

## Nota informativa – Novos critérios do regulador dos mercados espanhol (CNMV) em relação às *Initial Coin Offerings* (ICOs)

08 de outubro de 2018

No dia 20 de setembro de 2018 a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) publicou **novos critérios interpretativos sobre as *Initial Coin Offerings* (ICOs)** que complementam os critérios iniciais<sup>1</sup> que este regulador está a aplicar a este novo fenómeno.

A CNMV adverte, em primeiro lugar, que os critérios não são estáticos e que devido à complexidade do assunto estão sujeitos a revisão em função da experiência e do debate internacional que está a ter lugar, nomeadamente na Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA).

Entre as **novidades** contidas nos novos critérios, destacam-se as seguintes:

- As propostas de ICOs serão analisadas **caso a caso**.
- A CNMV **exclui da consideração de valor mobiliário** os casos em que **não seja possível estabelecer, de forma razoável, uma correlação entre as expectativas de valorização ou de rentabilidade** e a evolução do negócio ou do projeto subjacente.

A CNMV responde, adicionalmente, às seguintes questões nos casos em que os tokens são considerados valores mobiliários:

### ¿É preciso publicar um Prospeto?

- A CNMV reconhece a dificuldade de elaborar um Prospeto para este tipo de entidade devido à ausência de um modelo harmonizado a nível europeu, mas esclarece que **fará um esforço de adaptação e terá em conta o princípio da proporcionalidade quando a publicação de um Prospeto for necessária pelas características da operação**, a fim de reduzir a complexidade e a extensão do documento.

### ¿É necessária a intervenção de uma entidade autorizada na colocação e custódia de tokens?

- **Não será necessária a intervenção de um intermediário financeiro autorizado nos casos em que a operação seja meramente ocasional para el emittente**<sup>2</sup>.
- No obstante, **deverá intervir um intermediário financeiro autorizado** nos casos em que seja utilizada **qualquer forma de publicidade** nas colocações privadas dirigidas a investidores de retalho (artigo 35.3 da Ley del Mercado de Valores - LMV).

### ¿É possível negociar tokens em mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral ou sistemas de negociação organizados espanhóis?

- Não é possível excluir a possibilidade, em Espanha, do registo de direitos que podem ter a consideração de valor mobiliário através da tecnologia *blockchain*, em

<sup>1</sup> <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={9c76eef8-839a-4C19-937f-cfde6443e4bc}&url=http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf>

<sup>2</sup> A CNMV encontra esta justificação no facto de se tratar de uma atividade reservada que tem que ser realizada "numa base *profissional ou habitual*", remetendo para os artigos 144.1 da Ley del Mercado de Valores (LMV) e 8.1 do Real Decreto 217/2008.



conformidade com o disposto no artigo 6.1 da LMV. No entanto, **não é possível negociar tokens em mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral ou sistemas de negociação organizados espanhóis já que a LMV exige** que os valores admitidos à negociação nesses mercados devem ser necessariamente **representados por anotações em conta**. Por outro lado, nestes casos, a lei também exige que **o registo seja efetuado nestes casos por um depositário central de valores mobiliários**.

- A CNMV adverte que, **caso os tokens sejam negociados num mercado não-espanhol, não será competente** para exigir que eles sejam representados por uma conta anotada.

**¿E em plataformas de negociação (exchanges) não regulamentadas que estejam localizadas em Espanha?**

- **Não é possível desenvolver um mercado interno numa plataforma não regulamentada em Espanha** porque estas plataformas teriam que ter as autorizações necessárias para poderem negociar tokens quando estes sejam considerados valores mobiliários. Adicionalmente, estes mercados teriam que respeitar os requisitos referidos na pergunta anterior.

Estes novos critérios refletem a complexidade da matéria e a **necessidade urgente de harmonização legislativa e de supervisão**, a nível europeu e internacional, que proporcione segurança jurídica a este novo mecanismo de financiamento alternativo.

Espera-se que com o **relatório que deverá ser publicado pela ESMA no final deste ano e com a recente proposta do Parlamento Europeu<sup>3</sup> de integrar os ICOs no Regulamento do Crowdfunding** se consiga progredir rapidamente nesta área, a fim de evitar a fragmentação do mercado europeu e a consequente arbitragem regulatória, que seria contrária aos objetivos da União dos Mercados de Capitais<sup>4</sup> e, inevitavelmente, levaria a um "race to the bottom".

Ficamos à sua disposição para qualquer dúvida ou questão que possa surgir.

Com os melhores cumprimentos,

**Área de FinTech e Regulação Financeira**

+ 34 91 781 61 60

[info@ecija.com](mailto:info@ecija.com)

[www.ecija.com](http://www.ecija.com)

---

<sup>3</sup> <https://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2018/09/European-Parliament-Draft-on-Crowdfunding-including-ICOs-August-2018.pdf>

<sup>4</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-1364\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1364_es.htm)