offerings (ICO) e Security Token Offerings (STO), bem como Token in Liechtenstein Law: Regulatory Environment and Outlook, margem nº 18.58, em *Piska/Völkel* (ed.), Blockchain Rules.

⁹⁰⁹ Art 39 DVTG:

exclui a exigência de uma pessoa de 180a⁹¹⁰ ou de um diretor administrativo comercial.⁹¹¹ A este respeito, a disposição da GewG, conforme alterada pela BuA 2019/93 (LGBI 2019.305), segundo a qual a Lei de Licenciamento Comercial não se aplica às actividades dos prestadores de serviços de TV, é meramente esclarecedora.⁹¹² Ao colocar os prestadores de serviços de TV sob a supervisão da FMA, deixa de ser aplicável a exigência de licenciamento nos termos da legislação comercial, segundo a qual uma licença comercial só é concedida se o requerente for cidadão de um Estado-Membro da UE ou do EEE ou da Suíça ou, na

⁹¹⁰ A nomeação obrigatória de uma pessoa que seja titular de uma licença nos termos da Lei sobre a fiscalização de pessoas, nos termos do artigo 180a da Lei sobre pessoas e sociedades (LGBI n.º 2013.426) ou como fiduciário de sociedades que não exerçam qualquer actividade comercial activa, mas que sejam concebidas como uma sociedade passiva ou estrutura de holding, é uma peculiaridade reservada ao direito do Listenstaine - cf. *Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft*, Rz 116 ff. Neste sentido, de acordo com o art. 3 da Portaria sobre a Lei das Pessoas e Sociedades Comerciais de 19.12.2000, LGBI 2000.281, "deve ser *expressamente evidenciado pela finalidade das pessoas jurídicas e das sociedades fiduciárias se um negócio conduzido numa base comercial está ou não a ser conduzido*". O financiamento de uma futura actividade económica através da emissão de fichas não regulamentadas não constitui uma actividade comercial na acepção da Lei de Licenciamento Comercial, razão pela qual foi necessário nomear uma pessoa chamada 180a ou um mandatário para gerir e representar a empresa até à entrada em vigor do TVTG. É importante notar que embora a Trade Licensing Act se aplique apenas a actividades profissionais - destinadas a terceiros - na Suíça e as actividades profissionais no estrangeiro não estejam abrangidas pela Trade Licensing Act, esta não pode ser contornada desenvolvendo exclusivamente uma actividade em jurisdições estrangeiras, uma vez que, neste caso, a empresa é oficialmente dissolvida e liquidada por falta de pessoal adequado, de acordo com o Art. 971, n.º 1 linhas 1 e 3 PGR.

⁹¹¹ Art 180a (1) e (3) PGR.

⁹¹² Art 3 lit s GewG, emendado por BuA 2019/93.

qualidade de cidadão de um país terceiro, tiver tido uma residência ininterrupta no Liechtenstein durante pelo menos 12 anos e mantiver permanentemente essa residência (artigo 8, parágrafo 1, letra c do GewG, conforme alterado pelo LGBI 2006.184). Esta é inevitavelmente uma relíquia dos tempos do proteccionismo das guildas sob o direito comercial, mas num mundo cada vez mais globalizado, especialmente na cadeia de blocos, é um obstáculo maciço à implementação de planos de negócios para nacionais de países terceiros.

No que diz respeito aos operadores de plataformas de negociação de moedas virtuais nos termos do Art. 2 Parágrafo 1 litro zquater SPG conforme emendado pelo BuA 2019/54 (ou Art. 2 Parágrafo 1 lit zter conforme emendado pelo BuA 2019/93, uma vez que os fornecedores de bolsas electrónicas foram removidos novamente), por favor consulte os Capítulos 2.5.4 e 2.9 e (FN 880). No que diz respeito aos prestadores de serviços de intercâmbio de TV, é feita referência aos Capítulos 2.2.2, margem nº 222 aE, 2.5.4 e 2.9 para evitar repetições. 480

Além disso, deve ser enfatizado o validador físico, que é definido de acordo com o Art. 2 Parágrafo 1 lit p TVTG como uma pessoa que *garante a aplicação contratual dos direitos de propriedade representados em fichas no sentido do direito de propriedade em sistemas de VT*. Se os direitos de propriedade sobre um objeto real são assim representados em um token, a função de um validador físico é garantir o exercício das reivindicações reais da pessoa autorizada a dispor do token (isto é, o proprietário do objeto tokenizado) sobre o objeto tokenizado. Na prática, isto pode ser feito levando o objecto simbólico sob custódia ou fazendo um 481

seguro através do validador físico. De ⁹¹³acordo com os materiais legais, pode-se deduzir da idéia da chamada economia simbólica que se pode esperar uma extensa simbenização de bens, tais como *"metais preciosos, pedras preciosas e matérias-primas [...] obras de arte, terrenos e imóveis até direitos de mercadorias como carros, relógios ou iates"*⁹¹⁴. Embora o papel do validador físico seja fundamentalmente claro, levanta-se a questão da relevância do seu âmbito de aplicação ou se a actividade deste prestador de serviços concorre com a regulamentação de fundos ao abrigo da legislação da UE. Isto porque um FIA é definido como um organismo de investimento colectivo que recolhe capital dos investidores para o investir de acordo com uma estratégia de investimento definida. Como já foi explicado no parágrafo 119, a definição de "capital" é extremamente ampla: *"Os activos podem incluir, por exemplo, activos tradicionais (capital próprio, acções, dívida, etc.), capital privado, bens imóveis e outras classes de activos não tradicionais, tais como navios, florestas, vinho, etc. e qualquer combinação dos mesmos"*.⁹¹⁵ Neste contexto, coloca-se a questão de saber se, por exemplo, uma pintura valiosa exibida em fichas para permitir que várias pessoas "participem" na pintura não constitui um fundo; a estratégia de investimento definida pode ser vista na gestão de activos (exposição em certas galerias de arte e museus mediante uma taxa). Isto será afirmado regularmente, e tais fichas seriam, em última análise, certificados de acções de fundos. Além do regulamento do fundo, o TVTG também se aplicaria neste caso. A necessidade regulamentar de um validador físico em tal caso, bem como a divisão exata

⁹¹³ Ver BuA 2019/54, p. 237.

⁹¹⁴ Ver BuA 2019/54, p. 24.

⁹¹⁵ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

de responsabilidades entre o validador físico e o depositário, permanece pouco clara.

Finalmente, Art. 7 Par. 1 lit. f TVTV (LGBI 2019.349) deve ser destacado. 482
De acordo com esta disposição da portaria, a notificação de uma emissão simbólica também deve incluir informações sobre o mercado alvo. A definição legal de "mercados-alvo" não é explicada e, em última análise, permanece incerto se esta é uma terminologia jurídica independente ou se a terminologia se baseia na do IDD 2016/97 ou da Vers-VertG.

4. Resultados centrais

Este capítulo final resume as conclusões e resultados centrais deste trabalho em relação às ofertas simbólicas e centros de negociação descentralizados (DEX), por um lado, e a distinção entre negócio de depósito, negócio de moeda electrónica, instrumentos financeiros ou serviços de investimento e moedas virtuais, por outro. 483

4.1 Transações bancárias, dinheiro eletrônico, instrumentos financeiros e moedas virtuais

É inerente tanto à captação de depósitos como ao negócio do dinheiro electrónico que existe um requisito de reembolso incondicional dos fundos. Isto pode ser justificado dogmaticamente pelo facto de o negócio do dinheiro electrónico ser também um negócio de depósito ao qual, no entanto, por ficção legal do legislador europeu, são associadas consequências especiais sob certas condições. As duas transacções representam duas faces da mesma moeda e, em princípio, a moeda electrónica é uma forma privilegiada de captação de depósitos, sendo os serviços 484

de pagamento o principal foco desta última: Os depósitos têm uma finalidade de poupança, enquanto o dinheiro electrónico tem uma finalidade de pagamento. Uma vez que a moeda electrónica é uma variante do negócio de depósitos, é apenas lógico que a possibilidade de resgate incondicional seja de facto o modelo para a moeda electrónica. O dinheiro electrónico só pode, portanto, ser criado através da atribuição de fiat money ou de montantes monetários. O valor monetário é portanto sempre baseado num valor monetário. Este valor monetário deve ser emitido sob a forma de um crédito, pelo que este deve necessariamente ser denominado em dinheiro; o facto de o crédito ser denominado em dinheiro também resulta na possibilidade de reembolso pelo valor nominal como elemento constituinte.

485 Deve ter-se em conta que se for feita uma excepção para a moeda electrónica, o âmbito da Lei da Moeda Electrónica e da Directiva Moeda Electrónica continua em aberto, mas está presente um valor monetário que não requer licença. Como tal, o negócio de depósitos já não pode ser reavivado no caso de uma excepção, uma vez que o dinheiro electrónico é emitido simultaneamente, mesmo que não exija uma licença. Deve-se também notar que os instrumentos de pagamento não podem representar instrumentos financeiros ao abrigo da MiFID II ou da Lei Bancária. Também está claro nos considerandos 8 e 10 do 5º GW-Directive que era intenção do legislador da União consagrar na legislação que as moedas virtuais não representam dinheiro electrónico. Embora a moeda electrónica possa ser emitida sob a forma de fichas, as fichas que têm um valor intrínseco no sentido de conteúdo digital, representadas pelos dados ou software de uma ficha e, portanto, são tratadas como mercadoria e, por vezes, representam moedas virtuais, não se qualificam como moeda electrónica. As moedas virtuais podem ter

funções de pagamento como o dinheiro eletrônico, mas também podem servir para fins de poupança, como depósitos, ou podem ser utilizadas para fins de investimento, como é o caso dos instrumentos financeiros. luz do acima exposto, é claro que, embora as fichas possam representar tanto a moeda electrónica como os instrumentos financeiros, se adequadamente concebidas, as moedas virtuais não representam nem a moeda electrónica nem os instrumentos financeiros, uma vez que desempenham uma variedade de funções diferentes, algumas das quais são semelhantes às dos instrumentos tradicionais do mercado financeiro.

Isto está intimamente ligado à chamada cláusula de toque no considerando 6 da Directiva E-Money. De acordo com este considerando, o âmbito da Directiva Moeda Electrónica não está aberto a activos monetários que possam ser utilizados para adquirir bens ou serviços digitais, desde que um operador ou emissor atribua um valor intrínseco adicional a um activo monetário, por exemplo, sob a forma de facilidades de acesso ou de transmissão. Também é importante que um bem ou serviço só possa ser utilizado por meio de dispositivos digitais e que um operador de tal sistema informático não actue apenas como intermediário entre o utilizador e o prestador de serviços. Um operador já acrescenta valor se uma função adicional for adicionada a um produto; o fornecimento de canais de comunicação ou transmissão é suficiente. No caso de fichas em cadeia baseadas em blocos, uma função adicional no sentido de uma função de acesso é regularmente adicionada a estas fichas, ou o software com o qual a ficha pode ser finalmente transferida é normalmente também desenvolvido. Consequentemente, o âmbito de aplicação do regime do dinheiro electrónico aos tokens parece ser marginal.

487

Ao contrário da Alemanha, unidades de conta como fichas não podem ser tratadas como instrumentos financeiros no Listenstaine. Ao contrário do Liechtenstein, a negociação multilateral de fichas como Bitcoin ou Ether, que segundo o entendimento do Liechtenstein representam dados ou software no sentido de mercadoria, numa plataforma de negociação na Alemanha representa um serviço de investimento como a operação de um MTF, uma vez que a lei bancária alemã é mais rigorosa do que a MiFID II e também abrange unidades de conta como instrumentos financeiros.⁹¹⁶ Isto pode levar à concorrência paradoxal entre moeda electrónica e instrumentos financeiros ao abrigo da legislação alemã, se a moeda electrónica tiver sido tokenizada - por exemplo, o comércio proprietário de moeda electrónica não é abrangido pelo EGG ou ZDG, mas, ao contrário do que acontece no Liechtenstein, este é considerado um serviço financeiro.

488

Isto também pode ser relevante em relação às fichas, especialmente as moedas estáveis, que devem ser mantidas estáveis. Uma ficha também pode representar uma reclamação contra um emissor. Se os outros critérios forem cumpridos, tal ficha pode representar dinheiro electrónico. Entretanto, o dinheiro eletrônico é excluído se um token não representa uma reivindicação, mas representa um token independente no sentido de software como uma mercadoria (como o Bitcoin). Uma indicação de que uma ficha representa uma reivindicação pode ser vista no fato de

⁹¹⁶ §§ § § 1 par. 11 no. 7 KWG; isto deve ser tido em conta sobretudo no campo de actividade transfronteiriço (por exemplo, no funcionamento de um intercâmbio criptográfico a partir do Listenstaine que não está regulamentado pelo direito de supervisão) e desempenha um papel essencial no âmbito da liberdade passiva de prestação de serviços e de comercialização. No que diz respeito aos serviços de investimento, o considerando 85 da MiFID II deve ser levado em conta, em particular.

que quando uma ficha é retirada, ela é destruída - uma reivindicação é assim resgatada, pois não é possível para um emissor ter uma reivindicação contra si mesmo.

A exclusão de uma obrigação de reembolso incondicional para evitar 489 uma transação de depósito poderia ser alcançada por uma condição resolutiva com efeito ex nunc. Em tal caso, a base contratual deixaria de existir com a ocorrência de um determinado evento e seria subsequentemente desenrolada ao abrigo da lei do enriquecimento - mas não ao abrigo da lei das obrigações; por outras palavras, haveria apenas uma obrigação de reembolso condicional ancorada na legislação. Como resultado, não há nenhuma obrigação contratual de reembolso incondicional. Se um resgate ou recompra específica for desejada, a implementação também seria concebível por meio de um direito de resgate amigável ao consumidor; isto pressupõe, no entanto, que um sinal representa um conteúdo digital e não representa uma reivindicação feita em dinheiro (ou seja, dinheiro eletrônico) ou adesão ou outros direitos a reivindicações (ou seja, instrumento financeiro).

No entanto, se um token ou stablecoin representa um token inde- 490 pendente, pode ser concedido um direito de retirada ilimitado e favorável ao consumidor. Isto pode ser revertido pela lei *condictio causa finita* (*condictio causa finita*) e também dá um valor estável a este símbolo. Essa moeda interna estável poderia ter interesse em uma plataforma de negociação de fichas.

Além dos negócios de depósito e dinheiro eletrônico, os negócios de 491 empréstimo também podem desempenhar um papel importante nos modelos de negócios baseados em fichas. O factoring em particular pode ser relevante, por exemplo, se um empresário quiser criar canais

de vendas adicionais e oferecer os seus bens ou serviços em troca de fichas, mas não quer necessariamente aceitá-los. Este empresário pode atribuir o seu crédito em moeda corrente, pagável em fichas, a um fator que assume o del credere e paga o preço da cessão em moeda corrente ao credor da cessão. Trata-se de um factoring genuíno, que no Liechtenstein - ao contrário do que acontece na Áustria - não constitui uma actividade bancária. A situação é diferente, porém, no caso do factoring fictício, em que o factor não assume o risco de incumprimento e, portanto, do ponto de vista jurídico, contribui ou credita liquidez. O factoring fictício representa, portanto, uma transacção de crédito ou empréstimo.

492 Como já mencionado em relação à distinção entre dinheiro electrónico e transacções de depósito, as fichas devem ser vistas como contentores técnicos e podem, em princípio, representar todos os direitos, ou seja, todos os instrumentos financeiros previstos na MiFID II. No entanto, não será possível que um token represente depósitos, já que neste caso o token já representa valor e, portanto, representa dinheiro eletrônico; o negócio de depósitos, no entanto, está diretamente voltado para a contabilização de dinheiro e dinheiro em espécie, que não pode ser representado de qualquer outra forma.

493 O âmbito material do regime de moeda electrónica abrange a emissão comercial de moeda electrónica. O âmbito de aplicação pessoal também se estende aos emissores de dinheiro electrónico que emitem moeda electrónica. Os emitentes de moeda electrónica são principalmente instituições de crédito CRR e instituições de moeda electrónica. A partir daí pode ser derivado um âmbito de aplicação local - adaptado à área

da UE e à AEA. A emissão de instrumentos monetários em países terceiros não pode abrir o âmbito do regime da moeda electrónica, uma vez que estas jurisdições não estão familiarizadas com a moeda electrónica. Tem de ser avaliado de acordo com a respectiva jurisdição onde esses activos monetários foram emitidos, quer se trate de uma transacção de depósito ou de um instrumento financeiro, se um "token" não for um instrumento de pagamento. Tais fichas, que constituiriam moeda electrónica se tivessem sido emitidas na UE ou no EEE, não estão sujeitas a autorização se um terceiro independente do emitente distribuir subseqüentemente tais fichas no Liechtenstein, uma vez que o âmbito de aplicação material abrange apenas a emissão de moeda electrónica (o cabo da ficha constituiria, por exemplo, moeda electrónica se tivesse sido emitido na UE ou no EEE). Se, no entanto, um ponto de venda actuasse em nome de um emitente na UE ou EEE, tal seria considerado como uma emissão directa pelo emitente no EEE ou UE, que estaria conseqüentemente sujeito a aprovação.

A moeda electrónica não deve prejudicar a inovação técnica, de acordo com os considerandos da Directiva Moeda Electrónica. A cadeia de blocos descentralizados também não é um obstáculo ao regime do dinheiro eletrônico. Por um lado, a moeda electrónica pode ser gerida no servidor do emitente (conta específica para moeda electrónica), por outro lado, a moeda electrónica também pode ser armazenada em sistemas baseados em cartões. De acordo com o direito civil, o dinheiro electrónico é transferido através da atribuição do crédito representado contra o emitente. Se uma carteira para moeda electrónica simbólica for disponibilizada por um emitente ou por um terceiro fornecedor, constitui uma conta de pagamento, uma vez que a moeda electrónica é le- 494

galmente definida como um montante monetário, apesar da representação real de um crédito. No entanto, para efeitos de transferência de direito civil, o dinheiro electrónico também pode ser retido em carteiras privadas sem necessidade de aprovação da supervisão.

495 Neste contexto, a negociação própria e, posteriormente, também a negociação principal de moeda electrónica no Liechtenstein é segura do ponto de vista da supervisão, uma vez que apenas são atribuídos créditos. Na melhor das hipóteses, pode existir uma verdadeira transacção de factoring, mas, como explicado acima, esta é inofensiva do ponto de vista regulamentar no Liechtenstein. A correspondência de interesses em relação à compra ou venda de dinheiro electrónico (simbólico) também não é problemática, mas se a liquidação (cumprimento do contrato) for efectuada fora da correspondência, estará presente um serviço de pagamento que requer autorização. É de notar que a excepção do agente comercial para serviços de pagamento foi restringida no PSD II e que, no âmbito do ADHGB, um agente comercial ou agente comercial ou corretores comerciais ou vendedores já não pode representar ambas as partes contratantes (compra e venda) na negociação ou conclusão do contrato, ao mesmo tempo que reivindica a excepção da ZDG.

496 Deve-se também notar que a agência de câmbios do SPG do Liechtenstein, conforme emendado pela LGBI 2009.047, ou o prestador de serviços de câmbio de TVT, conforme emendado pela TVTG, conforme emendado pela BuA 2019/93, não implementa totalmente a 5ª Directiva sobre branqueamento de capitais a este respeito, contrariamente às intenções do Governo. Isto porque a directiva da UE visa a troca de fiat money por outros fiat money ou em moedas virtuais. O dinheiro electrónico, que, de um ponto de vista dogmático, é dogmaticamente baseado em uma reivindicação feita em dinheiro, está incluído no fiat

money. No Listenstaine, contudo, esta disposição ainda se refere à moeda com curso legal, razão pela qual, a rigor, o dinheiro electrónico proveniente de transacções de câmbio não está actualmente coberto no Listenstaine. O prestador de serviços de letra de câmbio VT de lege ferenda também regista apenas a troca de fichas por moeda com curso legal ou outras fichas.

4.2 Centros comerciais centrais e descentralizados

Essenciais para a existência de uma plataforma de negociação como um MTF ou um OTF são os seguintes elementos, que devem ser cumulativos: 497

- Um sistema para negociação de instrumentos financeiros, em que "sistema" deve ser interpretado de forma tecnologicamente neutra e cobre qualquer conjunto de regras (por exemplo, também a negociação por voz);
- É imperativo que o sistema seja multilateral (ou seja, nenhuma negociação principal combinada, apenas negociação de agência, pode ser realizada em um MTF). Este é também o caso de uma OTF);
- O sistema deve servir os interesses das partes comerciais;
- Como resultado do agrupamento de interesses, não é possível executar transacções individuais com partes contratantes seleccionadas individualmente;
- O contrato é celebrado dentro do sistema ou plataforma e não fora dele. Se o contrato for celebrado fora do sistema, existe potencialmente um sistema de informação pura ou um quadro de avisos (em termos de fichas, um chamado DEX);

- Em última análise, o sistema deve ser projetado para reunir os interesses de um grande número de participantes de negociação e deve realizar a intermediação comercial individual (mínimo de três participantes necessários).

498 Para uma melhor rastreabilidade, um processo de negociação típico através de um MTF é delineado abaixo, a fim de posteriormente delimitar a atividade em uma bolsa descentralizada (DEX):

1. Entre dois membros negociadores autorizados como intermediários financeiros, uma transacção é concluída através da plataforma de negociação do MTF operado por uma empresa de investimento; se aplicável, com o objectivo de cumprir uma ordem subjacente de um cliente final (comprador ou vendedor económico);
2. Uma "transacção" concluída ou, mais precisamente, os juros combinados relacionados com a compra ou venda de instrumentos financeiros são transmitidos pelo MTF à câmara de compensação (Contraparte Central; CCP);
3. A compensação tem lugar entre a câmara de compensação e os membros da câmara;
4. Tem lugar uma reconciliação entre os membros compensadores e os membros negociadores (determinação dos créditos mútuos);
5. A câmara de compensação (CCP) transmite instruções ao agente de liquidação (Central de Depósito de Títulos; CSD) para a execução da liquidação;
6. A plataforma de liquidação (CVM) efectua então a transferência efectiva dos instrumentos financeiros em questão e asse-

gura também a transferência efectiva dos fundos correspondentes; a liquidação é efectuada nos livros (instrumentos financeiros detidos na transferência de títulos);

7. Em última análise, a reconciliação entre os membros da CDT e os membros de compensação tem lugar.

Além dos instrumentos financeiros ou fichas que os representam, o modelo também pode ser simulado em conexão com uma contraparte central (CCP) para fichas que não representam nem dinheiro eletrónico nem instrumentos financeiros (moedas virtuais). A seguir, será mostrado em termos concretos como se pode realizar este tipo de negociação principal: 499

1. Os utilizadores A e B registam-se numa plataforma de negociação para fichas que não representam nem instrumentos financeiros nem dinheiro electrónico;
2. O usuário A gostaria de adquirir o BTC com seu ETH;
3. O usuário B quer vender BTC (contra ETH);
4. Nos dois passos seguintes são realizados:
 - Usuário A transfere ETH para o operador da plataforma de negociação por fichas, sendo a razão legal da transferência a aquisição de BTC do operador da plataforma de negociação como contraparte central, de acordo com o acordo contratual (por exemplo, com adiamento do pagamento por um segundo legal);
 - Usuário B transfere BTC para o operador da plataforma de negociação de tokens. Neste caso, a razão legal para a transferência é a venda do BTC ao operador

da plataforma de negociação como Contraparte Central, de acordo com um acordo contratual.

5. O operador da plataforma de negociação de fichas adquiriu posteriormente ETH do usuário A por pelo menos um segundo legal e deve ao usuário A BTC por isso. Ao mesmo tempo, o operador da plataforma de negociação adquiriu BTC do Usuário B por pelo menos um segundo legal e deve ETH ao Usuário A em troca;
6. O operador da plataforma de negociação de fichas cumpre sua obrigação para com o Usuário A com as BTCs adquiridas pelo Usuário B. Ao mesmo tempo, o operador da plataforma de negociação de fichas cumpre sua responsabilidade para com o usuário B com o ETH adquirido pelo usuário A.

500 A elegância deste exemplo deve-se à tecnologia da cadeia de blocos. Tal transação é executada automaticamente e quase em tempo real através de um Contrato Inteligente. O risco de incumprimento da contraparte é efectivamente fixado em zero por uma instância técnica. Com o advento da tecnologia de cadeias de blocos no mercado financeiro, mesmo mercados altamente regulamentados, como os centros de negociação multilateral, podem ser estruturados de forma mais eficiente. A tecnologia da cadeia de blocos permite assim uma redução da densidade de regulação, mantendo pelo menos o mesmo nível de eficiência na luta contra as falhas do mercado e permitindo assim uma convergência com a eficiência de Pareto.

501 Usando a tecnologia de cadeia de blocos, as chamadas trocas descentralizadas (DEX) também podem ser implementadas. Num DEX, as ordens relacionadas com fichas, por vezes também as que representam

instrumentos financeiros, podem ser liquidadas ponto-a-ponto. Normalmente o livro de ordens, correspondência e liquidação são mantidos em cadeia (execução através de Contratos Inteligentes). No entanto, um DEX não pode ser classificado como uma plataforma de negociação organizada como um MTF ou OTF, uma vez que não existe uma entidade legal capaz de regulação devido à natureza descentralizada de tal plataforma de negociação. Além disso, normalmente só existe comércio bilateral e não multilateral num DEX. O papel do intermediário sem risco, que reúne os interesses de compra e venda, é representado por uma entidade tecnológica. Os intervenientes no mercado financeiro, tais como empresas de investimento - market makers (OTC) ou internalizadores sistemáticos - também podem aparecer num DEX.

Tal DEX representa tecnicamente o backend e as interfaces baseadas em software (frontend) também são fornecidas, as quais acessam um DEX para refletir informações sobre fichas e ordens ali mantidas. Tal frontend é comparável a um navegador que acessa a transferência de hipertexto ou protocolo HTTPS (servidor central ou banco de dados), exceto que os nós descentralizados são acessados em um protocolo de cadeia de blocos. Tais interfaces são frequentemente referidas como quadros de avisos e podem ser concebidas como um sistema de informação pura, desde que apenas a informação acessível ao público seja exibida graficamente, o que constituiria um serviço técnico não regulamentado. É essencial que a conclusão e o cumprimento do contrato seja feito diretamente no DEX e não na interface. Também não há mediação contratual desde que tal interface ou o seu operador não seja uma condição sine qua non para a disponibilidade de detalhes concretos do

negócio e, conseqüentemente, a conclusão de um contrato. Normalmente não é este o caso se apenas a informação acessível ao público for representada por uma cadeia de blocos.

- 503 Em BuA 2019/54 no TVTG, o governo declarou que os operadores de tais sistemas de informação fornecem informações agregadas de preços sobre ofertas de compra e venda de fichas. Embora este possa ser o caso, não é obrigatório e, portanto, de lege ferenda um sistema de informação nem sempre pode ser qualificado como um fornecedor de serviços de preços VT.
- 504 Em termos de lei de prospectos de valores mobiliários, deve ser notado, em conexão com um DEX, que um prospecto deve ser preparado e aprovado para ofertas públicas de fichas que representam instrumentos financeiros, a menos que uma exceção se aplique. Os problemas também podem surgir do fato de que um DEX pode levar a uma oferta global de instrumentos financeiros, mas não há uma regulamentação global uniforme sobre os requisitos de prospectos; este problema tem efetivamente existido desde a existência da Internet.
- 505 Num DEX em que são negociadas fichas de segurança, os criadores de mercado (OTC) e os internalizadores sistemáticos podem, em princípio, agir como agentes do mercado financeiro. É importante notar que informações e entradas de preços em sistemas de negociação e de ordens, dados em sistemas de informação ou as atividades de um formador de mercado não são consideradas como mensagens que seriam necessárias para uma oferta pública. A actividade desses participantes do mercado financeiro (num DEX) não constitui uma oferta pública e, portanto, não desencadeia uma obrigação de prospecto. Ambos os actores são os

principais responsáveis pelo aumento da liquidez no mercado de capitais, quer de forma contínua ou sistemática e, em grande medida, conduzindo a negociação exclusiva de instrumentos financeiros. A este respeito, é de notar que as empresas de investimento estão sujeitas a certas obrigações de negociação no que diz respeito a títulos de capital e certos derivados, nos termos dos artigos 23º e 28º do MiFIR.

O SPG tal como alterado pelo SPG 2019/93 BuA 2019/93 também 506 abrange os chamados operadores de plataformas de negociação de moedas virtuais ou fichas como pessoas sujeitas a due diligence. Mesmo que isto se destine a apanhar tudo, ainda não está claro o que deve ser regulado por isto. Como o próprio governo afirma, as letras simbólicas contra moeda com curso legal são cobertas pelo fornecedor de serviços de letra de câmbio VT. Se um ator agir em nome do governo, ele detém a chave simbólica ou privada do ordenante por pelo menos um segundo legal e posteriormente é registrado como um guardião da chave VT ou guardião da chave simbólica VT. O significado prático desta disposição na ADD terá, portanto, de ser estabelecido primeiro.

Bibliografia

Amstutz Marc / Breitschmid Peter / Furrer Andreas / Girsberger Daniel / Huguenin Claire / Müller-Chen Markus / Roberto Vito / Rumo-Jungo Alexandra / Schnyder Anton K. (Hrsg), *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, 3ª edição, Zúrique, 2016.

Andreas Vonkilch (Ed.), *Commentary on the E-Money Act 2010*, Vienna 2015.

Assmann Heinz-Dieter / Tailor Uwe H. / Mülbart Peter O. *Securities Trading Law*, 7th Edition, Cologne, 2019.

Athanassiou Phoebus / Mas-Guix Natalia, *ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects*, No 7 / July 2008.

Auffenberg Lutz, *dinheiro eletrônico em bloco*, BKR 7/2019, p. 341.

Barnes Tom, *Banking Regulation Review*, Décima Edição, Londres, 2019.

Beck Heinz / Sann Carl-Theodor / Kokemoor Axel, *KWG com CRR*, Heidelberg, 2017.

Bergt, J., Esneault, A., Feldkircher, T., & Nägele, T. (2019). National legal & regulatory frameworks in select European countries. Country Analysis Liechtenstein in *The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework*, 117-128.

Bergt, J. (2019). Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft (Doctoral dissertation, dissertation, Private Universität im Fürstentum Liechtenstein (UFL), Triesen).

*also released as

Bergt, J., (2020). Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft: unter Berücksichtigung des schweizerischen und österreichischen Rechts. Schulthess Juristische Medien.

Binder Andreas/Vetter Meinrad, Der Partizipationsschein - eine Auslegung in Lorandi Franco/Stahelin Daniel (Hrsg), Innovative Law, FS for Ivo Schwander, S 275, Zurich/St. Gallen, 2011.

Brandl Ernst / Saria Gerhard, WAG 2018, 2ª edição, Viena, 2018.

BuA 2012/69 de 29.05.2012.

BuA 2012/150 de 27.11.2012.

BuA 2013/33 de 11.06.2013.

BuA 2014/69 de 08.07.2014.

BuA 2015/37 de 14.04.2015.

BuA 2015/89 de 01.09.2015.

BuA 2016/159 de 28.10.2016.

BuA 2017/14 de 04.04.2017.

BuA 2017/72 de 26.09.2017.

BuA 2018/98 de 30.10.2018.

BuA 2019/13 de 29.01.2019.

BuA 2019/54 de 07.05.2019.

BuA 2019/93 de 03.09.2019.

Livro de Marcas, Die Blockchain und das Recht, LJZ 06.2018 (edição 2), p 55.

Casper Matthias / Terlau Matthias (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, Munique, 2014.

Dornseifer Frank / Jesch Thomas / Klebeck Ulf / Tollmann Claus, Diretiva AIFM, Munique, 2013.

ESMA/2015/1874, Q&A, Prospectos 23^a versão actualizada - 15 de Dezembro de 2015.

Forstmoser Peter / Meier-Hayoz Arthur / Nobel Peter, direito suíço das empresas, Berna, 1996.

Frick Marie-Theres in Festschrift for Delle Karth Gert, 90 anos do Princely Supreme Court, The recent development of Liechtenstein company law in the light of EEA membership, S 193, 2013.

Frick Mario, Reconhecimento e execução de sentenças estrangeiras no Liechtenstein - Uma visão geral, LJ n.º 4/2010, p. 106.

Frick Rony, The types of shares under Liechtenstein company law, dissertation University of Bern, 1977.

Gruber Michael, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, n.º 2, 15.02.2005, p. 53.

Handschin Lukas, Zürcher Kommentar, 2ª edição, Disposições Gerais, Art. 620-659b OU Die Aktiengesellschaft, 2ª edição, Zuriqe, 2016.

Helbock Hein, Special Aspects of the Segmented Classified Person (PCC) in Liechtenstein, LJZ 1/18, p 22.

Höhlein Thomas / Weiß Hagen, Crypto-Assets, ICO e Blockchain: Prospectus law perspective and supervisory practice, RDF 2019, p 116.

Honsell Heinrich, Tradition and Cession - causal ou abstracto?, in *FS Wiegand Wolfgang*, S 349, Berna, 2005.

Jensen Michael C. / Meckling H. William, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Outubro de 1976, Volume 3, Número 4 pp 305-360, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

Kalss Susanne / Oppitz Martin / Zollner Johannes, *Capital Market Law*, 2ª edição, Viena, 2015.

Keiler Stephan / Klauser Alexander, *Austrian and European Consumer Law*, 4th Lfg, Vienna, 2018.

Kletečka Andreas / Schauer Martin, ABGB-ON, 1.02, 1.04 e 1.06, sine loco, 2016, 2017 e 2019.

Krimphove Dieter, *Fintechs, Fundações legais das modernas tecnologias financeiras*, desde loco, 2019.

Kümpel Siegfried / Wittig Arne (Hrsg), *Banking and Capital Market Law*, 4th edition, Cologne, 2011.

Laurer René / Borns Rainer / Strobl Johann / Schütz Melitta / Schütz Oliver, *BWG*, 3ª edição, Viena, 2010.

Laurer René / Schütz Melitta / Kammel Armin / Ratka Thomas (ed.), *BWG*, 4ª edição, Viena, 2019.

Layr Angelika / Marxer Matthias, Legal nature and transfer of "tokens" from a Liechtenstein perspective, LJZ 1/19, p 11.

LTP de 26.10.2000, alteração do PGR (No 153/1988, relatório da Comissão e projeto de lei emendado de 18 de setembro de 2000), 2ª leitura.

Marxer Florian, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der Vinkulierung und der Aktionärsbindungsverträge, SSHW Band-Nr 263, Zuriq, 2007.

Micheler Eva, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, Habilitationsschrift WU Wien, 2003.

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

* also cited as

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein Supervisory Law. Regulatory Grey Zone, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

Öhri Uwe, Die Grundlagen der zivilrechtlichen Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung entrusted with the administration and management of an AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007 (número 4), p. 100.

*Opilio Antonius*⁹¹⁷, Working Commentary on Liechtenstein Property Law, Volume I, Dornbirn, 2009.

Patz Anika, Plataformas de negociação para moedas criptográficas e criptoassets, BKR 9/2019, S 435.

Piska Christian / Völkl Oliver, Blockchain Rules, Viena, 2019.

Rummel Peter / Lukas Meinhard, ABGB, 4ª edição, Viena, 2018.

Rummel Peter, ABGB, 3ª edição, Viena, 2007.

Schopper Alexander / Raschner Patrick, The regulatory classification of crypto stock exchanges in Austria, ÖBA 4/2019, p. 249.

Schopper Alexander / Walch Mathias, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 03.2017 (número 1), p 1.

Schwimann Michael / Kodek Georg E., ABGB Praxiskommentar, 4 edition, Vienna, 2011.

Schwimann Michael / Neumayr Matthias (ed.), ABGB Taschenkommentar, 4 edition, Vienna, 2017.

Seeger Norbert, The responsibility according to Art. 218 to 228 of the Liechtenstein Persons and Companies Law, Berna, 1987.

Stadler Arthur / Pfeil Andreas, moedas criptográficas como bens voláteis de acordo com § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, Maio 2018, S 101 (S 103).

Stark Emil W. / Lindenmann Barbara, em Berner Kommentar, Der Besitz Art 641-977 ZGB, 4ª edição, Berna, 2016.

⁹¹⁷ Este nome é usado pelo autor como traductionym (pseudônimo) para o *pastor Anton*.

Terlau Matthias em Schimansky Herbert / Bunte Hermann-Josef / Lwowski Hans-Jürgen (Hrsg), *Manual de Direito Bancário*, 5ª edição, Munique, 2017.

Triffterer Otto / Rosbaud Christian / Hinterhofer Hubert (ed.), *Salzburg Commentary on the StGB*, 40th Lfg, Vienna, 2019.

Relatório da consulta governamental sobre a criação de uma lei sobre sistemas de transação baseados em tecnologias confiáveis (VT) (Blockchain law; VT law; VTG) e a alteração de outras leis de 28 de agosto de 2018.

Weilinger Arthur (Ed.), *ZaDiG*, Viena, 2017.

Weitnauer Wolfgang / Boxberger Lutz / Anders Dietmar, *KAGB*, 2ª edição, Munique, 2017.

Wohlschlägl-Aschberger Doris (Hrsg), *MiFID II, Law, Practice, Prospects*, Frankfurt, 2018.

Zivny Thomas, *KMG (Kapitalmarktgesetz)*, breve comentário, 2ª edição, Viena 2016.

*this work was also published under:

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Japanese): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token as value rights & Token offerings and decentralized trading venues (English): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference*

to relevant Union acts (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751937962.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Russian): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751935968.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Chinese simplified): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Derechos de Valor & Ofertas de Token y Centros de Comercio Descentralizados: Un análisis del derecho civil de valores y la legislación de supervisión de valores desde la perspectiva de Liechtenstein, con especial referencia a los actos pertinentes de la Unión* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Tokenowe Prawa do Wartości & Oferty Tokenowe i Zdecentralizowane Centra Handlowe: Analiza prawa cywilnego w zakresie papierów wartościowych i prawa nadzoru nad papierami wartościowymi z perspektywy Liechtensteinu, ze szczególnym uwzględnieniem odpowiednich aktów Unii* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Waarderechten & Tokenaanbiedingen en Gedecentraliseerde Handelscentra: Een analyse van het burgerlijk effectenrecht en het recht inzake effectentoezicht vanuit het oogpunt van Liechtenstein, met bijzondere aandacht voor de desbetreffende besluiten van de Unie* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Wertrechte und Token Offerings und dezentrale Handelsplätze: Eine wertpapierzivilrechtliche und wertpapieraufsichtsrechtliche Analyse aus der Perspektive Liechtensteins unter besonderer Berücksichtigung einschlägiger Unionsrechtsakte* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Les Tokens comme Droits de Valeur & Offres de Tokens et Centres Commerciaux Décentralisés: Une analyse du droit civil des valeurs mobilières et du droit de la surveillance des valeurs mobilières du point de vue du Liechtenstein, avec une référence particulière aux actes pertinents de l'Union* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token come Diritti di Valore & Offerte a Token e Centri Commerciali Decentralizzati: Un'analisi del diritto civile dei titoli e del diritto di vigilanza sui titoli dal punto di vista del Liechtenstein, con particolare riferimento ai pertinenti atti dell'Unione europea* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Registro Judicial

BGH VIII ZR 249/14 de 17.06.2015

BVGer B-4772/2017 de 19.12.2017.

EFTA E-9/17 de 30 de Maio de 2018, Edmund Falkenhahn AG / Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein, <https://efta-court.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>

TJCE C-191/15 de 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612

OGH em 09 C 271/98-201 de 03.03.2005, LES 2006, 161.

öOGH a 2 Ob 155/16g a partir de 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000

Justiça RIS RS0012049, ECLI:AT:OGH0002:1951:RS0012049.

StGH 1975/002 de 29.04.1975, ELG 1973, 381.

UVS Viena de 5 de Maio de 2004 em 06/42/9144/2003.

Fontes digitais

Alexandra Petruş, Como extrair dados de uma conta 2FA iCloud, 12, Agosto 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Artigo técnico da BaFin, tokenization, 15.04.2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html

BaFin informações sobre os fatos de negociação própria e por conta própria datada de 22.03.2011, última emenda em 15.05.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html

BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, emendado pela última vez em 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html.

BaFin Leaflet Multilateral Trading Facility de 07.12.2009, alterado pela última vez em 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html

BaFin Leaflet Review of securities prospectus for comprehensibility, GZ: WA 51-Wp 7115-2019/0099, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_verstaendlichkeitspruefung_prospekte.pdf?blob=publicationFile=8.

BaFin Merkblatt, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) de 22.12.2011, emendada pela última vez em 29.11.2017,

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33

BaFin, Carta Interpretativa sobre o Âmbito de Aplicação do KAGB e sobre o Termo "Fundo de Investimento", 14.06.2013, emendado pela última vez em 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsbereich_KAGB_begriff_invvermoegen.html

BaFin, Crowdlending, datado de 4 de Janeiro de 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html

BaFin, Notes on financial instruments pursuant to section 1 (11) sentences 1 to 3 of the KWG, 20.12.2011, last amended on 26.07.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html

BaFin, folheto sobre corretagem de investimentos de 17 de Maio de 2011, emendado pela última vez em 13 de Julho de 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html

BaFin, folheto sobre os negócios de custódia, 06.01.2009, emendado pela última vez em 17.02.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaef.html

BaFin, ficha informativa sobre o negócio de empréstimos, datada de 08.01.2009, emendada pela última vez em 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaef.html

BaFin, information sheet placement business, 10.12.2009, emendada pela última vez em 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html

BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnisspflichten in Zusammenhang der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1.

BaFin, obrigação de publicar um prospecto, 01.11.2013, emendado pela última vez em 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html

BaFin, Circular 08/2017 (VA) - Instrumentos financeiros derivados e produtos estruturados de 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html

Bont Patrick, Kryptowährungen - e o que fazem os reguladores?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>

Buterin Vitalik, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, chamada em 30.09.2019.

Buterin Vitalik, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463>/<https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Projecto de relatório sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos prestadores de serviços europeus de financiamento de multidões (ECSP) às empresas (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdfhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf.

DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Relatório da EBA com conselhos para a Comissão Europeia sobre cripto-assets, 09.01.2019, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

EBA Opinion on "virtual currencies", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 January 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

ESMA Anexo 1 Qualificação legal dos crypto-assets - inquérito às ANC, Janeiro 2019, ESMA50-157-1384, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

ESMA Discussion Paper 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>.

ESMA Guidelines 2013/611 on key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), Versão corrigida de 30.01.2014 das Guidelines on key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive publicadas em 13.08.2013 (ESMA/2013/611), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf

Perguntas e Respostas ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf.

ESMA Report 50-164-2430 vom 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf.

BCE, Report on Electronic Money, Agosto de 1998, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

EZB, Esquemas de Moeda Virtual, Outubro de 2012, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

FCA (Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

Circular FINMA 2008/3, Depósitos de retalho em instituições financeiras não bancárias, 20.11.2008, emendada pela última vez em 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>

FINMA Diretrizes para consultas de subordinação relativas a ofertas iniciais de moedas (OIC) de 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.

First Blockchain Security Token Exchange - Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Comunicação FMA 2019/1 - Obrigações suplementares relativas à emissão e resgate de fichas de cotas de fundos e à manutenção do registro de cotas de fundos de 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>

Diretriz FMA 2019/7 de 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>

FMA, Inovação como um desafio - e como uma oportunidade, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, chamada em 15.09.2019

Griffin John M. / Shams Amin, Is Bitcoin Really Un-Tethered?, 13.06.2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

Hacker Philipp / Thomale Chris, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, última revisão em 17 de abril de 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820

<https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, acessado em 29 de outubro de 2019.

<http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&ackurl=auto>.

<https://0x.org/>, chamada em 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supplyhttps://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, chamada em 08.08.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, chamada em 08.08.2019.

<https://dstoq.com/>, chamada em 15.09.2019.

<https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, chamada em 15.09.2019.

https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block, chamada em 15.09.2019.

<https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, chamada em 15.09.2019.

<https://etherdelta.com/>, acedido a 15 de Setembro de 2019.

<https://etherscan.io/chart/blocktime>

<https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>, chamada em 15.09.2019.

<https://idex.market/>, chamada em 15.09.2019.

<https://international.bittrex.com/>, chamada em 15.09.2019.

<https://kyber.network/>, chamada em 15.09.2019.

<https://londondx.com/about/>, chamada em 15.09.2019.

<https://poloniex.com/>, chamada em 15.09.2019.

https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ, chamada em 15.09.2019.

<https://stellarterm.com/>, chamada em 15.09.2019.

<https://tether.to/>, chamada em 7 de outubro de 2019.

<https://tether.to/contact-us/>, chamada em 29.07.2019.

<https://tether.to/legal/>, na versão de 26.02.2019, acessada em 29.07.2019.

<https://token.store/>, acessado em 15.09.2019.

<https://uniswap.io/>, acedido a 15 de Setembro de 2019.

<https://www.airswap.io/>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.bancor.network/>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.binance.com/>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.bitpanda.com/de>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.coinbase.com/>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, acedido a 4 de Agosto de 2019.

<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, chamada em 15.09.2019.

https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, chamada em 04.08.2019.

<https://www.kraken.com/>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.openfinance.io/>, chamada em 15.09.2019.

<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, chamada em 15.09.2019.

Khatri Yogita, Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019.

Liechtenstein Bankers Association, brochura informativa sobre os tipos e riscos dos instrumentos financeiros, 3ª edição, edição electrónica nº B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>

Mersch Yves, Discurso na Conferência Jurídica do BCE, Frankfurt am Main, 2 de Setembro de 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, convocada para 04.10.2019

Miller Mark S. / Drexler K. Eric, The Agoric Papers in The Ecology of Computation, *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation: Agoric Open Systems, Engenharia de Incentivos: para Gestão de Recursos Computacional, Ecologia Comparativa: A Computational Perspective,

Nordholland, 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html><https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>, aufgerufen am 01.10.2019.

*Nakamoto Satoshi*⁹¹⁸, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, chamada em 15.09.2019.

Relatório sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos prestadores de serviços europeus de financiamento de multidões (ECSP) às empresas (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html

Seth Rosenblatt/Jason Cipriani, autenticação de dois factores: O que precisa de saber (FAQ), 15 de Junho de 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Sritanshu Sinha, IEOs, ICOs, STOs e Now IDOs - Como Angariar Fundos para Crypto em 2019?, 01.09.2019, <https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019><https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019>, aufgerufen am 02.09.2019.

Szabo Nick, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (apenas link de arquivo disponível mais).

⁹¹⁸ Pseudónimo da pessoa ou pessoas que desenvolveram o protocolo Bitcoin.

Valera Valeria, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/><https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, aufgerufen am 29.07.2019.

Bailiff Hans-Ueli, Direito Societário, <https://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-voigt/gesellschaftsrecht/grundlagen/de/html/index.html#>

WKO, Alternative Investment Fund Manager Act (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>

Wozke Martin, Smart Contracts: Quando forem celebrados contratos entre computadores, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, chamada em 01.10.2019

Abstrato

Este trabalho acadêmico trata tanto de aspectos de direito civil (valores mobiliários) quanto de direito regulatório (valores mobiliários). Assim, é fornecido um resumo do direito de propriedade, que trata da classificação das fichas de acordo com a lei do Liechtenstein.

Além disso, serão discutidos os títulos desmaterializados, que são conhecidos do sistema jurídico do Liechtenstein há quase 100 anos. A situação legal relativa a títulos e valores mobiliários escriturais antes da entrada em vigor da "Blockchain Act" (TVTG) é delineada e os valores mobiliários escriturais ao abrigo da TVTG (princípio da abstracção) e os valores mobiliários escriturais ao abrigo da PGR, com as alterações introduzidas pelo Diário da República de 2019/93 (princípio da causalidade) são discutidos em detalhe a seguir.

O direito civil e societário está centrado no Liechtenstein, enquanto a base do direito societário suíço de recepção e o direito civil geral de recepção do direito austríaco também são levados em conta.

A parte de supervisão do trabalho está claramente no centro do direito da União, mas também tem em conta as especificidades nacionais do Liechtenstein, da Áustria e da Alemanha, para além dos actos jurídicos europeus.

Assim, os tokens e modelos de negócio baseados em fichas também são analisados à luz de actos legais da União, tais como MiFIR, MiFID II, CRR, CRD IV, CSDR, EMIR, AIFMD, UCITSD, E-Money Directive II, PSD II, MAD/MAR, Prospectus Regulation, 5th AML Directive e outros regulamentos, directivas, assim como regulamentos de implementação

e regulamentos delegados. Um foco especial é colocado nas bolsas criptográficas e locais de negociação descentralizados (DEX). Além disso, será dada ênfase ao direito do consumo em termos de fichas e contratos de venda à distância, tendo em conta a VRRRL e a directiva relativa às cláusulas. Neste contexto, os tokens como dados ou software e, portanto, como conteúdo digital e, conseqüentemente, a mercadoria também são tratados com mais detalhes e os paralelos aos tokens como tokens com valor intrínseco ou moedas virtuais em contraste com o fiat money são mostrados.

Além disso, o autor pretende explicar o negócio de depósitos, transações de dinheiro electrónico e instrumentos financeiros como vasos comunicantes, em contraste com as moedas virtuais. Embora isto seja principalmente uma disputa legal, aspectos técnicos das Tecnologias de Ledger Distribuído, tais como a cadeia de blocos como uma base de dados descentralizada, fichas e moedas, contratos inteligentes, computação agórica, identidade auto-soberana, etc. - na medida do necessário para a avaliação legal - são explicados com mais detalhes; além disso, antecedentes económicos e desculpas para uma melhor compreensão também são incluídos nas teses e possíveis aplicações da tecnologia da cadeia de blocos.

Desta forma, a moeda electrónica também deve ser decifrada de forma compreensível em relação às moedas criptográficas, com base no caso prático relevante do USD-Tether e deve ser discutido um possível ressurgimento da "cláusula de toque de chamada" na moeda electrónica.

A presente discussão deve ser entendida como um trabalho científico com relevância prática para o aconselhamento em relação às empresas em fase de arranque em cadeia, representação perante as autoridades

de supervisão, bem como aconselhamento de utilidade geral sobre como evitar armadilhas na implementação de projectos empresariais numa perspectiva jurídica. Neste contexto, este livro destina-se a advogados, consultores internos, bem como a autoridades, tribunais, cientistas e outras partes interessadas na área do direito do mercado financeiro e da tecnologia de cadeias de bloqueio.

curriculum vitae

Dr. iur. Josef Bergt

Data de nascimento: 19.11.1991

Local de nascimento: AT-6179 Ranggen, Tirol

Josef Bergt é especializado nas áreas do Liechtenstein e do direito bancário e do mercado financeiro europeu, direito societário e do mercado de capitais e direito informático e tem uma vasta experiência no quadro regulamentar dos mercados financeiros, em particular no que diz respeito à Tecnologia de Ledger Distribuído (DLT) e suas várias variações, tais como a cadeia de bloqueio, gráficos acíclicos dirigidos (DAG), hashgraph, holochain, etc., incluindo a venda de fichas e ofertas, tais como ofertas iniciais de moedas, eventos geradores de fichas e ofertas de fichas de segurança (ICO/TGE/STO). Além disso, Josef Bergt tem experiência na criação de instituições financeiras e intermediários financeiros regulamentados, no licenciamento dessas instituições e na elaboração de prospectos de valores mobiliários e na sua aprovação pela autoridade de supervisão relevante. Além disso, ele tem experiência em litígios nas áreas do direito civil e comercial. Além disso, ele tem um profundo conhecimento sobre protecção de dados.

Josef Bergt fez parte da equipa que apoiou o primeiro prospecto de fichas de segurança aprovado pela Autoridade do Mercado Financeiro do Liechtenstein (FMA) em Agosto de 2018. Josef Bergt é também apoiante da "Blockchaining Act" do Liechtenstein (Token e VT Service Provider Act; TVTG) e da cena da Blockchaining Act do Liechtenstein. Além disso, ele também fez parte da equipe que propôs o quadro legal para um documento de regulamentação simbólica da UE através do

thinkBLOCKtank asbl. Finalmente, como parte das suas actividades jurídicas, Josef Bergt prestou aconselhamento e assistência jurídica a mais de 250 start-ups e intermediários financeiros, alguns dos quais baseados em cadeias de blocos, e, neste contexto, elaborou pareceres de peritos e termos e condições contratuais ao abrigo da lei do mercado financeiro, bem como prestou os esclarecimentos jurídicos relevantes e representou a empresa perante as autoridades.

Além de suas atividades de autoria científica, Josef Bergt também é palestrante em eventos internacionais e em universidades, onde fornece informações sobre a interação das novas tecnologias com a legislação existente.

Formação

2019 – 2020	Curso Intensivo de Contabilidade, Centro de Educação Profissional e Continuada (bzb) Buchs, Canton St.Gallen
2018 – 2020	Estudou Mestrado Executivo em Direito (Direito Societário, Direito de Fundação e Direito Fiduciário) na Universidade de Liechtenstein.
2018 – 2020	Estudou Mestrado Executivo em Direito (direito bancário e do mercado financeiro) na Universidade do Liechtenstein.
2017 – 2019	Doutorado em Direito abaixo da duração mínima dos estudos, UFL Universidade Privada do Principado de Liechtenstein, Triesen.

05/2018	Curso intensivo "Corporate Data Protection Officer", Universidade do Listenstaine.
2015 – 2016	Cambridge International Legal English (ILEC, Nível C1), WIFI Innsbruck.
2015	Diploma em Direito na duração mínima dos estudos, Universidade Leopold-Franzens Innsbruck.

Publicações

Responsabilidade dos órgãos de gestão e controlo da sociedade anónima do Listenstaine - em consideração ao direito suíço e austríaco, Schulthess Verlag Zürich, 2020, ISBN 978-3-7255-8112-2 (reimpressão da dissertação, Universidade Privada do Principado do Listenstaine, 2019).

Bergt / Esneault / Feldkircher / Nägele, National legal & regulatory frameworks in select European countries, Country Analysis Liechtenstein in The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework, thinkBLOCKtank asbl, S 117, Juni 2019.

Cryptocurrencies and block-chain technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory Grey Zone?, Nägele / Bergt in Liechtensteinische Juristen-Zeitung, Issue 2, (LJZ 2/18), p 63, Junho de 2018.

Retrocessões e as reivindicações resultantes contra gestores de património suíços - The liability of organs of Liechtenstein associations for failure to assert claims, Schwärzler / Bergt / Vollrath in Liechtenstein Journal (LJ), 33rd edition 1/2017, p. 2, March 2017.

Fusão para formar a Gesellschaft bürgerlichen Rechts, AV Akademikerverlag (ISBN 10: 3639886607, ISBN 13: 978-3639886603), Abril de 2016.

Actividades práticas

- | | |
|---------------|--|
| 01/18 – 03/20 | Estagiário na NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/18 – 12/19 | Responsável pela protecção de dados da NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/17 – 12/17 | Estagiário na Schwärzler Attorneys at Law, Schaan. |
| 05/16 – 10/16 | Estágio no Tribunal Distrital de Princely, em Vaduz. |
| 01/16 – 03/16 | Estágio no tribunal distrital de Telfs. |
| 04/12 – 12/12 | Assistente jurídico do escritório de advocacia Dr. Peter Bergt. |

O Cartão de Vaidade nº 1 do Josef:

"Josef, onde estás?"

*"Em algum lugar, algo incrível está à espera de ser conhecido."*⁹¹⁹

⁹¹⁹ *Carl Sagan.*

