

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

MURILO NAMI MONTELEONE

CRIPTOATIVOS E OS CAMINHOS LEGISLATIVOS NO BRASIL E NO MUNDO

SÃO PAULO

2022

MURILO NAMI MONTELEONE

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para a obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM)

Orientador: Professor Armando Luiz Rovai

São Paulo

2022

MURILO NAMI MONTELEONE

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para a obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM)

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a toda a minha família, sem eles nada disso seria possível.

Em especial, agradeço aos meus pais, Simone e Flávio, que sempre me transmitiram os valores e os princípios necessários para o meu crescimento e que tanto me apoiaram, de todas as formas, durante a graduação. Seus esforços, seus valores e as suas atitudes me inspiram diariamente.

Aos meus amigos da Universidade Presbiteriana Mackenzie, que fizeram com que os dias difíceis e as adversidades acadêmicas fossem superadas de forma mais leve, agradeço ao companheirismo de todos durante os cinco anos da graduação.

Ao Professor Orientador Luiz Armando Rovai, que me acompanhou durante os longos meses de elaboração desta dissertação, me dando todo o auxílio necessário.

A todos que, direta ou indiretamente, fizeram parte de minha formação, o meu muito obrigado.

RESUMO

Os criptoativos representam hoje, uma das maiores inovações dos últimos tempos, além disso, a tecnologia *blockchain* tem o potencial de revolucionar muitos processos usualmente mecânicos, caros e trabalhosos, através da eliminação de intermediários. Tamanha a sua inovação e sua crescente utilização, o mercado dos criptoativos já soma trilhões de dólares investidos¹ (conforme valor de mercado calculado com base em 21.555 criptomoedas pela plataforma *CoinMarketCap*), que a regulamentação passa a se tornar um tópico de debate constante.

O presente trabalho, visando dar enfoque jurídico a esse novo mundo, busca, entre outros pontos: (a) comparar o estágio das legislações dos criptoativos ao redor do mundo; (b) analisar as principais decisões da Comissão de Valores Mobiliários e da *Securities and Exchange Commission* dos Estados Unidos; e (c) analisar o Projeto de Lei nº 4401/21, atualmente em votação no Congresso Nacional.

Em síntese, este trabalho funciona como um grande resumo do arcabouço regulatório dos criptoativos hoje no Brasil, procurando também trazer os principais aspectos que podem vir a ser regulados, juntamente com os seus benefícios e malefícios.

PALAVRAS-CHAVE: Regulação. Criptoativos. Criptomoedas. *Bitcoin*. *Exchanges*. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mercado de Capitais. Mercado Financeiro.

¹ COIN MARKET. **Global Cryptocurrency Charts**. Total Cryptocurrency Market Cap. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/charts/> acesso: 04 de set. De 2022.

ABSTRACT

Cryptoassets represents one of the greatest innovations of recent times; moreover, blockchain technology is capable of revolutionizing many, usually, mechanical, expensive, and labor-intensive processes by eliminating intermediaries. Given its innovation and growing use, the crypto-active market has already reached trillions of dollars invested² (according to the market value calculated based on 21,555 cryptocurrencies by the CoinMarketCap platform), regulation has become a topic of constant debate.

This work, aiming to give a legal focus to this new world, seeks, among other things: (a) to compare the stage of legislation on cryptoassets around the world; (b) to analyze the main decisions of the Securities and Exchange Commission of the United States and the Securities and Exchange Commission of Brazil; and (c) to analyze Bill 4401/21, currently being voted in Congress.

In synthesis, this paper works as a great abstract of the regulatory framework of cryptoassets today in Brazil, also trying to bring the main issues that may come to be regulated, along with their benefits and harms.

KEY WORDS: Regulation. Cryptoassets. Cryptocurrency. *Bitcoin*. *Exchanges*. Brazil Securities and Exchange Commission (CVM). Capital Markets. Financial Markets.

² COIN MARKET. **Global Cryptocurrency Charts**. Total Cryptocurrency Market Cap. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/charts/> acesso: 04 de set. De 2022.

GLOSSÁRIO DE ABREVEVIATURAS, CONCEITOS E SIGLAS

B3: Brasil, Bolsa, Balcão.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários.

SEC: *United States Securities and Exchange Commission.*

CMN: Conselho Monetário Nacional.

Parecer de Orientação: O Parecer de Orientação da CVM nº 40, de 11 de outubro de 2022.

BACEN: Banco Central do Brasil.

CBDC: *Central Bank Digital Currency.*

ICO: *Initial Coin Offering.*

Lei do Mercado de Capitais: A Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

Securities Act: O *Securities Act of 1933*, dos Estados Unidos da América.

Securities Exchange Act: O *Securities Exchange Act of 1934*, dos Estados Unidos da América.

Howey Test: O teste realizado para qualificar um contrato de investimento coletivo, e por conseguinte, um valor mobiliário.

Instrução CVM 400: A Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada.

BOMESP: A Bolsa de Moedas Virtuais Empresariais de São Paulo.

SRE: A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários.

ICONIC: A ICONIC Intermediação de Negócios e Serviços Ltda.

Lei de Crimes Contra a Economia Popular: A Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951.

Blockchain: Uma base de dados digital contendo informações que podem ser simultaneamente usadas e compartilhadas dentro de uma grande rede pública.

Criptoativos: Ativos representados digitalmente, protegidos por criptografia, que podem ser objeto de transações executadas e armazenadas por meio de tecnologia de registro distribuído.

Exchanges: Empresas que prestam serviços de criptoativos, ou seja, de certa forma, corretoras de criptoativos.

NFT: *Non-Fungible Token*, ou, em português, token não fungível.

Smart-Contracts: Contratos inteligentes, digitais e autoexecutáveis, que usam a tecnologia para garantir que os acordos firmados serão cumpridos. Criados através de códigos de programação que definem as regras, as consequências, as obrigações, os benefícios e as penalidades devidas

à cada parte. Não pode ser perdido ou adulterado e garante a segurança da execução do acordo, usando a tecnologia *blockchain*.³

Wallet: *Softwares* e dispositivos físicos que dão aos usuários acesso aos criptoativos, como uma conta bancária.

³ OKABAYASHI, Mitie. **Smart Contracts:** entenda o que são e como funcionam. 2022. Disponível em: <https://launchpad-br.ripio.com/blog/smart-contract> acesso: 04 de set. de 2022.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: FORMAÇÃO DA BLOCKCHAIN.....	15
FIGURA 2: FORMAÇÃO DOS HASHES.....	16
FIGURA 3: REFLEXOS DAS MUDANÇAS EM UM BLOCO JÁ EXISTENTE.....	17

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. NOÇÕES GERAIS SOBRE CRIPTOATIVOS	13
2.1 Conceito Histórico e Surgimento do <i>Bitcoin</i> e da <i>Blockchain</i>	13
2.2 Contexto Atual da Inovação dos Criptoativos no Brasil e no Mundo	18
2.3 Conceito de Valor Mobiliário (Howey Test)	22
3. LEGISLAÇÕES NO MUNDO	31
3.1. Estágio das Legislações no Mundo	31
3.2. A atuação da CVM no Brasil	34
3.3. A atuação da SEC nos Estados Unidos	40
3.4. A experiência de El Salvador	42
4. PROJETOS DE LEI NO CONGRESSO NACIONAL E SEUS DESAFIOS ..	44
4.1. O Projeto de Lei nº 4401/21	44
4.2. Desafios do Projetos	50
4.3. Mutabilidade do Mercado dos Criptoativos	51
5. CONCLUSÃO	53
REFERÊNCIAS	55

1. INTRODUÇÃO

Desde 2009, quando Satoshi Nakamoto publicou a sua célebre tese defendendo a criação de um novo sistema de pagamentos, livre de regulação, transfronteiriço, eletrônico e sem intermediários, baseado, principalmente, em uma nova “moeda” chamada *Bitcoin*, muito mudou no sistema financeiro. Em fevereiro de 2011, o preço do *Bitcoin* se igualou ao preço do Dólar dos Estados Unidos, ou seja, um Bitcoin custava um dólar, onze anos depois, cada Bitcoin vale, na data de hoje (24 de outubro de 2022), US\$ 19,359.60 (dezenove mil, trezentos e cinquenta e nove dólares e sessenta centavos).⁴

A imensa valorização desse ativo chamou a atenção de todos, principalmente dos governos, que passaram se preocupar com a concorrência, embora seja difícil imaginar um ativo descentralizado substituindo uma moeda emitida por um Banco Central, que esses criptoativos poderiam representar. Além disso, o combate a lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo constituem valores e diretrizes primordiais do mercado financeiro global, luta que se torna mais árdua com a movimentação desregulada dos criptoativos.

Segundo o website especializado *CoinMarketCap*, nesta data (24 de outubro de 2022) o valor total de mercado do *Bitcoin*, apenas, é de US\$ 371,441,559,623 (trezentos e setenta e um bilhões, quatrocentos e quarente e um milhões, quinhentos e cinquenta e nove mil e seiscentos e vinte e três dólares), sendo que nas últimas 24 horas mais de 30 bilhões de dólares foram movimentados em transações de *Bitcoins*.

A imensa e relativamente rápida valorização das criptomoedas e a facilidade de transação trazida pelas *Exchanges* também abriu o caminho para que muitos se aproveitassem desse discurso para criar esquemas de fraude e de pirâmide financeira, prejudicando muitas pessoas e uma parte da poupança nacional, no Brasil o caso do Faraó dos *Bitcoins* é um dos lamentáveis exemplos nesse sentido.

Com esse cenário, e diante da relevância econômica do tema, a regulação dos criptoativos foi o tema escolhido para ser abordado no presente trabalho, no qual serão analisados os aspectos jurídicos desses ativos, sua ligação com os valores mobiliários, a atuação da CVM, entre outros e, por fim, os principais aspectos e discussões existentes quanto ao

⁴ COIN MARKET CAP. **Bitcoin**. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/historical-data/> acesso: 08 de set. de 2022.

principal projeto de lei tramitando no Congresso Nacional que visa regular os criptoativos e as *Exchanges*.

2. NOÇÕES GERAIS SOBRE CRIPTOATIVOS

2.1 Conceito Histórico e Surgimento do *Bitcoin* e da *Blockchain*

É impossível não tratarmos de *Bitcoin* quando abordamos criptoativos. O *Bitcoin* foi o primeiro criptoativo de sucesso no mundo, mas não o primeiro, muito anos antes da criação do *Bitcoin*, houve outras tentativas da criação de moedas digitais, como o E-Gold em 1996.

O E-Gold pode ser considerado um precursor do *Bitcoin* em muitos sentidos, o ideal de seus fundadores era criar uma moeda “privada, internacional que pudesse circular independentemente de controles governamentais e que se manteria impenetrável aos altos e baixos do mercado financeiro”⁵ (traduzido pelo autor), sendo seus principais atrativos o lastro em ouro e prata, a possibilidade da criação de contas anônimas e a irreversibilidade das transações. Já em 2000, a “plataforma” com sede na Flórida, nos Estados Unidos, já havia processado mais de um milhão de transações, número surpreendente para a época. No auge do E-Gold, a plataforma contabilizava mais de 3,5 milhões de contas abertas em 165 países, e um lastro de 3,8 toneladas de ouro. A plataforma logo começou a ser investigada pelo governo dos Estados Unidos pelo processamento de transações ilegais, o que culminou em 2007 no indiciamento de seus fundadores por conspiração, lavagem de dinheiro e operação de sistema de transmissão de dinheiro sem autorização, levando, assim, à derrocada da plataforma. Nas palavras do Procurador responsável pelo caso:

Douglas Jackson e seus associados operaram um sofisticado e generalizado empreendimento para o envio de dinheiro para o exterior, sem supervisão e desregulado por qualquer entidade no mundo, que possibilitava a transferência anônima de recursos apenas com o clique do mouse⁶ (traduzido pelo autor).

Sob o pseudônimo de Satoshi Nakamoto foi publicado, em 2009, o famoso *white paper* do *Bitcoin*, denominado “*Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*”⁷, ou em português, *Bitcoin: um sistema eletrônico de dinheiro de ponto a ponto*, em que ele descreveu as características mais inovadoras e o funcionamento do seu protocolo.

⁵ ZETTER, Kim. **Bullion and Bandits: The Improbable Rise and Fall of E-Gold**. Disponível em: <https://www.wired.com/2009/06/e-gold/> acesso 08 de set. de 2022.

⁶ ZETTER, Kim. **Bullion and Bandits: The Improbable Rise and Fall of E-Gold**. Disponível em: <https://www.wired.com/2009/06/e-gold/> acesso 08 de set. de 2022.

⁷ NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> acesso 08 de set. De 2022.

O *paper* defende, de forma geral, a necessidade de criação de um sistema de pagamento *online*, baseado em verificações criptográficas, possibilitando a transação direta e irreversível entre duas partes, sem a necessidade da utilização de intermediários confiáveis⁸, ou seja, um sistema de pagamentos descentralizado. Para Nakamoto, o sistema de pagamentos tradicional é falho, na medida em que é sempre necessária a utilização de intermediários confiáveis para realizar transações, sofrendo com a inerente fragilidade de confiança existente entre as partes⁹. Dessa forma, a rede substitui esse intermediário por provas matemáticas que verificam as transações, conforme veremos a seguir.

É importante demonstrar alguns temas centrais do *paper* que são relevantes para o entendimento de seu funcionamento como um todo, quais sendo:

- **Transações:**

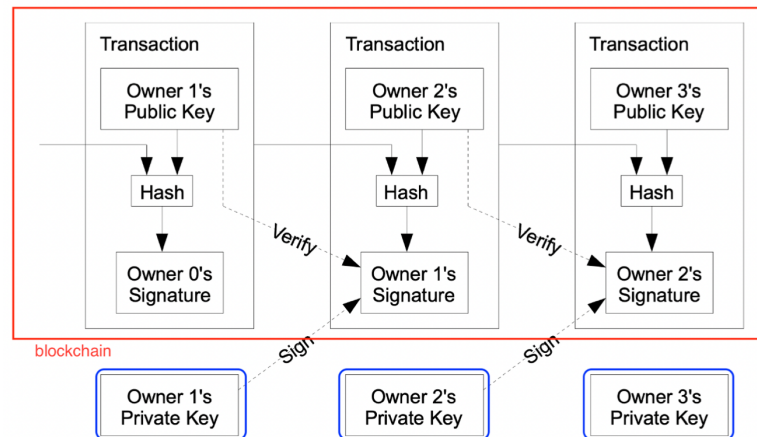
Sempre que ocorre a transação de um *bitcoin*, o usuário “vendedor” assina digitalmente a transação com a sua chave privada, de forma que a sua chave pública verifica a mencionada assinatura, inserindo esses dados no final da *blockchain*, gerando assim um novo *hash* - código que pode ser gerado através de qualquer arquivo digital, sendo difícil de ser revertido ao seu arquivo original - que contém a transação passada (a qual possibilitou a transferência da moeda para o usuário que agora está realizando a transferência). Além disso, o beneficiário da transação não consegue verificar se a moeda que ele recebeu já foi utilizada (“*double spending*”), seja através da tentativa de efetuar transações competitivas (realizadas entre um curto período) ou fraudulentas. Logo, para abolir a necessidade de um intermediário processando e verificando todas as operações, elas devem ser anunciadas publicamente, tendo cada uma sua marcação cronológica (de forma a definir qual veio primeiro) e todos os participantes do sistema devem concordar com apenas uma cadeia. A imagem abaixo reflete bem como as transações são realizadas e a formação da *blockchain*:¹⁰

⁸ NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> acesso 08 de set. De 2022.

⁹ NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> acesso 08 de set. De 2022.

¹⁰ MEYER, Raphael. **The Bitcoin whitepaper, explained and commented** — section 2: transactions. Disponível em: <https://meyer-raph.medium.com/the-bitcoin-whitepaper-explained-and-commented-section-2-transactions-327651bb52fa> acesso: 15 de set. de 2022.

FIGURA 1: FORMAÇÃO DA BLOCKCHAIN



Dessa forma, podemos observar que a *blockchain* é, literalmente, uma cadeia de blocos contendo as transações passadas realizadas com certa criptomoeda, podendo carregar outros tipos de informações. Caso exista uma *blockchain* por trás de outro serviço, pode servir como simples método de armazenamento de informações.

Ao comprar *Bitcoins* pela primeira vez são definidas duas chaves: a chave pública; e a chave privada. Por analogia, a chave pública é o *e-mail* dos usuários, ou seja, a sua identificação para que seja possível enviar e receber recursos, já a chave privada é uma senha, um código, para que os usuários possam acessar as suas criptomoedas, que não deve ser compartilhada. Essa estrutura de chaves é aplicável para as criptomoedas em geral.

- ***Timestamp Server* (Marcação Cronológica):**

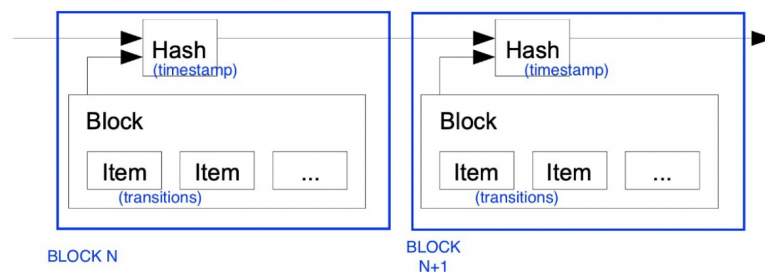
Conforme abordado no item acima, Satoshi defende que as transações devem ser todas “marcadas” com a data e hora de sua geração:¹¹

1. Primeiramente, as transações que surgiram no sistema aproximadamente ao mesmo tempo são agrupadas em “blocos” (*blocks*), de forma a realizar de uma única vez a marcação cronológica dessas transações (essas transações agrupadas nunca serão transações competidoras).

¹¹ MEYER, Raphael. **The Bitcoin whitepaper, explained and commented** — section 3: timestamp server. Disponível em: <https://meyer-raph.medium.com/the-bitcoin-whitepaper-explained-and-comment-section-3-timestamp-server-d5ceb84368a4> acesso em: 15 de set. de 2022.

2. É gerado o *hash* desse bloco, o qual é publicamente divulgado.
3. Consequentemente, cada vez que mais transações são realizadas, e mais blocos são gerados, cada novo *hash* é computado utilizando dados do bloco atual e do *hash* anterior. Como os *hashes* não podem ser revertidos, se o *hash* do “Bloco B” pode ser gerado através do *hash* do “Bloco A”, isso comprova que o “Bloco A” veio antes do “Bloco B”. Sendo assim, como os *hashes* são públicos, todos podem checar a linearidade e a validade das transações, esse é o trabalho dos mineradores (conforme trataremos posteriormente).

FIGURA 2: FORMAÇÃO DOS HASHES



- ***Proof-of-Work* (Prova de Trabalho):**

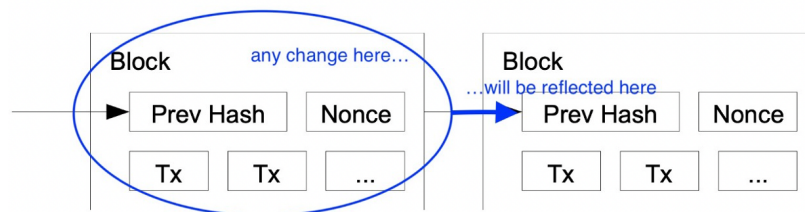
Nesse item de seu *paper*, Nakamoto discorre mais sobre o processo de criação dos *hashes*, e a função criptográfica por trás deles – o SHA-256, publicado em 2001 pela NSA (Agência de Segurança Nacional dos Estados Unidos). De forma simplificada, e conforme o texto de Raphael Meyer¹², cada novo *hash* gerado é um “bilhete da loteria”, e o bilhete vencedor é apenas o que começar com “um número de zero ‘bits’”, ou seja, a Prova de Trabalho envolve a realização de várias computações para que se descubra o exato valor de um determinado bloco que atenda o requisito mencionado. Cada vez que uma computação é empenhada e o alvo não é atingido, um número 1 é inserido ao final do *hash*, e nova computação é realizada, assim sucessivamente, até que o *hash* seja validado.

¹² MEYER, Raphael. **The Bitcoin whitepaper, explained and commented** — section 4: Proof-of-Work. Disponível em: <https://meyer-raph.medium.com/the-bitcoin-whitepaper-explained-and-commented-section-4-proof-of-work-ad5ac961a66f> acesso: 15 de set. de 2022.

O trabalho dos “mineradores” de *Bitcoin* é exatamente realizar essa validação até que o “bilhete premiado” seja tirado, ou seja, o primeiro usuário que atender a exigência pode incluir o seu bloco na *blockchain*.

A Prova de Trabalho foi inserida no protocolo de forma a prevenir a falsificação do *blockchain*, de forma que caso algum usuário tente fraudar os dados de um bloco, ele teria que refazer a Prova de Trabalho de todos os blocos seguintes, da seguinte forma:¹³

FIGURA 3: REFLEXOS DE MUDANÇA EM UM BLOCO JÁ EXISTENTE



- **Incentivos:**

Nakamoto entendeu que seria importante criar mecanismos para que os usuários “apoiassem” a rede, dessa forma, cada vez que um “minerador” consegue validar totalmente um bloco e inseri-lo na *blockchain*, conforme tratado no tópico anterior, ele ganha *Bitcoins* como recompensa. Esse mecanismo foi uma importante forma de distribuição de *Bitcoins* nos primórdios do protocolo, já que não existe nenhum tipo de autoridade central realizando a sua emissão. Originalmente, cada bloco minerado tinha como recompensa 50 *Bitcoins*, mas para criar um sistema de oferta limitada, a recompensa cai pela metade a cada 210 mil blocos minerados, aproximadamente.

Cabe ressaltar que Satoshi nunca imaginou que a mineração de *Bitcoins* se tornasse uma verdadeira indústria como é hoje, um exemplo disso é que ele nunca tratou os usuários da rede como “mineradores”, e sim, simplesmente como “*nodes*”.

¹³ MEYER, Raphael. **The Bitcoin whitepaper, explained and commented** — section 4: Proof-of-Work. Disponível em: <https://meyer-raph.medium.com/the-bitcoin-whitepaper-explained-and-commented-section-4-proof-of-work-ad5ac961a66f> acesso: 15 de set. de 2022.

2.2 Contexto Atual da Inovação dos Criptoativos no Brasil e no Mundo

A inovação no mundo dos criptoativos é constante e extremamente fértil através da criação de novos produtos. Apenas no ano de 2021, por exemplo, podemos citar a popularização dos *NFTs* e do Metaverso. Além disso, os Bancos Centrais de vários países já estão abertamente discutindo a emissão de moedas virtuais, chamada de CBDC. No Brasil, o BACEN pretende iniciar os testes e as primeiras emissões piloto do Real Digital no ano que vem, mesmo ainda pairando dúvidas acerca do papel da regulação nessa emissão.

A *blockchain* e as possibilidades trazidas pela infraestrutura de rede das moedas virtuais vêm revolucionando de forma silenciosa o Mercado de Capitais, vide as inovações propostas por meio do Sandbox Regulatório lançado pela CVM no ano de 2020 através da Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020. No Sandbox Regulatório é criado um ambiente experimental, em que empresas recebem “autorizações temporárias e condicionadas para desenvolver inovações em atividades regulamentadas no mercado de capitais,”¹⁴ tendo sua trajetória monitorada e orientada pela CVM.

Tratando de *NFTs*, presenciamos no ano de 2021 uma verdadeira explosão no comércio desse tipo de ativos. De forma simplificada, um token não fungível é um ativo virtual que pode representar qualquer coisa, como arte, música e até mesmo itens dentro de jogos virtuais, podendo ser transacionados de forma *online* através da *blockchain*, por qualquer pessoa. Esses ativos são especialmente interessantes para os criadores devido a possibilidade de inserção de *royalties* nas “políticas” de um *NFT* através de seus *smart contracts*. Nesse caso, sempre que um *NFT* for vendido, o criador receberá um percentual dessa venda, conforme originalmente disposto no *smart contract* do ativo.

Relembrando o aspecto jurídico dos bens não fungíveis, Sílvio de Salvo Venosa explica brevemente: “Bens infungíveis são aqueles corpos certos, que não admitem substituição por outros do mesmo gênero, quantidade e qualidade, como um quadro de Portinari, uma escultura ou qualquer outra obra de arte”.¹⁵

Segundo o relatório “*NFT Market Annual Report 2021*”, elaborado pela *NonFungible Corporation*, o volume de dólares negociados no último ano (2021) aumentou em 21.350% (vinte e um mil, trezentos e cinquenta por cento) se comparado com 2020, atingindo dezessete

¹⁴ CVM. **Sandbox Regulatório.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html#Pergunta2 acesso 15 de set. de 2022.

¹⁵ VENOSA, Sílvio de S. **Direito Civil - Parte Geral - Vol. 1.** São Paulo: Grupo GEN, 2021. 9788597027181. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597027181/>. Acesso em: 01 mai. 2022.

bilhões, seiscentos e noventa e quatro milhões, oitocentos e cinquenta e um mil, setecentos e vinte e um dólares.¹⁶

No território brasileiro, a CVM se pronunciou através dos Ofícios Circulares nº 1/2018/CVM/SIN e nº 11/2018/CVM/SIN, pela possibilidade do investimento indireto em criptoativos por fundos de investimento, da seguinte forma:

A Instrução CVM nº 555, em seu arts. 98 e seguintes, ao tratar do investimento no exterior, autoriza o investimento indireto em criptoativos por meio, por exemplo, da aquisição de cotas de fundos e derivativos, entre outros ativos negociados em terceiras jurisdições, desde que admitidos e regulamentados naqueles mercados. No entanto, no cumprimento dos deveres que lhe são impostos pela regulamentação, cabe aos administradores, gestores e auditores independentes observar determinadas diligências na aquisição desses ativos.

No Brasil, já existe um mercado de fundos de investimento investindo especificamente em NFTs. De forma mais geral, podemos citar os fundos de investimento lançados pela gestora Vitreo, Cripto NFT¹⁷ e o Coin NFT¹⁸, sendo aquele o primeiro fundo de NFTs do Brasil, estando disponível para investimento pelo público geral, com investimento mínimo de R\$ 1.000,00 (mil reais), sendo constituído na forma de um fundo de investimento multimercado, conforme a Instrução CVM nº 555/14.

Nessa mesma linha, o Metaverso vem atraindo a atenção de veículos de investimento ao redor do mundo, e embora seja complexo termos uma definição específica do termo, podemos entendê-lo como uma realidade virtual que busca proximidade com o mundo real, ou seja, se trata de uma comunidade virtual em que seria possível realizar basicamente as mesmas ações que realizamos na vida real. O Metaverso é alimentado por NFTs que podem ser comprados pelos usuários através de criptomoedas criadas especificamente para cada “mundo”, esses *tokens* vão desde roupas virtuais até terrenos.

Diversas companhias vêm fazendo investimentos nesses mundos virtuais, como é o caso do Banco J.P. Morgan e do HSBC. O Banco J.P. Morgan abriu um *lounge* virtual no mundo virtual Decentraland, e divulgou o relatório “Oportunidades no Metaverso”, em que estimam

¹⁶ NON FUNGIBLE. **THE WORLD'S LARGEST NFT DATA RESOURCE**. Navigate through this highly volatile market with confidence. Disponível em: <https://nonfungible.com/> acesso 20 de set. de 2022.

¹⁷ EMPIRICUS INVESTIMENTO. **Cripto NFT**. Disponível em: <https://www.empiricusinvestimentos.com.br/investir/fundos-de-investimento/cripto-nft/> acesso 20 de set. de 2022.

¹⁸ EMPIRICUS INVESTIMENTO. **Cripto NFT**. Disponível em: <https://www.empiricusinvestimentos.com.br/investir/fundos-de-investimento/cripto-nft/> acesso 20 de set. de 2022.

que nos próximos anos esse mercado possa superar um trilhão de dólares em receita anual¹⁹. Outras empresas também vêm apostando alto nessa nova experiência, é o caso do Facebook que mudou recentemente o seu nome para Meta, uma alusão ao Metaverso, e a tentativa da rede social de se tornar uma plataforma de realidade virtual²⁰. A *Microsoft* também anunciou em janeiro a aquisição da *Activision Blizzard* por setenta e cinco bilhões de dólares²¹, uma das maiores empresas de jogos do mundo, e o CEO da *Microsoft*, Satya Nadella, não esconde a ambição da empresa para entrar no mundo do Metaverso.²²

Cada vez mais, os Bancos Centrais buscam soluções para lidar com as criptomoedas e, de certa forma, evitar que elas se tornem hegemônicas e substituam as moedas tradicionalmente emitidas, potencialmente podendo gerar uma disrupção no mercado financeiro e bancário como conhecemos hoje. A criação de CBDCs implicaria na emissão de uma moeda segura, aceita por todos e conveniente de ser utilizada, possivelmente reduzindo custos de transação, principalmente de transações internacionais²³. Outros benefícios também poderiam ser vislumbrados por essa adoção, como: (a) a amplitude de informações disponíveis sobre o movimento do dinheiro no mercado, facilitando a investigação de lavagem de dinheiro; (b) a integração dos desbancarizados ao sistema financeiro; (c) a facilidade governamental em implementar políticas monetárias ao permitir que os bancos centrais mudassem taxas de juros diretamente na moeda que estaria depositada em contas abertas no próprio banco central. Cabe ressaltar que todas essas questões passam por discussões acerca da privacidade das informações e do acesso governamental aos dados dos cidadãos.

Desde 2020, o BACEN mantém um grupo de estudos visando o estudo da emissão de moedas digitais, tendo divulgado em 2021 as diretrizes gerais do Real Digital, das quais podemos destacar as seguintes: (i) emissão do Real Digital será realizada pelo BACEN, como uma extensão da moeda física, com a distribuição ao público intermediada por custodiantes do

¹⁹ MORGAN, J.P. **Opportunities in the metaverse**. How businesses can explore the metaverse and navigate the hype vs. Reality. Disponível em: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/treasury-services/documents/opportunities-in-the-metaverse.pdf> acesso 21 de set. de 2022.

²⁰ META. **Nosso modo de se conectar evoluiu, e nossa empresa também**. Disponível em: https://about.meta.com/br/meta/?utm_source=about.facebook.com&utm_medium=redirect acesso: 15 de set. de 2022.

²¹ LOMBARDO, Cara, et. al. **Microsoft to Buy Activision Blizzard in All-Cash Deal Valued at \$75 Billion**. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/microsoft-to-buy-activision-blizzard-games-11642512435> acesso 21 de set. de 2022.

²² SULLIVAN, Mark. **Microsoft's metaverse vision is becoming clear**—and makes sense. Disponível em: <https://www.fastcompany.com/90716389/microsoft-activision-metaverse> acesso 25 de set. de 2022.

²³ OSTROFF, Caitlin. **Why Central Banks Want to Create Their Own Digital Currencies Like Bitcoin**. Disponível em: https://www.wsj.com/articles/why-central-banks-want-to-create-their-own-digital-currencies-like-bitcoin-11603291131?mod=article_inline acesso 20 de set. de 2022.

Sistema Financeiro Nacional (SFN) e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB); e (ii) a necessidade de se observar a “aderência a todos os princípios e regras de privacidade e segurança determinados”²⁴, em especial, pela Lei Complementar nº 105, de 2001 (Lei do Sigilo Bancário), e pela Lei nº 13.709/18 (Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais - LGPD).

O *Sand Dollar* foi o primeiro CBDC emitido no mundo, em 2020, pelo Banco Central das Bahamas, que naquele mesmo ano teve a sua regulação atualizada pelo Parlamento através da aprovação do “*Central Bank of the Bahamas Act*”, o qual expressamente outorgou poderes ao Banco Central para emitir “dinheiro eletrônico” e regular de forma ampla o *framework* de sua emissão²⁵. A China está hoje na vanguarda da adoção do CBDC no mundo, tendo lançado também em 2020 um projeto piloto do Remimbi Digital (E-CNY). Dois anos depois, dados do Banco Popular da China mostram que existem 261 milhões de *wallets* de E-CNY, e, apenas em outubro de 2021, houve 142 milhões de transações com valores totais que ultrapassaram 8 bilhões de dólares²⁶.

A implementação de uma CBDC não é uma tarefa tão simples como parece, principalmente se implementada por países que tem em sua moeda grande relevância internacional, como o Dólar dos Estados Unidos. O curso forçado de uma CBDC tem o potencial de alterar todo o sistema financeiro caso seja adotado um modelo em que os seus titulares os detenham diretamente no Banco Central, ou seja, conforme trata Jairo Saddi:

Por um lado, ter-se-á 100% de depósitos compulsórios à vista e, por outro, um papel de simples gestor de recursos, que é incompatível com a função clássica de Banco Central. Se tivermos bancos e instituições intermediárias apenas no mundo das CBDC, eles passariam a ser simplesmente gestores de recursos de terceiros e não depositários; contas individualizadas em nome de usuários, mantidas no Banco Central, seriam, então, intermediadas pelos bancos que teriam a sua gestão, o que é radicalmente diferente da figura do depósito, que é, em si, uma espécie de mútuo especial.²⁷

O Sandbox Regulatório promovido pela CVM no último ano selecionou 4 (quatro) projetos para testar temporariamente suas propostas. Com destaque para 3 (três) desses projetos

²⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Banco Central divulga as diretrizes gerais de uma moeda digital para o Brasil**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17398/nota> acesso 18 de set. de 2022.

²⁵ CENTRAL BANK BAHAMAS. **OFFICIAL GAZETTE THE BAHAMAS**. 2020. Disponível em: <https://www.centralbankbahamas.com/viewPDF/documents/2020-12-08-14-35-25-Central-Bank-of-The-Bahamas-Act-2020opt.pdf> acesso 18 de set. de 2022.

²⁶ KUMAR, Ananya. **A Report Card on China’s Central Bank Digital Currency: the e-CNY**. Disponível em: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/a-report-card-on-chinas-central-bank-digital-currency-the-e-cny/> acesso 27 de set. de 2022.

²⁷ SADDI, Jairo. Moeda digital soberana (Central Bank Digital Currency - CBDC). PINTO, Alexandre Evaristo; EORLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga. Coord. In: **Criptoativos: Estudos regulatórios e tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.p.42.

que buscam integrar a infraestrutura da *blockchain* aos mercados financeiro e de capitais, vide a proposta da Vórtx, empresa prestadora de serviços de agente fiduciário, registrador e instituição custodiante, e da QR Capital, gestora de recursos, de criar uma plataforma de negociação de valores mobiliários tokenizados, ou seja, transformar valores mobiliários tradicionais em tokens para que as transações sejam registradas, tanto no mercado primário quanto no secundário, através da *blockchain*, conforme a Deliberação CVM nº 875, de 30 de setembro de 2021.²⁸

2.3 Conceito de Valor Mobiliário (Howey Test)

A falta de regulação clara e de segurança jurídica são aspectos prejudiciais para a inovação, principalmente quando tratamos da emissão de criptoativos. Podemos perceber esse impacto quando analisamos os dados dos ICOs - a oferta pública inicial de criptomoeda - usualmente chamada nesses casos de *Tokens*, para fins de captação de recursos. Essas ofertas tiveram o seu grande momento entre 2017 e 2018, mas logo depois começaram se tornar menos frequentes devido a pressão das agências reguladoras e a imprevisibilidade das suas decisões quanto ao teor dessas ofertas. Apenas em 2018, por exemplo, mais de 14 bilhões de dólares foram levantados por meio de ICOs.²⁹

A grande discussão nesse tema se encontra na caracterização desses *Tokens* como valores mobiliários. Para tanto, é importante entendermos o conceito de valor mobiliário, o qual Juliano Lima Pinheiro define como:

(...) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, para fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter ganho ou benefício futuro.

No Brasil, a Lei do Mercado de Capitais, em seu artigo 2º define o rol do que é considerado valor mobiliário:

²⁸ CVM. Deliberação CVM 875. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli875.html> acesso 20 de set. de 2022.

²⁹ FROMBERGER, Mathias; HAFFKE, Lars. **ICO Market Report 2018/2019 – Performance Analysis of 2018's Initial Coin Offerings.2020.** Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3512125#:~:text=M.,-Munich%20%7C%20December%2031&text=In%20this%20market%20report%2C%20we,which%20took%20place%20in%202018. Acesso 22 de set. de 2022.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Os *tokens* emitidos em ICOs podem ser classificados, de maneira geral, como *Security Token* ou *Utility Token*. O *Utility Token* é um token de utilidade, ou seja, são feitos para poderem ser trocados por produtos, benefícios e serviços, podendo ter muitas outras utilidades, já um *Security Token* representa um valor mobiliário de fato. Durante o *boom* dos ICOs foram realizadas muitas ofertas de *Security Tokens* por *startups* que ainda não tinham a capacidade de entrar no mercado de capitais formal e precisavam levantar recursos. Algumas dessas ofertas passaram pelo escrutínio dos órgãos reguladores e sofreram sanções regulamentares pela falta de registro.

Anteriormente a nossa Lei do Mercado de Capitais, em 1933 foi editada nos Estados Unidos da América o *Securities Act* e o *Securities Exchange Act*, que entre outras coisas, regularam o mercado de capitais nos Estados Unidos e criaram a SEC. O *Securities Act* também criou a definição de valor mobiliário naquele país, semelhante ao que foi adotado pelo Brasil.

No entanto, anos depois, a divergência acerca da definição de contrato de investimento coletivo (no Brasil: inciso IX do artigo 2º da Lei do Mercado de Capitais; e nos Estados Unidos: § 2 (1) do *Securities Act*) culminou na célebre decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no caso “*Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*”. Conforme o caso analisado pela Corte, a *W.J. Howey Company* passou a oferecer no mercado pequenos terrenos no estado da Flórida para o cultivo de laranjas, juntamente com a contratação de um serviço a ser prestado por empresa coligada à *W.J. Howey Company*, que se encarregaria do cultivo e desenvolvimento desses pomares, incluindo a colheita e a venda da safra. Notadamente, a SEC defendia que se tratava de oferta de valor mobiliário, mais especificamente da oferta de contrato de investimento coletivo, então, deveria ter sido solicitado o seu registro, ou a sua dispensa, perante a autoridade estado unidense para possibilitar a sua distribuição pública. Logo, após as cortes inferiores daquele país decidirem contra a SEC, alegando que tal empreitada não seria

um contrato de investimento coletivo já que o empreendimento não seria especulativo e que o bem, sendo vendido, no caso o terreno, tem valor intrínseco que independente do sucesso do projeto como um todo. Em 1946, a Suprema Corte dos Estados Unidos colocou um fim na discussão alegando que as questões alegadas nas decisões anteriores eram imateriais para o caso, e que, na verdade, o que deveria ser verificado é a existência de investimento em dinheiro em um empreendimento coletivo, com os lucros advindo apenas do esforço de terceiros³⁰, daí surgiu o *Howey Test*. A partir de então, os Estados Unidos adotaram esse entendimento e realizam o *Howey Test* sempre que surgem dúvidas acerca da caracterização de uma estrutura sendo ofertada publicamente, e assim seguiu o Brasil.

O *Howey Test* é realizado verificando-se os seguintes conceitos em um contrato de investimento coletivo, e, sendo preenchidos, temos a sua caracterização como um valor mobiliário: (a) existe investimento em dinheiro; (b) o investimento é em um empreendimento coletivo; (c) existe expectativa de lucro; e (d) a expectativa de lucro advém do esforço de terceiros. Ou seja, um contrato de investimento coletivo, conforme definição da Suprema Corte dos Estados Unidos: “significa um contrato, transação, ou projeto em que uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento coletivo e é levada a esperar lucros advindos apenas do esforço de terceiros”³¹ (traduzido pelo autor).

Essas validações foram determinadas pela Suprema Corte dos Estados Unidos à época. Hoje outros conceitos foram embutidos ao *Howey Test*, mas a lógica intrínseca da decisão fundadora permanece. O Parecer de Orientação (conforme definido abaixo), define exatamente as características que vêm sendo consideradas pelo Colegiado da CVM para “*decidir se determinado título é ou não é valor mobiliário*”³², conforme segue:³³

- (i) Investimento: aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica;
- (ii) Formalização: título ou contrato que resulta da relação entre investidor e ofertante, independentemente de sua natureza jurídica ou forma específica;
- (iii) Caráter coletivo do investimento;
- (iv) Expectativa de benefício econômico: seja por direito a alguma forma de participação, parceria ou remuneração, decorrente do sucesso da atividade referida no item (v) a seguir;
- (v) Esforço de empreendedor ou de terceiro: benefício econômico resulta da atuação preponderante de terceiro que não o investidor; e
- (vi) Oferta pública: esforço de captação de recursos junto à poupança popular.

³⁰ CORNELL LAW SCHOOL. **SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION v. W. J. HOWEY CO. et al.** Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/328/293> acesso 15 de set. de 2022.

³¹ CORNELL LAW SCHOOL. **SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION v. W. J. HOWEY CO. et al.** Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/328/293> acesso 15 de set. de 2022.

³² CVM. **Parecer de Orientação CVM 40.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 20 de set. de 2022.

³³ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 20 de set. de 2022.

A onda de ICOs realizada nos últimos anos chamou atenção das agências reguladoras mundiais e no Brasil não foi diferente. A CVM divulgou em 2017 uma nota³⁴ especificamente para prestar esclarecimentos acerca do tema e reafirmar seu mandato legal, afirmando que agiria caso entendesse que em um ICO estivesse sendo ofertado valor mobiliário. Não demorou para que a CVM tivesse que começar a analisar tais casos e, em linha com os seus pares internacionais, aplicar o *Howey Test* na análise desses casos, já que, os criptoativos são notadamente difíceis de categorizar, especialmente em um ambiente sem regulação.

Antes de passarmos para a análise dos julgados envolvendo ICOs, é importante tratarmos do sistema de ofertas públicas da CVM, conforme o artigo 19 da Lei do Mercado de Capitais: “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”³⁵. Dessa forma, no *framework* regulatório das ofertas públicas temos a Instrução CVM 400, que conforme o seu artigo 1º:

(...) regula as ofertas publicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do publico investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

De forma complementar, o artigo 3º da referida Instrução esclarece que:

São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

³⁴ MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Initial Coin Offerings (ICOs)**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offerings--icos--88b47653f11b4a78a276877f6d877c04> acesso 25 de set. de 2022.

³⁵ BRASIL. **LEI Nº 6.385, DE 7 DE DEZEMBRO DE 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm acesso 25 de set. de 2022.

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Via de regra, toda oferta pública deve ser registrada na CVM, porém, o registro poderá ser dispensado, considerando as características específicas da oferta em questão. Devem ser realizadas por intermédio de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, como os bancos de investimento, corretoras ou distribuidoras e, sempre com respeito aos ideais de publicidade, o ofertante, em conjunto com a instituição líder, é obrigado a elaborar e colocar à disposição do público investidor o Prospecto da oferta³⁶. Além disso, devem ser observadas diversas outras etapas nesse processo, conforme disciplinadas por meio da Instrução CVM 400.

A CVM também busca estabelecer outras estruturas normativas para facilitar certos tipos de oferta, é o caso das ofertas públicas de sociedades empresárias de pequeno porte, realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, ou seja, o *crowdfunding*, regulado por meio da Resolução nº 88, de 27 de abril de 2022.

Agora passaremos a analisar dois casos julgados pela CVM, primeiramente analisando o caso da Niobium Coin, conforme decidido pelo Colegiado da CVM em 30 de janeiro de 2018, no âmbito do Processo. SEI nº 19957.010938/2017-13. O Niobium Coin foi criado pela BOMESP na plataforma da Ethereum, com a intenção de levantar recursos para o desenvolvimento da BOMESP, a qual funcionaria como uma plataforma para que empresas em estágio inicial pudessem ofertar os seus próprios *tokens*. Conforme verificado em seu *White Paper*,³⁷ o Niobium Coin seria o meio de pagamento a ser aceito para todos os serviços oferecidos pela BOMESP e o seu preço seria definido com base na oferta e demanda. Dessa forma, a CVM instaurou processo para verificar se o ICO do Niobium Coin representava uma oferta pública de valores mobiliários e se, conseqüentemente, estaria sob a competência da CVM.

³⁶ PORTAL DO INVESTIDOR. **Oferta pública de distribuição primária e secundária**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html acesso 17 de set. de 2022

³⁷ WHITE PAPER. **NIBIUM COIN**. Disponível em: <https://www.allcryptowhitepapers.com/niobium-coin-whitepaper/> acesso 20 de set. de 2022.

Nessa decisão, tanto a Área Técnica da CVM, quanto o Colegiado, não explicitaram nos seus votos a utilização do *Howey Test*, mas negaram, de forma controversa, a aplicação de dois de seus pressupostos. A SRE se manifestou juntamente com a Procuradoria Federal Especializada da CVM no sentido de entender que o Niobium Coin se configura como um *utility token*, dessa forma, não devendo sua emissão ser regulada pela CVM, da seguinte forma:

(...) o Niobium constitui um *utility token* e, portanto, não possui a natureza jurídica de valor mobiliário na feição de Contrato de Investimento Coletivo. Face ao exposto, sua oferta pública não atrai a competência da CVM de sorte a gerar a edição de uma *stop order*, cabendo ao público investidor avaliar os riscos acentuados de aquisição de um ativo que não encontra correspondência no PIB, carecendo de regulamentação quer por parte da CVM, quer pelo Banco Central do Brasil – BACEN, nos termos do Comunicado Nº 31.379, de 16 de novembro de 2017 e da Nota divulgada pela CVM em 11.10.2017.

Tomando a liberdade para realizar o *Howey Test*, verificamos que: (i) existe investimento em dinheiro, na medida em que era necessário utilizar, mesmo que indiretamente através da compensação em *Bitcoins* ou *Ethereums*, moeda fiduciária; (ii) o investimento é coletivo na medida em que os tokens estavam sendo ofertas publicamente. Especificamente nos dois testes restantes (quais sejam: expectativa de lucro; e se a expectativa de lucro advém do esforço de terceiros), a CVM se posicionou, defendendo que:

Nada obstante, a operação, a princípio, não se enquadra na definição de CIC, face ao disposto no art. 2º, IX, da Lei 6.385/76, exatamente pela ausência de direito de participação, parceria ou remuneração, fundado em empreendimento comum (...). Nesse passo, não se pode olvidar que o conceito de *security*, em nosso ordenamento jurídico, foi positivado, adquirindo contornos legais que limitam a sua configuração. Em vista do exposto, entende-se que a Niobium, em si mesma considerada, pode ser qualificada como um *utility token* e, como tal, atua como instrumento de troca que não se subsume ao conceito de contrato de investimento coletivo, embora haja expectativa de lucro, ainda que de caráter especulativo.³⁸

A Área Técnica da Autarquia ainda tratou de assumir que poderia haver divergências de entendimento nesse quesito:

12. Notadamente citam-se aqui os aspectos do instrumento relacionados: i. ao limite da quantidade emitida destes *tokens*; bem como ii. ao fato de que tais *tokens* serão utilizados em uma plataforma que será desenvolvida a partir dos recursos levantados no seu ICO, pelos desenvolvedores do projeto, acarretando que seu valor de uso decorrerá do bom andamento do projeto. Tais aspectos em conjunto poderiam sugerir a interpretação de que o instrumento Niobium conferiria ao seu detentor o direito à remuneração advinda do esforço do empreendedor, materializada na expectativa de valorização destes. 13. Ainda que esta seja uma compreensão possível, a qual

³⁸ PARECER n. 00151/2017/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU

inclusive encontra respaldo na interpretação dada pela SEC no âmbito da conceituação de *Security* no recente caso da Munchee Inc.³⁹

O caso seguiu para análise do Colegiado da CVM, que em 30 de janeiro de 2018 decidiu acompanhar a manifestação da Área Técnica.⁴⁰

Passamos agora a analisar o caso da ICONIC, conforme o Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM N° 19957.003406/2019-91, que foi instaurado para apurar a responsabilidade da ICONIC e seu administrador pela realização de oferta pública de valores mobiliários sem a obtenção do registro. A ICONIC estava realizando em seu website a promoção de um ICO para o desenvolvimento do *Iconic Ecosystem*, através da *blockchain*:

Plataforma dividida em três ambientes, de modo a permitir (i) a venda de *tokens* por empreendedores, (ii) sua negociação entre particulares e (iii) a disponibilização de instrumentos para que os detentores de *tokens* possam exercer controle efetivo sobre a atuação de seus emissores, tais como a realização de auditorias, a utilização de *escrow accounts* e a solução de controvérsias entre as partes.⁴¹

O mencionado ICO envolvia a emissão do *token* chamado de NIC, que serviria “como moeda preferencial para aquisição de outros tokens dentro do Iconic Ecosystem e moeda exclusiva para aquisição de determinados serviços na plataforma”.⁴² O projeto também envolvia, conforme bem salientado pela CVM:

(...) o desenvolvimento de uma entidade autônoma descentralizada (decentralized autonomous organization – DAO), com papel de “fundo de lastro”, para garantir a estabilidade do NIC e a prosperidade do ecossistema. Por meio desta entidade, os titulares de NIC poderiam decidir, por votação eletrônica, na proporção dos tokens NIC detidos, a realização de operações com tokens emitidos por projetos listados no ecossistema.⁴³

³⁹CVM. **ICO - Niobium.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180130/088818_ManifestacaoSRE.pdf acesso 22 de set. de 2022.

⁴⁰ CVM. **ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO N° 04 DE 30.01.2018.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180130_R1.html acesso 25 de set. de 2022.

⁴¹CVM. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.003406/2019-91.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20201026_PAS_CVM_SEI_19957_003406_2019_91_relatorio_diretor_gustavo_gonzalez.pdf acesso 26 de set. de 2022.

⁴²CVM. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.003406/2019-91.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20201026_PAS_CVM_SEI_19957_003406_2019_91_relatorio_diretor_gustavo_gonzalez.pdf acesso 26 de set. de 2022.

⁴³CVM. **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.003406/2019-91.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20201026_PAS_CVM_SEI_19957_003406_2019_91_relatorio_diretor_gustavo_gonzalez.pdf acesso 26 de set. de 2022.

No âmbito do fundo de lastro as decisões seriam tomadas pelos titulares de NIC, sendo que “a partir do momento em que o fundo de lastro estivesse operacional, o titular do NIC poderia solicitar a liquidação do token, recebendo em contrapartida ativos do fundo de lastro em quantidade proporcional à dos NICs liquidados”⁴⁴.

Nesse caso, a SER enfrentou todos os requisitos do Howey Test, com algumas inclusões adicionais, da seguinte forma:

a) **Há investimento?** Sim. A aquisição do *token* NIC pode ser entendida como um investimento realizado com a intenção de obter rendimentos no futuro. O NIC atuaria como moeda preferencial para transações dentro do ecossistema da ICONIC (aquisição de outros *tokens*, permissão para instalação de subsidiárias, contratação de gerentes de projeto e serviços correlatos etc.) (...) b) **Esse investimento é formalizado por um título, ou por um contrato?** Sim, por meio de *smart contracts*, isto é, contratos virtuais, escritos como código de programação que pode ser executado em um computador, em vez de um documento impresso com uma linguagem propriamente jurídica. c) **O investimento é coletivo?** Sim, na medida que o *token* NIC foi oferecido indistintamente e poderia ser adquirido por vários investidores. d) **Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores?** Sim, conforme a descrição do modelo de negócio contida no *Whitepaper version 1.0*, em especial os seguintes trechos em sua página 46: “O fundo paga 10% dos seus ativos para o holder” e “O DAO NIC Fund terá como função atuar como elemento de estabilização e valorização do NIC. Para que possa realizá-lo adequadamente, como visto logo acima, a um fundo que será destinatário de 35% do resultado da empresa, fazendo com que acumule largo patrimônio em criptomoedas e tokens de empresas variadas. Em vista da possibilidade de liquidação dos NICs em troca da fração equivalente do patrimônio do fundo, cria-se em torno da moeda um nexo de valoração que excede meramente a sua oferta e procura. (...) e) **A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?** Sim, conforme trecho do *Whitepaper version 1.0*, o valor do *token* oferecido derivaria, dentre outras qualidades, da existência de um lastro decorrente de um fundo a ser criado quando do início das atividades da ICONIC, para o qual seriam dirigidos 35% do lucro líquido da empresa. Com isso haveria “uma base de valor crescente e sólida que se beneficia com o passar do tempo e com a própria valorização do macro-ambiente das criptomoedas e tokens”.

Dessa forma, a SER entendeu que o NIC é um valor mobiliário e, conseqüentemente, que foi realizada oferta pública irregular. O Colegiado da CVM seguiu o entendimento da Área Técnica e em sessão de julgamento realizada no dia 27 de outubro de 2020, decidiu por multar a ICONIC e seu administrador em R\$ 387.934,93 (trezentos e oitenta e sete mil, novecentos e trinta e quatro reais e noventa e três centavos), cada um.⁴⁵

⁴⁴CVM. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003406/2019-91. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20201026_PAS_CVM_SEI_19957_003406_2019_91_relatorio_diretor_gustavo_gonzalez.pdf acesso 26 de set. de 2022.

⁴⁵ MINISTÉRIO DA ECONOMIA. CVM multa companhia e administrador por oferta pública irregular de criptoativo – Initial Coin Offering (ICO). Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm->

Cabe ressaltar também que, conforme o artigo 7º da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, é crime: “emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...) II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente”, com pena de reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, com multa.

3. LEGISLAÇÕES NO MUNDO

3.1. Estágio das Legislações no Mundo

O mundo vem estudando maneiras eficazes de regular os criptoativos e as companhias que fazem as suas negociações, e enquanto alguns países já têm a sua própria estrutura regulatória, outros ainda se encontram em um estado incipiente de discussão. Vale lembrar que os criptoativos representam a possibilidade da realização de transações transfronteiriças, a qualquer momento. A Suíça e El Salvador se destacam por serem países que já enfrentaram o tema, tendo as suas próprias regulações ou adaptando as leis existentes com o intuito de incentivar esse mercado, por outro lado, países como a China, o Egito e o Iraque proibiram totalmente a negociação de criptoativos em seus territórios⁴⁶.

Dentre as regulações mencionadas, a de El Salvador é a mais ousada, tendo em vista que adotou o *Bitcoin* como sua moeda de curso legal em 2021. A moeda de curso legal do Brasil, conforme o artigo 1º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, é o Real, conforme pontua Eros Grau, o curso legal:

(...) expressa a qualidade de valor líquido da moeda, em razão do que ela não pode ser recusada. O curso legal assegura a ampla circulação e imposição de aceitação da moeda; daí a sua caracterização como meio de pagamento. (...) O curso legal é determinante e condicionante das duas funções básicas da moeda: a de instrumento de pagamento e a de padrão de valor.⁴⁷

Dessa forma, os moradores de El Salvador devem, obrigatoriamente, aceitar *Bitcoin* como método de pagamento.

A Suíça, por outro lado, decidiu seguir por um caminho mais razoável, adaptando o seu arcabouço regulatório de forma a trazer segurança aos investidores do país e as empresas que operam nesse mercado.

⁴⁶ LAW LIBRARY. **Regulation of Cryptocurrency Around the World: November 2021 Update**. Disponível em: <https://tile.loc.gov/storage-services/service/l1/l1glrd/2021687419/2021687419.pdf> acesso 25 de set. de 2022.

⁴⁷ SABATOVSKI, Emilio. **STF. Pleno. Moeda. Dinheiro. Conceito de moeda, curso legal e curso forçado. Amplas considerações do Min. Eros Grau sobre o tema. Lei 1.807/1953. Lei 4.131/1962, art. 23. Lei 8.880/1994. Dec.-lei 857/1969, arts. 1º e 2º**. Disponível em: <https://www.legjur.com/noticias/1959/stf-pleno-moeda-dinheiro-conceito-de-moeda-curso> acesso 28 de set. de 2022.

No Brasil o Congresso Nacional vem ativamente discutindo projetos de lei que visam regular esse mercado, com destaque para o Projeto de Lei nº 4.401/21 (anteriormente PL nº 2.305/15 – “Projeto de Lei”).

A aprovação de um projeto de lei é vista como essencial por membros do executivo e do Congresso Nacional devido, em especial, aos recentes escândalos envolvendo golpes e pirâmides financeiras, principalmente com o *Bitcoin*. Também é importante que o Brasil esteja alinhado com o mercado mundial quanto à criação de normas para prevenir a lavagem de dinheiro, à ocultação de bens, ao combate a atuação de organizações criminosas, ao financiamento do terrorismo e à produção e comércio de armas de destruição em massa.

Nos últimos anos, houve uma quantidade expressiva de golpes e de esquemas de pirâmide financeira e esquemas Ponzi no Brasil, montados se utilizando do nome de algumas criptomoedas, principalmente o *Bitcoin*. Conforme bem define a SEC, em um clássico esquema de pirâmide, os participantes tentam ganhar dinheiro através, apenas, do recrutamento de novos participantes, sendo que usualmente: (i) é oferecido um alto retorno sobre o investimento feito pelo novo participante em um curto período de tempo; (ii) nenhum produto ou serviço é de fato vendido; e (iii) a ênfase está no recrutamento de novos participantes.⁴⁸ Ou seja, os participantes antigos recebem a sua remuneração através do dinheiro aportado pelos novos participantes e não de fato por um investimento que está sendo realizado, até que, eventualmente, o esquema se torna tão grande que não é possível arrecadar dinheiro suficiente para pagar os antigos participantes. Os esquemas Ponzi funcionam de forma similar, sendo que, usualmente, a principal diferença está no fato desses não engajarem as vítimas no recrutamento de novos participantes, apenas prometendo um retorno futuro sobre o investimento feito.⁴⁹

A criação de pirâmides financeiras é crime no Brasil, conforme o inciso IX, do artigo 2º da Lei de Crimes Contra a Economia Popular:

Art. 2º. São crimes desta natureza: (...) IX - obter ou tentar obter ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas mediante especulações ou processos fraudulentos ("bola de neve", "cadeias", "pichardismo" e quaisquer outros equivalentes); (...)

⁴⁸ INVESTOR GOV. **Pyramid Schemes**. Disponível em: <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/pyramid-schemes> acesso 25 de set. de 2022.

⁴⁹ CONSTANTINE CANON. **Ponzi & Pyramid Schemes**. Disponível em: <https://constantinecanon.com/practice/whistleblower/whistleblower-types/financial-investment-fraud/ponzi-schemes/> acesso 28 de set. de 2022.

Recentemente, a Polícia Federal realizou diversas operações com o intuito de desarticular fraudes envolvendo o investimento em criptomoedas, um dos mais recentes se trata da Operação Kryptos, tendo com alvo da GAS Consultoria *Bitcoin* e seus sócios, principalmente Glaudson Acácio Santos, popularmente conhecido como “Faraó dos *Bitcoins*”. A GAS Consultoria prometia ganhos fixos de 10% ao mês⁵⁰, com um aporte inicial mínimo de R\$ 10.000,00 (dez mil reais), a operação bloqueou cerca R\$ 38 bilhões das contas da empresa⁵¹. Cabe salientar, conforme bem define Renato de Mello Jorge Silveira: “note-se: aqui, não raro, as criptomoedas seriam meramente o objeto de pirâmides financeiras, e não a fraude em si”⁵².

Uma das únicas regulações hoje no Brasil envolvendo criptomoedas é a Instrução Normativa nº 1.888⁵³ da Receita Federal do Brasil, estabelecendo a obrigatoriedade da prestação de informações relativas às operações realizadas com criptoativos à Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil, inclusive a mencionada Instrução Normativa trata até mesmo de definir os conceitos de “*criptoativos*” e “*exchanges*”. Pela regra: (i) a *exchange* de criptoativos domiciliada para fins tributários no Brasil; e (ii) a pessoa física ou jurídica residente ou domiciliada no Brasil - apenas caso o valor mensal das operações, isolado ou conjuntamente, ultrapasse R\$ 30.000,00 e nas seguintes hipóteses: (a) operações realizadas em *exchanges* domiciliada no exterior; e (b) operações não realizadas em *Exchanges* - devem prestar informações mensais à Receita Federal acerca de todas as operações realizadas com criptomoedas, nos termos ali extensivamente descritos.

É mister lembrarmos que as discussões que vem sendo realizadas atualmente não devem deixar de lado a liberdade, descentralização e ausência de regulação em que os criptoativos foram criados. De fato, as *Exchanges* precisam observar normas para proteção dos seus usuários e prevenção à lavagem de dinheiro, o ilícito deve ser combatido. No entanto, o custo de observância não pode ser o mesmo que as distribuidoras de valores mobiliários obedecem no curso normal de seus negócios, da mesma forma, os criptoativos também não

⁵⁰ G1 RIO. **Empresa de Glaudson prometia ganho de 10% ao mês; especialista alerta para percentual ofertado.** Disponível em: <https://g1.globo.com/rj/rio-de-janeiro/noticia/2021/08/25/empresa-de-glaudson-prometia-ganho-de-10percent-ao-mes-especialista-alerta-para-percentual-ofertado.ghtml> acesso 01 de out. de 2022.

⁵¹ IGNÁCIO, Bruno. **GAS Consultoria Bitcoin tem R\$ 38 bilhões bloqueados e deixa de pagar clientes.** Disponível em: <https://tecnoblog.net/noticias/2021/09/16/gas-consultoria-bitcoin-tem-r-38-bilhoes-bloqueados-e-deixa-de-pagar-clientes/> acesso 01 de out. de 2022.

⁵² SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Criptomoedas: um novo passo na construção penal econômica.** Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-jan-12/silveira-criptomoedas-passo-construcao-penal-economica?> Acesso 03 de out. de 2022.

⁵³ IMPRENSA NACIONAL. **INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 1.888, DE 3 DE MAIO DE 2019.** Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/instru%C3%87%C3%83o-normativa-n%C2%BA-1.888-de-3-de-maio-de-2019-87070039> acesso 03 de out. de 2022.

conseguem cumprir com todos os custos de observância de uma oferta pública de valor mobiliário.

3.2. A atuação da CVM no Brasil

Antes de abordarmos a atuação exercida atualmente pela CVM no mercado de criptoativos, cabe focarmos na sua função legal.

A CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia e foi criada por meio da Lei do Mercado de Capitais, tendo “a responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e promover a expansão, o desenvolvimento e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, sob a orientação do Conselho Monetário Nacional”.⁵⁴ Assim, conforme leciona Juliano Lima Pinheiro, suas funções repercutem junto a três principais grupos, quais sendo:

Instituições de mercado, uma vez que é de sua competência disciplinar e fiscalizar a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, bem como sua negociação e intermediação; a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários; companhias abertas, definidas pela nova Lei das Sociedades Anônimas como aquelas cujos valores mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, pois tais empresas estão sujeitas à fiscalização da CVM no que concerne a emissão e distribuição de seus títulos no mercado; natureza das informações que devem divulgar; relatório de sua administração e demonstrações financeiras; compra de ações emitidas pela própria companhia; conduta de seus administradores e acionistas controladores; aprovação, ou não, de oferta pública de aquisição de ações que implique alienação de controle acionário; e investidores, uma vez que é de competência da CVM estudar as denúncias e práticas que contrariem os interesses dos investidores, a fim de que possa atuar em sua defesa.⁵⁵

Nesse sentido, conforme o artigo 1º da Lei do Mercado de Capitais, há um rol taxativo das atividades que devem ser disciplinadas e fiscalizadas pela CVM:

Emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; auditoria das companhias abertas; e serviços de consultor e analista de valores mobiliários.⁵⁶

⁵⁴ PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo (SP): Grupo GEN, 2019. 9788597021752. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em: 15 mai. 2022.

⁵⁵ PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo (SP): Grupo GEN, 2019. 9788597021752. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em: 15 mai. 2022.

⁵⁶ PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo (SP): Grupo GEN, 2019. 9788597021752. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em: 15 mai. 2022.

Sendo assim, conforme observado anteriormente sobre o conceito de valor mobiliário, os criptoativos ainda estão em um terreno movediço, podendo se encaixar em diversos espectros de regulação.

Partindo efetivamente para o papel exercido pela CVM nessa seara, notamos que existe certo distanciamento da Autarquia sobre o tema, apenas afirmando que irá agir no mercado se verificar que está sendo realizada a distribuição de valores mobiliários, mesmo que não divulgados dessa forma. No auge da febre dos ICOs a CVM divulgou um *FAQ (Frequently Asked Questions)* respondendo algumas questões relevantes acerca dessas ofertas, no sentido de educar o mercado e alertar os investidores sobre a incompetência da CVM para fiscalizar tal mercado.⁵⁷

Grande parte das ações da Autarquia vem acompanhadas da emissão de *Stop Orders*, com base no artigo 20 da Lei do Mercado de Capitais:

Art. 20. A Comissão mandará suspender a emissão ou a distribuição que se esteja processando em desacordo com o artigo anterior, particularmente quando: I - a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro; (...)

Conforme define a CVM, *Stop Order* é: “medida de natureza cautelar, com o objetivo de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado detectadas pela Autarquia”⁵⁸, vide como exemplo a Deliberação nº 881, de 12 de abril de 2022, em que a CVM verificou que certa empresa estaria ofertando contratos de investimento coletivo sem a devida autorização, na forma de tokenização em *blockchain* de ativos digitais envolvendo empreendimentos imobiliários:⁵⁹

(...) determinar a todos os sócios, responsáveis, administradores e prepostos da pessoa jurídica acima referida que se abstenham de ofertar ao público títulos ou contratos de investimento coletivo, sem os devidos registros (ou dispensas destes) perante a CVM (...)⁶⁰

⁵⁷ MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Initial Coin Offerings (ICOs)**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offerings--icos--88b47653f11b4a78a276877f6d877c04> acesso 25 de set. de 2022.

⁵⁸ MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **CVM alerta sobre atuação irregular no mercado**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-sobre-atuacao-irregular-no-mercado-3> acesso 05 de out. de 2022.

⁵⁹ RIGGS, Wagner. **CVM proíbe empresa de ofertar investimento na tokenização de ativos digitais**. Disponível em: <https://portaldobitcoin.uol.com.br/cvm-proibe-empresa-de-ofertar-investimento-na-tokenizacao-de-ativos-digitais/> acesso 06 de out. de 2022.

⁶⁰ CVM. **Deliberação CVM 881**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli881.html> acesso 06 de out. de 2022.

Consoante com conteúdo trazido anteriormente, a CVM também dispôs sobre criptoativos por meio dos Ofícios Circulares nº 1/2018/CVM/SIN e nº 11/2018/CVM/SIN, em que autorizou o investimento indireto em criptoativos por Fundos de Investimento, conforme citado acima.

Os resultados do último Sandbox Regulatório mostraram que a Autarquia está olhando atentamente para os benefícios que a estrutura das criptomoedas pode trazer para o mercado financeiro e de capitais.

Um dos segmentos que mais está mira da CVM e dos demais órgãos reguladores são as *Exchanges*. Hoje não existe nenhum tipo de regulamentação aplicável a essas empresas, uma vez que o tipo de ativo negociado não é valor mobiliário ou ativo financeiro. Dessa forma, elas não podem ser caracterizadas como distribuidoras de títulos e valores mobiliários tradicionais, logo, não são frequentes verificações acerca de lavagem de dinheiro e da implementação de política de *Know Your Client*, por exemplo. Cabe ressaltar que algumas *Exchanges* brasileiras estabeleceram contato próximo com a CVM para evitar problemas no futuro, inclusive consultando a Autarquia quando necessário, vide o projeto desenvolvido pela Mercado *Bitcoin*, umas das principais *Exchanges* brasileiras, e aprovado pela CVM em 2021, da criação de uma plataforma de *crowdfunding* para *startups*, com a tokenização de contratos na rede Ethereum.⁶¹

Em 11 de outubro de 2022 a CVM divulgou o Parecer de Orientação, tratando sobre “Os Criptoativos e o Mercado de Valores Mobiliários”⁶², esse pode ser considerado o primeiro documento formal em que a CVM trata de recomendações e normas para os criptoativos que são considerados valores mobiliários, por isso deve ser analisado com cuidado.

De forma geral, a CVM não trouxe grandes novidades aos entendimentos anteriores, funcionando o Parecer de Orientação como um grande guia consolidador de todo o entendimento da Autarquia.

Em seguida ressaltaremos os principais tópicos do Parecer de Orientação:

I. Definição de Criptoativos: O Parecer de Orientação define criptoativos como: “ativos representados digitalmente, protegidos por criptografia, que podem ser

⁶¹ GUSSON, Cassio. **Mercado Bitcoin consegue aprovação da CVM para lançar plataforma de crowdfunding com tokenização em Ethereum.** Disponível em: <https://cointelegraph.com.br/news/bitcoin-market-gets-cvm-approval-to-launch-crowdfunding-platform> acesso 07 de out. de 2022.

⁶² CVM. **Parecer de Orientação CVM 40.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

objeto de transações executadas e armazenadas por meio de tecnologias de registro distribuído”, usualmente representados por *tokens*.⁶³

II. Competência: É importante ressaltar que a CVM procura traçar uma linha clara definindo a sua competência, dizendo, inclusive, que “*esse trabalho esclarece os limites de atuação da Autarquia*”⁶⁴. Deixa claro que o simples fato de um serviço ou ativo ser desenvolvido ou ofertado digitalmente não atrai a sua competência para regulação.

III. Taxonomia: Inicialmente, a CVM criou uma taxonomia para o enquadramento de cada criptoativo, servindo para indicar o seu tratamento jurídico, em linha com o que é verificado no mercado, da seguinte forma:⁶⁵

- (i) Token de Pagamento (cryptocurrency ou payment token): busca replicar as funções de moeda, notadamente de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor;
- (ii) Token de Utilidade (utility token): utilizado para adquirir ou acessar determinados produtos ou serviços; e
- (iii) Token referenciado a Ativo (asset-backed token): representa um ou mais ativos, tangíveis ou intangíveis. São exemplos os “security tokens”, as stablecoins 1:1, os non-fungible tokens (NFTs) e os demais ativos objeto de operações de “tokenização”.

Em continuidade ao Item III acima, o Parecer de Orientação diz que, não necessariamente um Token referenciado a Ativo é considerado um valor mobiliário, na medida em que essa caracterização “dependerá da essência econômica dos direitos conferidos a seus titulares, bem como (...) da função que assuma ao longo do desempenho do projeto a ele relacionado”⁶⁶. Um *token* pode representar “direitos de remuneração (...) direito a receber relacionado a estruturas assemelhadas às de securitização, ou, ainda, direito de voto”⁶⁷. Devendo cada caso ser analisados em concreto.

IV. Caracterização de Criptoativos como Valores Mobiliários: Em linha com as decisões da CVM, conforme abordadas anteriormente, o Parecer de Orientação determina que certas cautelas devem ser tomadas pelos próprios agentes de mercado quando da compra de criptoativos, quais sejam, analisar se⁶⁸:

- (i) é a representação digital de algum dos valores mobiliários previstos taxativamente nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei no 6.385/76 e/ou previstos na Lei no 14.430/2022 (i.e., certificados de recebíveis em geral); ou
- (ii) enquadra-se no conceito aberto de valor mobiliário do inciso IX do art. 2º da Lei no 6.385/76, na medida em que seja contrato de investimento coletivo.

⁶³ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁶⁴ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁶⁵ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁶⁶ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁶⁷ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁶⁸ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

Também em linha com as suas decisões, a Autarquia define que caso um criptoativo se enquadre no conceito de contrato de investimento coletivo, deverá ser aplicado o *Howey Test*.

V.Regime Informacional: uma das grandes novidades trazidas no Parecer de Orientação, em observância à competência da CVM de “*proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, bem como assegurar o acesso (...) a informações corretas, claras e completas sobre os valores mobiliários*”⁶⁹, é de ressaltar a aplicabilidade de suas normas, quando da realização de ofertas públicas de criptoativos que sejam considerados valores mobiliários, citando, entre elas: (a) Resolução CVM nº 80/22 – “*Registro e Prestação de informações periódicas e eventuais de Emissores de valores mobiliários admitidos a negociação em mercados regulamentados*”; (b) Resolução CVM nº 88/22 – “*Oferta Pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo*”; (c) Resolução CVM nº 86/22 – “*Oferta Pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro*”; (d) Resolução CVM nº 135/22 – “*Funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários; a constituição, organização, funcionamento e extinção das entidades administradoras de mercado organizado*”.

Em seguida, a CVM continua dizendo que “orienta aqueles que buscam a realização de ofertas públicas (...) a pertinência de incluir (...) um conjunto mínimo de informações específicas”⁷⁰, quais sejam:⁷¹

- a) Identificação do emissor dos tokens que será beneficiário dos recursos de oferta e de todos os participantes do procedimento de oferta e seus papéis, explicitando a existência de partes relacionadas;
- b) Descrição das atividades do emissor dos tokens ou de terceiros cujo esforço é relevante para a expectativa de benefício econômico, em especial no que concerne a novas emissões, gestão de ativos que servem de lastro aos tokens, contratação de provedores de liquidez, gestão do ciclo de vida do software (ex. decisões acerca de forks), resposta a incidentes cibernéticos, resgate e amortização de pagamentos, envio de informações periódicas ou eventuais aos investidores, ações de marketing e quaisquer outras atividades que possam influenciar na expectativa de benefício econômico;
- c) Descrição, se houver, dos direitos conferidos aos titulares dos tokens, especialmente pagamento de remuneração ou participação em resultados, direito de participar de deliberações, direito de remuneração condicionada à realização de determinadas atividades;
- d) Todas as informações que embasem expectativas de benefício econômico como resultado da aquisição do token, bem como eventual expectativa por valorização em mercado secundário, na medida em que decorrente de esforços do empreendedor, em especial se houver compromisso do emissor com listagem dos tokens em ambientes de negociação;
- e) Mecanismo de consenso e descrição adequada ao público em geral sobre o processo de emissão de tokens, especialmente controles de estabilidade de preços, se aplicável;

⁶⁹ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁷⁰ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁷¹ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

- f) Materiais de apoio ao investidor sobre funções e riscos ligados à tecnologia, de modo a mitigar assimetrias de informação decorrente de hipossuficiência técnica, em especial na hipótese em que o ativo comporte complexidades (a título exemplificativo, em tokens recebidos como contrapartida de depósitos em soluções DeFi, quando o protocolo impuser critérios de liquidação compulsória, se houver riscos de inflation bug, impermanent loss e outros), se aplicável;
- g) Identificação de canais de suporte ao investidor e termos de qualidade mínimo de serviço (SLA – service level agreement), se aplicável;
- h) Eventuais taxas e outros encargos suportados pelo investidor na subscrição de ofertas, negociação ou pela mera titularidade dos tokens, se aplicável.

Além disso, recomendam a prestação das seguintes informações sobre a “Negociação, Infraestrutura e Propriedade dos Tokens”⁷²:

- a) Identificação clara das vantagens da utilização da tecnologia de registro distribuído;
- b) Descrição das desvantagens da utilização da tecnologia de registro distribuído, em especial sobre desempenho em comparação com mecanismos tradicionais e eventuais efeitos adversos ao meio ambiente;
- c) Aplicabilidade dos serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, compensação e liquidação de valores mobiliários, custódia de valores mobiliários, e escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários;
- d) Descrição da gestão da propriedade dos tokens (em especial se o investidor poderá ter o controle da chave privada, se a custódia será delegada, se haverá um prestador de serviços contratado para oferta, a exemplo de intermediário na subscrição de uma oferta, de custodiante ou de depositário) e dos ativos que servem de lastro para os tokens (sejam ativos reais ou puramente digitais, como NFTs - Non-Fungible Tokens);
- e) Regras de governança do protocolo, indicando os diferentes papéis de participantes da rede, caráter público ou privado da rede, critérios e responsáveis para definição e assunção desses papéis e identificação de participantes relevantes;
- f) Descrição das regras para identificação dos titulares dos tokens e tratamento de seus dados pessoais;
- g) Indicação das entidades administradora de mercado organizado autorizada pela CVM ou outras plataformas de negociação nas quais o token será ou poderá ser admitido à negociação;
- h) Controles de origem dos recursos utilizados para aquisição de tokens e compromisso com a comunicação de operações suspeitas de lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo e/ou financiamento da proliferação de armas de destruição em massa; e
- i) Planejamento de novas funcionalidades e alteração das regras de governança e mecanismo de consenso, se aplicável.

Por fim, a CVM finaliza o Parecer de Orientação dizendo que:⁷³

Está atenta ao mercado marginal de criptoativos que sejam valores mobiliários e adotará todas as medidas legais cabíveis para a prevenção e punição de eventuais violações às leis e regulamentos do mercado de valores mobiliários brasileiro.

⁷² CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

⁷³ CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

Podemos verificar que a CVM trata de definir regras para criptoativos por meio de Pareceres, Notas Oficiais, Comunicados, Ofícios Circulares, *FAQs* e decisões em processos administrativos.

3.3. A atuação da SEC nos Estados Unidos

Assim como foi abordado no tópico anterior, antes de tratarmos da atuação da SEC no mercado estado unidense, cabe um breve resumo da criação do mencionado regulador. A SEC foi criada em 1934 pelo *Securities Exchange Act*, no âmbito da Crise de 1929, que culminou na quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque e em um grande sentimento de descrença da população para com o mercado de capitais e a bolsa de valores. Dessa forma, a SEC foi criada para “proteger os investidores, manter o mercado funcionando de forma justa, ordeira e eficiente e para facilitar a formação do capital”⁷⁴ (traduzido pelo autor).

As decisões da SEC são muito utilizadas como precedentes importantes pelos demais reguladores do mundo e as decisões envolvendo criptomoedas não são diferentes. No próprio julgamento do Niobium Coin, que tratamos acima, a CVM se utilizou do precedente da *Munchee Inc.*, mesmo que para discordar do entendimento da SEC.

O caso *Munchee Inc.*, julgado pela SEC no âmbito do Processo Administrativo nº 3-18304, foi considerado pela indústria como o “*turning point*” dos ICOs⁷⁵. A companhia *Munchee Inc.* desenvolvia um aplicativo para iPhone chamado *Munchee*, em que usuários, primordialmente, avaliavam refeições de restaurantes. Os desenvolvedores, buscando melhorar a qualidade do aplicativo e recrutar usuários para comprar propagandas e avaliar refeições, realizaram entre outubro e novembro de 2017 o ICO de seu *token*, o MUN.

Ato contínuo, a SEC divulgou, em dezembro de 2017, uma ordem de “*Cease and Desist*”, em que já constava o detalhamento do acordo firmado com a *Munchee Inc.* para finalizar o caso perante o regulador⁷⁶. Entende-se como “*Cease and Desist*”, conforme regulada pela Seção 8A do *Securities Act*, a ordem que pode ser emitida pela SEC caso verifique que

⁷⁴ US SECURITIES. **What We Do**. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/what-we-do> acesso 9 de out. de 2022.

⁷⁵ HIGGINS, Matthews J. **Munchee Inc.: A Turning Point for the Cryptocurrency Industry**. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/214583027.pdf> acesso 10 de out. de 2022.

⁷⁶ UNITED STATES OF AMERICA. **ORDER INSTITUTING CEASE-AND-DESIST PROCEEDINGS PURSUANT TO SECTION 8A OF THE SECURITIES ACT OF 1933, MAKING FINDINGS, AND IMPOSING A CEASE-AND-DESIST ORDER**. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf> acesso 10 de out. de 2022.

alguém está violando, violou ou está prestar a violar qualquer uma de suas regulações, após ter devidamente cientificado o responsável e dado oportunidade para ele ser ouvido, contendo as suas conclusões e requerendo que o responsável pare e desista de infringir certa regulação.⁷⁷

Partindo para a análise da ordem⁷⁸, a SEC argumentou, primeiramente, a expectativa de obtenção de ganho futuro com os *tokens*, argumentando que os recursos obtidos com o ICO seriam utilizados para a construção do “ecossistema” da Munchee, criando mais demanda para os *tokens* e, por consequência, aumentando o seu valor. O mencionado “ecossistema” era parte dos planos da Munchee para o aplicativo, de forma que os usuários pudessem comprar serviços (propagandas) da Munchee utilizando o *MUN token*, recrutar novos restaurantes para aceitarem *MUN tokens* como pagamento e recompensar usuários pelas suas avaliações. A Munchee também pretendia assegurar que seria possível a negociação dos *tokens* em mercados secundários.

Em seguida, argumentou que a expectativa de lucro advinha do esforço de terceiros, que seriam os responsáveis pela criação do “ecossistema” e da sua negociação em mercados secundários.

Dessa forma, o regulador entendeu que os *MUN Tokens* eram valores mobiliários, mais especificamente, contratos de investimentos coletivos.

Em uma inovadora decisão da SEC⁷⁹ de julho de 2022, um ex-funcionário da Coinbase, a maior corretora de criptomoedas dos Estados Unidos, e outras duas pessoas, foram acusadas de realizar *insider trading* com criptoativos, demonstrando novo entendimento de que as leis, antes apenas aplicáveis aos tradicionais valores mobiliários, podem também ser aplicáveis às criptomoedas. O ex-funcionário da empresa, empregado do departamento responsável pela listagem dos ativos na plataforma, tinha informações privilegiadas acerca das criptomoedas que começariam a ser negociadas pela Coinbase. Dessa forma, ele transmitia essas informações para os outros dois amigos, que compravam as referidas criptomoedas antes da divulgação de negociação pela plataforma. A SEC justificou a sua jurisdição afirmando que alguns dos ativos negociados eram valores mobiliários, no entanto, não existe nenhum tipo de denúncia, ou ordem para que a Coinbase deixe de negociar criptomoedas considerados valores mobiliários.

⁷⁷ GOVINFO. **SECURITIES ACT OF 1933**. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> acesso 11 de out. de 2022.

⁷⁸ GOVINFO. **SECURITIES ACT OF 1933**. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> acesso 11 de out. de 2022.

⁷⁹ US SECURITIES. SEC Charges Former Coinbase Manager, Two Others in Crypto Asset Insider Trading Action. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-127> acesso 08 de out. de 2022.

3.4. A experiência de El Salvador

O pequeno país da América Central foi o primeiro do mundo a adotar o *Bitcoin* como moeda de curso legal, forçando todo o país a aceitar pagamento na criptomoeda, a outra moeda do país é o dólar dos Estados Unidos. O esforço para a sua adoção vem do presidente do país, Nayib Bukele, um jovem entusiasta que acredita no potencial do *Bitcoin* para mudar o mundo.

Em 8 de junho de 2021, a assembleia legislativa de El Salvador aprovou a “*Ley Bitcoin*”, aprovando o status de moeda legal do *Bitcoin* dentro do país, com destaque para as seguintes disposições⁸⁰: (i) preços podem ser expressos em *Bitcoin*; (ii) qualquer imposto ou taxa pode ser pago em *Bitcoin*; (iii) operações de câmbio com *Bitcoin* não serão taxadas à título de ganho de capital; (iv) todo agente econômico deve ser aceitar *Bitcoin* como pagamento caso oferecido pelo adquirente do produto ou serviço; (v) o Estado vai fornecer mecanismos para possibilitar a imediata e instantânea conversão de *Bitcoins* para dólares; e (vi) qualquer obrigação em dinheiro expressa em dólares antes da aprovação da lei pode ser paga em *Bitcoins*.

A adoção inicial contou com investimentos do governo na casa dos US\$ 225 milhões de dólares americanos, incluindo o lançamento de um aplicativo chamado “Chivo”, uma *wallet* criada pelo governo para ser utilizada para a compra e transferência de *Bitcoins* ou dólares. Além disso, cada salvadorenho que comesse a utilizar a plataforma teria um crédito de US\$ 30 dólares e grandes quiosques para promover a *wallet* foram instaladas no país. A administração defende que o *Bitcoin* e o Chivo possibilitarão a inserção da população a novos serviços financeiros, o governo estima que 70% dos salvadorenhos não tinham acesso aos tradicionais serviços financeiros.

No ano passado o presidente de El Salvador afirmou que o país estava se preparando para emitir títulos soberanos em *Bitcoins*, principalmente para financiar a construção de uma cidade que funcionaria como um *hub* mundial do *Bitcoin* e utilizaria apenas energia geotérmica (proveniente de atividade vulcânica). Meses depois, o título é simplesmente tratado como um título de dívida corporativo securitizado que será lançado na *blockchain* e o governo busca aprovação do congresso para viabilizar a emissão.

Quase um ano após a aprovação da lei pouco se sabe sobre os reais efeitos do *Bitcoin* na economia de El Salvador, fato é que a conjuntura econômica do país se agravou intensamente

⁸⁰ ROY, Avik. **El Salvador’s Bitcoin Law**: Full English Text. Disponível em: <https://freopp.org/el-salvadors-bitcoin-law-full-proposed-english-text-9a2153ad1d19> acesso 09 de out. de 2022.

com o aumento de sua dívida pública, a diminuição do seu rating pela Fitch Ratings e a adoção de um plano para recomprar títulos soberanos, tudo isso somado a enorme desvalorização que o setor das criptomoedas vem sofrendo, principalmente o *Bitcoin*.

4. PROJETOS DE LEI NO CONGRESSO NACIONAL E SEUS DESAFIOS

4.1. O Projeto de Lei nº 4401/21

Conforme abordado anteriormente, vários projetos de lei vêm sendo discutidos nos últimos anos no Congresso Nacional, o de maior relevância, e que inclusive já foi aprovado pelo Senado Federal é o Projeto de Lei. Conforme a sua ementa, ele dispõe sobre: “diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais”⁸¹ e aguarda votação pela Câmara dos Deputados.

Segundo o artigo de Allan de Genaro e Paula Astorino inserido no manual: Criptoativos – Estudos Regulatórios e Tributários:

As necessidades de regulação de um determinado mercado decorrem da existência de falhas de mercados que impedem a alocação eficiente de recursos e/ou a transferência de risco entre os agentes envolvidos em uma transação.⁸²

Os autores continuam dizendo que a regulação “é uma condição necessária, mas não suficiente para garantir que os mercados funcionem de maneira plena”,⁸³ vide a Crise de 2008, ou seja, mesmo que exista regulação, crises e solavancos podem – e vão - acontecer. Quando tratamos de criptoativos, ainda é relativamente difícil entender as exatas falhas do seu mercado para que sejam propostas regulações totalmente eficazes. No entanto, como sugerem os autores, uma das soluções a serem adotadas é tentar “determinar a similaridade do novo ativo/moeda com aqueles já existentes”⁸⁴ e prever regulações que já funcionam para esses outros ativos, respeitando os limites e o ambiente que deram origem aos criptoativos.

⁸¹ SENADO. **COMPLEMENTAÇÃO DE VOTO AO RELATÓRIO APRESENTADO NO PLENÁRIO SOBRE O PROJETO DE LEI Nº 3825/2019**. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9135906&ts=1653562813260&disposition=inline> acesso 12 de out. de 2022.

⁸² KARNAREK, Pedro Eroles Luciana Moreira; ROBINSON, Lorena Coelho; CALDAS, Marina Martini; LEIVA, Camila Merino Moya; CUNHA, Pedro Henrique Marques da. Iniciativas do Comitê de Basileia para Regulamentação de Criptoativos. In: PINTO, Alexandre Evaristo; EORLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga. Coord. In: **Criptoativos: Estudos regulatórios e tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.p.327.

⁸³ KARNAREK, Pedro Eroles Luciana Moreira; ROBINSON, Lorena Coelho; CALDAS, Marina Martini; LEIVA, Camila Merino Moya; CUNHA, Pedro Henrique Marques da. Iniciativas do Comitê de Basileia para Regulamentação de Criptoativos. In: PINTO, Alexandre Evaristo; EORLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga. Coord. In: **Criptoativos: Estudos regulatórios e tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.p.327.

⁸⁴ KARNAREK, Pedro Eroles Luciana Moreira; ROBINSON, Lorena Coelho; CALDAS, Marina Martini; LEIVA, Camila Merino Moya; CUNHA, Pedro Henrique Marques da. Iniciativas do Comitê de Basileia para Regulamentação de Criptoativos. In: PINTO, Alexandre Evaristo; EORLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga. Coord. In: **Criptoativos: Estudos regulatórios e tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.p.327.

O Brasil está avançando de forma ágil na busca pelo seu marco regulatório se comparado com os demais países do mundo, e ainda buscando definir que é possível fazê-lo dando liberdade para que ajustes sejam feitos sem a necessidade do prosseguimento do rito ordinário do Congresso Nacional, demora que poderia impossibilitar o crescimento de novos negócios no país. É mister que a regulação seja fluída, possibilitando rápidos ajustes e correções em uma indústria que demonstra a cada dia inovações em seus processos e resultados, os quais nunca foram regulados.

Nesse sentido, o Projeto de Lei vem trazendo definições e a estrutura geral da regulação pretendida, mas deixando enorme abertura para que a grande parte das definições e das regras de fato sejam impostas pelo Poder Executivo, ou órgão designado para este fim, em momento posterior à sua conversão em Lei.

Abaixo o texto integral dos pontos mais importantes do Projeto de Lei, conforme o Substitutivo aprovado pelo Senado Federal em 26 de abril de 2022:⁸⁵

Art. 1º Esta Lei dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais. Parágrafo único. O disposto nesta Lei não se aplica aos ativos representativos de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e não altera nenhuma competência da Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 2º As prestadoras de serviços de ativos virtuais somente poderão funcionar no país mediante prévia autorização de órgão ou entidade da Administração Pública Federal.

Parágrafo único. Ato do órgão ou da entidade da administração pública federal a que se refere o caput estabelecerá as hipóteses e os parâmetros em que a autorização de que trata o caput deste artigo poderá ser concedida mediante procedimento simplificado.

Art. 3º Para os efeitos desta Lei, considera-se ativo virtual a representação digital de valor que pode ser negociada ou transferida por meios eletrônicos e utilizada para realização de pagamentos ou com propósito de investimento, não incluídos:

- I - moeda nacional e moedas estrangeiras;
- II - a moeda eletrônica, nos termos da Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013;
- III - instrumentos que provejam ao seu titular acesso a produtos ou serviços especificados ou a benefício proveniente desses produtos ou serviços; e
- IV - representações de ativos cuja emissão, escrituração, negociação ou liquidação esteja prevista em lei ou regulamento.

§ 1º Competirá a órgão ou entidade da Administração Pública Federal definido em ato do Poder Executivo estabelecer quais serão os ativos financeiros regulados, para fins desta Lei.

§ 2º Fica autorizada a abertura de conta em prestadoras de serviços de ativos virtuais e a realização de operações com ativos virtuais e seus produtos derivados por órgãos e entidades da administração pública, nas hipóteses previstas em regulamento a ser editado por ato do Poder Executivo.

⁸⁵ SENADO. COMPLEMENTAÇÃO DE VOTO AO RELATÓRIO APRESENTADO NO PLENÁRIO SOBRE O PROJETO DE LEI Nº 3825/2019. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9135906&ts=1653562813260&disposition=inline> acesso 12 de out. de 2022.

Art. 4º A prestação de serviço de ativos virtuais deve observar as seguintes diretrizes, segundo parâmetros a serem estabelecidos pelo órgão ou pela entidade da Administração Pública Federal definido em ato do Poder Executivo:

- I - livre iniciativa e livre concorrência;
- II - controlar e manter de forma segregada os recursos aportados pelos clientes;
- III - boas práticas de governança, transparência nas operações e abordagem baseada em riscos;
- IV - segurança da informação e proteção de dados pessoais;
- V - proteção e defesa de consumidores e usuários;
- VI - proteção à poupança popular;
- VII - solidez e eficiência das operações; e
- VIII - prevenção à lavagem de dinheiro, ocultação de bens, direitos e valores, combate à atuação de organizações criminosas, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa, em alinhamento com os padrões internacionais.

Art. 5º Considera-se prestadora de serviços de ativos virtuais a pessoa jurídica que executa, em nome de terceiros, pelo menos um dos serviços de ativos virtuais, entendidos como:

- I - troca entre ativos virtuais e moeda nacional ou moeda estrangeira;
- II - troca entre um ou mais ativos virtuais;
- III - transferência de ativos virtuais;
- IV - custódia ou administração de ativos virtuais ou de instrumentos que possibilitem controle sobre ativos virtuais; ou
- V - participação em serviços financeiros e prestação de serviços relacionados à oferta por um emissor ou venda de ativos virtuais.

Parágrafo único. O órgão ou a entidade da Administração Pública Federal indicado em ato do Poder Executivo poderá autorizar a realização de outros serviços que estejam, direta ou indiretamente, relacionados à atividade da prestadora de serviços de ativos virtuais de que trata o caput deste artigo.

Art. 6º Ato do Poder Executivo atribuirá a um ou mais órgãos ou entidades da Administração Pública Federal a disciplina do funcionamento e a supervisão da prestadora de serviços de ativos virtuais.

Art. 7º Compete ao regulador indicado em ato do Poder Executivo federal:

- I - autorizar funcionamento, transferência de controle, fusão, cisão e incorporação da prestadora de serviço de ativos virtuais.
 - II - estabelecer condições para o exercício de cargos em órgãos estatutários e contratuais em prestadora de serviço de ativos virtuais e autorizar a posse e o exercício de pessoas para cargos de administração.
 - III - supervisionar a prestadora de serviço de ativos virtuais e aplicar as disposições da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, em caso de descumprimento desta Lei ou de sua regulamentação;
 - IV - cancelar ou suspender, mediante processo administrativo com o devido processo legal, as autorizações de que se trata os incisos I e II deste artigo, ressalvadas as garantias constitucionais de todos os envolvidos.
 - V - dispor sobre as hipóteses em que as atividades ou operações de que trata o art. 3º desta Lei serão incluídas no mercado de câmbio ou em que deverão se submeter à regulamentação de capitais brasileiros no exterior e capitais estrangeiros no País.
- Parágrafo único. O órgão ou a entidade da Administração Pública Federal de que trata o caput deste artigo definirá as hipóteses que poderão provocar o cancelamento previsto no inciso IV do caput deste artigo e o respectivo procedimento.
- (...)

Art. 9º O órgão ou a entidade da Administração Pública Federal de que trata o caput do art. 2º desta Lei estabelecerá condições e prazos, não inferiores a 6 (seis) meses, para adequação das prestadoras de serviços de ativos virtuais que estiverem em atividade às disposições desta Lei e às normas por ele estabelecidas.

Parágrafo único. As prestadoras de serviços de ativos virtuais que estiverem em atividade na data da publicação desta Lei poderão continuar a exercê-la enquanto não proferida decisão final acerca do processo de autorização pelo órgão ou pela entidade da Administração Pública Federal definido em ato do Poder Executivo, desde que estejam regularmente cadastradas no Sistema de Controle de Atividades Financeiras, para fins de cumprimento da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, e no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), da Secretaria da Receita Federal do Brasil, cumprindo a legislação fiscal brasileira, sob pena de indeferimento da autorização a que se refere este artigo.

Art. 10. O Decreto-Lei nº 2.848, de 07 de dezembro de 1940 (Código Penal) passa a vigorar acrescido do seguinte artigo 171-A: “Fraude em prestação de serviços de ativos virtuais, valores mobiliários ou ativos financeiros

Art. 171-A. Organizar, gerir, ofertar carteiras ou intermediar operações envolvendo ativos virtuais, valores mobiliários ou quaisquer ativos financeiros com o fim de obter vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento.

Pena – reclusão, de 4 (quatro) a 8 (oito) anos e multa.”

Art. 11. O parágrafo único do art. 1º da Lei no 7.492, de 16 de junho de 1986, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 1º

Parágrafo único.

.....

II – a pessoa jurídica que oferece serviços referentes a operações com ativos virtuais, inclusive intermediação, negociação ou custódia.

III - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual. “(NR)

Art. 12. A Lei no 9.613, de 3 de março de 1998, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 1º

.....

§ 4º A pena será aumentada de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) se os crimes definidos nesta Lei forem cometidos de forma reiterada, por intermédio de organização criminosa ou por meio da utilização de ativo virtual

.....” (NR)

“Art. 9º

.....

Parágrafo Único.

.....

XIX – as prestadoras de serviços de ativos virtuais.” (NR)

“Art.10.

.....

II - manterão registro de toda transação em moeda nacional ou estrangeira, títulos e valores mobiliários, títulos de crédito, metais, ativos virtuais, ou qualquer ativo passível de ser convertido em dinheiro, que ultrapassar limite fixado pela autoridade competente e nos termos de instruções por esta expedidas;

.....” (NR)

Art. 13. Aplicam-se às operações conduzidas no mercado de ativos virtuais, no que couber, as disposições da Lei no 8.078, de 11 de setembro de 1990, e suas alterações.

§ 1º As prestadoras de serviços de ativos virtuais deverão manter a segregação patrimonial dos recursos financeiros, ativos virtuais e respectivos lastros de titularidade própria daqueles detidos por conta e ordem de terceiros.

§ 2º Os recursos financeiros, ativos virtuais e respectivos lastros detidos por conta e ordem de terceiros não respondem, direta ou indiretamente, por nenhuma obrigação das pessoas jurídicas mencionadas no caput, não podem ser objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial em função de débitos de responsabilidade destas últimas.

§ 3º Os recursos financeiros, ativos virtuais e respectivos lastros detidos por conta e ordem de terceiros não integrarão o patrimônio das pessoas jurídicas mencionadas no § 1º e:

- I – não podem ser dados em garantia de obrigações assumidas por elas;
 - II - não compõem o ativo das prestadoras de serviços de ativos virtuais e não se sujeitam à arrecadação nos regimes especiais das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, à recuperação judicial e extrajudicial, à falência, à liquidação judicial e extrajudicial ou a qualquer outro regime de recuperação ou dissolução a que seja submetida; e
 - III – deverão ser restituídos na hipótese de decretação de falência, ou qualquer regime de concurso de credores, na forma prevista no art. 85, da Lei no 11.101, de 9 fevereiro de 2005.
- (...)

Art. 15. Até 31 de dezembro de 2029, ficam reduzidas a 0 (zero) as alíquotas dos seguintes tributos, devidos sobre a importação, a industrialização ou a comercialização de máquinas (hardware) e ferramentas computacionais (software) utilizadas nas atividades de processamento, mineração e preservação de ativos virtuais desenvolvidas por pessoas jurídicas de direito privado:

- I - Contribuição para o PIS/PASEP;
- II - Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS;
- III - Imposto de Importação - II; e
- IV - Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI.

§ 1º As reduções de alíquotas previstas no caput deste artigo aplicam-se exclusivamente às máquinas e ferramentas destinadas a empreendimentos que utilizarem em suas atividades 100% (cem por cento) de sua necessidade de energia elétrica de fontes renováveis e que neutralizem 100% (cem por cento) das emissões de gases de efeito estufa (GEE) oriundas dessas atividades.

(...)

Art. 16. Esta Lei entra em vigor após decorridos 180 (cento e oitenta) dias de sua publicação oficial, exceto no que tange ao disposto no parágrafo único do art. 9º, que passa a vigorar na data de sua publicação.

Dentre as principais proposições do Projeto de Lei, podem-se destacar as seguintes características:

I. Definição de ativo virtual: “representação digital de valor que pode ser negociada ou transferida por meios eletrônicos e utilizada para realização de pagamentos ou com propósito de investimento (...)”⁸⁶. A criação de definições é um dos pontos mais relevantes de qualquer regulação que busque tratar de criptomoedas, em virtude da grande discussão envolvendo a sua compatibilização com conceitos já existentes.

II. Prestação de serviços de ativos virtuais: tema mais tratado pelo projeto, inserindo as *Exchanges* no campo da regulação estatal, principalmente ao estabelecer que elas só poderão funcionar no Brasil mediante autorização, conforme ato do Poder Executivo que regulará o processo de autorização. Ato do Poder Executivo atribuirá a disciplina do funcionamento e a

⁸⁶ SENADO. COMPLEMENTAÇÃO DE VOTO AO RELATÓRIO APRESENTADO NO PLENÁRIO SOBRE O PROJETO DE LEI Nº 3825/2019. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9135906&ts=1653562813260&disposition=inline> acesso 12 de out. de 2022.

supervisão da prestadora de serviços de ativos virtuais, ou seja, cabe aguardarmos a sanção do Projeto de Lei para termos a definição de quem será o escolhido para a regulação das *Exchanges*.

III. Diretrizes para prestação de serviços de ativos virtuais: as maiores preocupações do Projeto de Lei se refletem nos princípios a serem observados pelas *Exchanges* ao operarem no Brasil. Existe um grande esforço para trazer às suas operações, elementos de governança, proteção à poupança popular e prevenção a lavagem de dinheiro, visto a falta de transparência das principais *Exchanges* do mundo que operam em território nacional. Os princípios são essenciais para guiar o Poder Executivo nas regulações posteriores, a doutrina em suas análises e a jurisprudência em eventuais disputas judiciais.

IV. Disposições posteriores: Conforme o proposto pelo projeto, o Poder Executivo, ou órgão por ele encarregado, serão responsáveis pela mais específica e importante normatização, conforme segue, entre outras: (i) estabelecer hipóteses e parâmetros para a concessão de procedimento simplificado de autorização de funcionamento de *Exchanges*; (ii) estabelecer quais os ativos financeiros regulados para fins da lei; (iii) estabelecer parâmetros para o funcionamento das *Exchanges*; e (iv) atribuir a um ou mais órgãos a disciplina do funcionamento e supervisão das *Exchanges*, tendo o regulador a competência de autorizar funcionamento, autorizar posse de cargos da administração, cancelar ou suspender autorização de funcionamento, entre outras.

V. Adequação das *Exchanges*: o Poder Executivo ficará encarregado de estabelecer as condições e os prazos para adequação das *Exchanges* as novas normas, que não podem ser inferiores a 6 meses. Importante que o Poder Executivo estabeleça prazo razoável para adequação à regulação, de forma a não desencorajar as *Exchanges* a continuarem com as suas operações no país. Um ponto relevante trazido pelo Projeto de Lei e que pode influenciar algumas *Exchanges* que, nesta data oferecem seus serviços no país, é a obrigação de, para continuar com o exercício regular de suas atividades após a promulgação da lei e até decisão final sobre o seu registro, estar regularmente cadastrada no Sistema de Controle de Atividades Financeiras e no CNPJ.

VI. Lavagem de Dinheiro, Fraude e demais atividades ilícitas: Consoante com os tópicos anteriores, o Projeto de Lei visa implementar implicações penais mais claras aos infratores. Caso aprovado: (i) o Código Penal será alterado para inserir um artigo especificamente se tratando de fraude em prestação de serviços de ativos virtuais, valores mobiliários ou ativos financeiros; (ii) a Lei nº 7.492/86 (Crimes contra o sistema financeiro nacional) será alterado para equiparar as *Exchanges* às instituições financeiras; e (iii) a Lei nº

9.613/98 (Crimes de Lavagem de Dinheiro) será alterada para qualificar o crime de ocultação ou dissimulação de natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou propriedade de bens, direitos ou valores provenientes de infração penal, caso exista a utilização de ativos virtuais.

O Comitê de Basileia, “fórum internacional para a discussão e formulação de recomendações e princípios aplicáveis à regulamentação prudencial e à cooperação para supervisão bancária”⁸⁷, que tem como membro o BACEN, divulgou em março de 2019 um comunicado com o intuito de estabelecer algumas expectativas para as instituições financeiras “em jurisdições nas quais as exposições a criptoativos e a prestação de serviços a eles relacionados não sejam vedadas pelos órgãos reguladores locais”⁸⁸. Entre as expectativas se destaca a importância internacional do combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo, logo, é indispensável o posicionamento do Brasil nesse quesito.

No entanto, verificamos que o Projeto de Lei possui falhas e algumas lacunas que poderiam ser corrigidas.

4.2. Desafios do Projetos

Conforme abordado no tópico anterior, o Projeto de Lei insere com sucesso elementos para regularizar as *Exchanges* no território brasileiro, no entanto, carece a discussão de pontos sempre centrais nas discussões sobre criptoativos, principalmente sobre a sua natureza, sua regulação e a natureza da relação entre os investidores e as *Exchanges*.

Primeiramente tratando sobre a natureza dos criptoativos, embora o Projeto de Lei defina o conceito de “ativos virtuais”, a sua natureza ainda permanece vaga, ou seja, o Projeto de Lei não define, expressamente se ativos virtuais são, ou não são, valores mobiliários, ou se eles se encaixam sobre um novo conceito. Fato é que, expressamente, o Projeto de Lei diz: **(a)** não alterar a competência da CVM; e **(b)** que o disposto ali não se aplica aos valores mobiliário representativos de valores mobiliários, logo, pode ser auferido que ativos virtuais não são valores mobiliários, exceto aqueles que venham a representar ou tomar alguma forma de valor

⁸⁷ GENARO, Alan; ASTORINO, Paula. **Regulação de Criptoativos**: É melhor falhar não originalidade ou ter sucesso na imitação? In: PINTO, Alexandre Evaristo; EORLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga. Coord. In: **Criptoativos**: Estudos regulatórios e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2021.p.351.

⁸⁸ GENARO, Alan; ASTORINO, Paula. **Regulação de Criptoativos**: É melhor falhar não originalidade ou ter sucesso na imitação? In: PINTO, Alexandre Evaristo; EORLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga. Coord. In: **Criptoativos**: Estudos regulatórios e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2021.p.352.

mobiliário. Essa interpretação é positiva dado que mantém as criptomoedas, de certa forma, desreguladas, regulando apenas a sua negociação.

Em segundo lugar, o Projeto de Lei carece de definições tributárias, é importante para o mercado, de forma geral, que haja uma definição clara sobre as alíquotas e a forma de tributação a ser adotada, a Instrução Normativa nº 1.888 da Receita Federal é considerada complexa e de difícil cumprimento. A seguir enumeraremos alguns tópicos que seriam bem-vindos ao Projeto de Lei: (i) definição das obrigações das *Exchanges* perante a Receita Federal; (ii) nível de compartilhamento desejado de informações dos usuários e de suas transações com a Receita Federal; e (iii) esclarecimento sobre as alíquotas a serem aplicadas quando da tributação desses ativos.

Em terceiro lugar, o Projeto de Lei deixou de lado a proteção aos próprios usuários das *Exchanges*, o Projeto de Lei deveria tratar de forma específica sobre a proteção à privacidade do usuário por meio da aplicação das normas da Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD) e da sua relação de consumidor perante as *Exchanges*, com aplicação do Código de Defesa do Consumidor (CDC).

Por fim, o Projeto de Lei compreende progresso no combate e no enfrentamento de fraudes com a utilização de criptoativos, uma inclusão que seria importante para a legislação brasileira, como bem abordado pelo Professor de Direito da Fundação Getúlio Vargas, Guilherme Forma Klafke, “seria uma previsão específica para a destinação de criptomoedas apreendidas pelo Poder Público e provenientes de atividades ilícitas”⁸⁹, além da obrigação do fornecimento da chave privada dos criptoativos apreendidos, já que, a falta do conhecimento da chave privada, impossibilita a transação desses criptoativos pelas autoridades.

4.3. Mutabilidade do Mercado dos Criptoativos

Conforme abordado anteriormente, o mercado de criptoativos é extremamente mutável, com inovações e novos desdobramentos da tecnologia, principalmente através do *blockchain*, sendo criados a cada dia. Desde 2009, podemos citar inúmeras inovações nesse sentido, entre elas, o próprio *Bitcoin*, o Ethereum e seu ecossistema, a *DeFi* (*Decentralized Finance* –

⁸⁹ KLAFFE, Guilherme Forma. **Regulação das criptomoedas pelo Congresso: como o projeto de lei a ser aprovado responde a desafios atuais?** Disponível em: <https://portal.fgv.br/artigos/regulacao-criptomoedas-pelo-congresso-projeto-lei-ser-aprovado-responde-desafios-atuais> acesso 11 de out. de 2022.

Finanças Descentralizadas), os *NFTs*, os CBDC, o Metaverso, as *Exchanges* e os *Smart Contracts*, entre outros.

Tamanha inovação em um ritmo tão frequente advém de pouca ou nenhuma regulação, logo, é necessária liberdade no mercado para que esses produtos possam se desenvolver e criar ambientes disruptivos. É mister que, em casos específicos, regulações sejam implementadas de modo a melhorar o ambiente de mercado dos usuários, sempre de forma a não trazer atrasos às novas tecnologias ou amarras que possam desestabilizar ou desencorajar novas criações.

Por exemplo, quando tratamos de DeFi, um sistema de finanças tecnológicas baseado na rede *blockchain*, baseado em uma rede *peer-to-peer*, ou seja, que conecta terceiros sem a utilização de intermediários ou de instituições centralizadoras responsáveis pelo processamento de transferências ou de transações, por exemplo, seria ponderado ter, ao menos, uma regulação comedida de forma a proteger as partes envolvidas. As plataformas de DeFi se popularizaram pela possibilidade da realização de empréstimos de criptoativos, podendo os usuários atuarem também como credores dessas operações, a plataforma conecta usuários que desejam emprestar criptoativos e outros usuários que desejam tomá-los como empréstimo. Usualmente também oferecem serviços de prestação de garantias, em que o tomador cede criptoativos em garantia pela operação realizada.

O Projeto de Lei, ao delegar a regulação das *Exchanges* para certo órgão do Poder Executivo que será escolhido no futuro, podendo este órgão definir as especificidades a serem observadas, inclusive se desejam, ou não, implementar mecanismos mais leves ou rígidos para essas instituições, respeita a mutabilidade das criptomoedas e facilita a realização de ajustes para adaptação advinda de novas realidades, apenas com a realização de Consulta Pública em alguns casos.

5. CONCLUSÃO

Em face ao acima exposto, em que foi discorrido, inclusive, mas não se limitando a: (a) sobre o contexto histórico da criação do *Bitcoin*; (b) o estágio das regulações ao redor do mundo; (c) as decisões da CVM e da SEC em processos envolvendo criptomoedas; (d) o conceito de valor mobiliário e de contrato de investimento coletivo (*Howey Test*); e (e) a análise do Projeto de Lei, podemos observar a crescente importância dos criptoativos e do *blockchain* nas discussões regulatórias ao redor do mundo.

No âmbito nacional, temos manifestações da CVM e da Receita Federal que trazem, não de forma suficiente, certa normatização ao mundo dos criptoativos. O Projeto de Lei, que está sendo discutido no Congresso Nacional, representa um passo extremamente importante para o Brasil, já que podemos ser um dos primeiros países do mundo a definir regras claras para esses ativos.

Conforme reforçado anteriormente, a regulação não deve ser restritiva de modo a sufocar a indústria. É fato que o mercado, de forma geral, não preza por incertezas e sim por estabilidade e segurança jurídica, logo, uma regulação comedida tem o potencial de, inclusive, atrair inovação para o país.

Em conjunto com a regulação, a população deve ser educada de forma que esquemas de pirâmide, conforme os que foram descobertos pela Polícia Federal envolvendo bilhões de reais, sejam mais difíceis de atingir um grande número de pessoas. É também necessário admitir que tal conscientização pode ser mais morosa quando tratamos de criptoativos, uma vez que, de fato houve uma explosiva valorização do *Bitcoin* em um curto período de tempo, fato abrangentemente sabido e que acaba levando pessoas a acreditar em remunerações exorbitantes. No entanto, conforme os *disclaimers* usualmente exigidos pela CVM na divulgação de fundos de investimento: qualquer referência a rentabilidades passadas não significa de qualquer forma a garantia ou previsibilidade de rentabilidades futuras.

Por vezes, também devem ser tecidas críticas a atuação, algumas vezes omissa e demorada da CVM ou a normatização complexa e de difícil observância da Receita Federal. O Parecer de Orientação da CVM parece ser um avanço no seu posicionamento, até agora relativamente distante do mercado, para que busque agir de forma mais rápida, clara, eficaz e segura, nos casos em que ela deve, de fato, intervir. Nessa mesma linha, a Receita Federal deve reformular a Instrução Normativa nº 1.888 para algo próximo da realidade.

Por fim, apesar de tudo, o Brasil parece estar indo no caminho certo da regulação, em linha com as principais diretrizes internacionais.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Banco Central divulga as diretrizes gerais de uma moeda digital para o Brasil.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17398/nota> acesso 18 de set. de 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de Dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm acesso 25 de set. de 2022.

CENTRAL BANK BAHAMAS. **Official Gazette the Bahamas.** 2020. Disponível em: <https://www.centralbankbahamas.com/viewPDF/documents/2020-12-08-14-35-25-Central-Bank-of-The-Bahamas-Act-2020opt.pdf> acesso 18 de set. de 2022.

COIN MARKET CAP. **Bitcoin.** Disponível em: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/historical-data/> acesso: 08 de set. de 2022.

COIN MARKET. **Global Cryptocurrency Charts.** Total Cryptocurrency Market Cap. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/charts/> acesso: 04 de set. De 2022.

CONSTANTINE CANON. **Ponzi & Pyramid Schemes.** Disponível em: <https://constantinecannon.com/practice/whistleblower/whistleblower-types/financial-investment-fraud/ponzi-schemes/> acesso 28 de set. de 2022.

CORNELL LAW SCHOOL. **Securities and Exchange Commission V. W. J. Howey Co. Et Al.** Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/328/293> acesso 15 de set. de 2022.

CVM. **Ata da Reunião do Colegiado nº 04 De 30 de janeiro 2018.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2018/20180130_R1.html acesso 25 de set. de 2022.

CVM. **Deliberação CVM 875.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli875.html> acesso 20 de set. de 2022.

CVM. **Deliberação CVM 881.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli881.html> acesso 06 de out. de 2022.

CVM. **ICO - Niobium.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2018/20180130/088818_ManifestacaoSRE.pdf acesso 22 de set. de 2022.

CVM. **Parecer de Orientação CVM 40.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 20 de set. de 2022.

CVM. **Parecer de Orientação CVM 40.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html> acesso 07 de out. de 2022.

CVM. **Processo Administrativo Sancionador CVM N° 19957.003406/2019-91.** Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20201026_PAS_CVM_SEI_19957_003406_2019_91_relatorio_diretor_gustavo_gonzalez.pdf acesso 26 de set. de 2022.

CVM. **Sandbox Regulatório.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html#Pergunta2 acesso 15 de set. de 2022.

EMPIRICUS INVESTIMENTO. **Cripto NFT.** Disponível em: <https://www.empiricusinvestimentos.com.br/investir/fundos-de-investimento/cripto-nft/> acesso 20 de set. de 2022.

FROMBERGER, Mathias; HAFFKE, Lars. **ICO Market Report 2018/2019 – Performance Analysis of 2018's Initial Coin Offerings.** 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3512125#:~:text=M.,-Munich%20%7C%20December%2031&text=In%20this%20market%20report%2C%20we,w,hich%20took%20place%20in%202018. Acesso 22 de set. de 2022.

G1 RIO. **Empresa de Gldison prometia ganho de 10% ao mês; especialista alerta para percentual ofertado.** Disponível em: <https://g1.globo.com/rj/rio-de-janeiro/noticia/2021/08/25/empresa-de-gldison-prometia-ganho-de-10percent-ao-mes-especialista-alerta-para-percentual-ofertado.ghtml> acesso 01 de out. de 2022.

GOVINFO. **Securities Act of 1933.** Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> acesso 11 de out. de 2022.

GUSSON, Cassio. **Mercado Bitcoin consegue aprovação da CVM para lançar plataforma de crowdfunding com tokenização em Ethereum.** Disponível em: <https://cointelegraph.com.br/news/bitcoin-market-gets-cvm-approval-to-launch-crowdfunding-platform> acesso 07 de out. de 2022.

HIGGINS, Matthews J. **Munchee Inc.: A Turning Point for the Cryptocurrency Industry.** Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/214583027.pdf> acesso 10 de out. de 2022.

IGNÁCIO, Bruno. **GAS Consultoria Bitcoin tem R\$ 38 bilhões bloqueados e deixa de pagar clientes.** Disponível em: <https://tecnoblog.net/noticias/2021/09/16/gas-consultoria-bitcoin-tem-r-38-bilhoes-bloqueados-e-deixa-de-pagar-clientes/> acesso 01 de out. de 2022.

IMPrensa Nacional. **Instrução Normativa n° 1.888, de 3 de Maio de 2019.** Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/instru%C3%87%C3%83o-normativa-n%C2%BA-1.888-de-3-de-maio-de-2019-87070039> acesso 03 de out. de 2022.

INVESTOR GOV. **Pyramid Schemes.** Disponível em: <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/pyramid-schemes> acesso 25 de set. de 2022.

KLAFKE, Guilherme Forma. **Regulação das criptomoedas pelo Congresso: como o projeto de lei a ser aprovado responde a desafios atuais?** Disponível em: <https://portal.fgv.br/artigos/regulacao-criptomoedas-pelo-congresso-projeto-lei-ser-aprovado-responde-desafios-atuais> acesso 11 de out. de 2022.

KUMAR, Ananya. **A Report Card on China's Central Bank Digital Currency: the e-CNY.** Disponível em: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/a-report-card-on-chinas-central-bank-digital-currency-the-e-cny/> acesso 27 de set. de 2022.

LAW LIBRARY. **Regulation of Cryptocurrency Around the World: November 2021 Update.** Disponível em: <https://tile.loc.gov/storage-services/service/l1/l1glrd/2021687419/2021687419.pdf> acesso 25 de set. de 2022.

LOMBARDO, Cara, et. al. **Microsoft to Buy Activision Blizzard in All-Cash Deal Valued at \$75 Billion.** Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/microsoft-to-buy-activision-blizzard-games-11642512435> acesso 21 de set. de 2022.

META. **Nosso modo de se conectar evoluiu, e nossa empresa também.** Disponível em: https://about.meta.com/br/meta/?utm_source=about.facebook.com&utm_medium=redirect acesso: 15 de set. de 2022.

MEYER, Raphael. **The Bitcoin whitepaper, explained and commented — section 2: transactions.** Disponível em: <https://meyer-raph.medium.com/the-bitcoin-whitepaper-explained-and-commented-section-2-transactions-327651bb52fa> acesso: 15 de set. de 2022.

MEYER, Raphael. **The Bitcoin whitepaper, explained and commented — section 3: timestamp server.** Disponível em: <https://meyer-raph.medium.com/the-bitcoin-whitepaper-explained-and-comment-section-3-timestamp-server-d5ceb84368a4> acesso: 15 de set. de 2022.

MEYER, Raphael. **The Bitcoin whitepaper, explained and commented — section 4: Proof-of-Work.** Disponível em: <https://meyer-raph.medium.com/the-bitcoin-whitepaper-explained-and-commented-section-4-proof-of-work-ad5ac961a66f> acesso: 15 de set. de 2022.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **CVM alerta sobre atuação irregular no mercado.** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-sobre-atuacao-irregular-no-mercado-3> acesso 05 de out. de 2022.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **CVM multa companhia e administrador por oferta pública irregular de criptoativo – Initial Coin Offering (ICO).** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-multa-companhia-e-administrador-por-oferta-publica-irregular-de-criptoativo--initial-coin-offering--ico--d56786b3639b483e83d6641051dba4d6> acesso 28 de set. de 2022.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Initial Coin Offerings (ICOs).** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offerings--icos--88b47653f11b4a78a276877f6d877c04> acesso 25 de set. de 2022.

MORGAN, J.P. **Opportunities in the metaverse**. How businesses can explore the metaverse and navigate the hype vs. Reality. Disponível em: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/treasury-services/documents/opportunities-in-the-metaverse.pdf> acesso 21 de set. de 2022.

NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> acesso 08 de set. De 2022.

NON FUNGIBLE. **The World's Largest NFT Data Resource**. Navigate through this highly volatile market with confidence. Disponível em: <https://nonfungible.com/> acesso 20 de set. de 2022.

OKABAYASHI, Mitie. **Smart Contracts**: entenda o que são e como funcionam. 2022. Disponível em: <https://launchpad-br.ripio.com/blog/smart-contract> acesso: 04 de set. de 2022.

OSTROFF, Caitlin. **Why Central Banks Want to Create Their Own Digital Currencies Like Bitcoin**. Disponível em: https://www.wsj.com/articles/why-central-banks-want-to-create-their-own-digital-currencies-like-bitcoin-11603291131?mod=article_inline acesso 20 de set. de 2022.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo (SP): Grupo GEN, 2019. 9788597021752. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em: 15 mai. 2022.

PORTAL DO INVESTIDOR. **Oferta pública de distribuição primária e secundária**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html acesso 17 de set. de 2022.

RIGGS, Wagner. **CVM proíbe empresa de ofertar investimento na tokenização de ativos digitais**. Disponível em: <https://portaldobitcoin.uol.com.br/cvm-proibe-empresa-de-ofertar-investimento-na-tokenizacao-de-ativos-digitais/> acesso 06 de out. de 2022.

ROY, Avik. **El Salvador's Bitcoin Law: Full English Text**. Disponível em: <https://freopp.org/el-salvadors-bitcoin-law-full-proposed-english-text-9a2153ad1d19> acesso 09 de out. de 2022.

SABATOVSKI, Emilio. **STF. Pleno. Moeda. Dinheiro. Conceito de moeda, curso legal e curso forçado. Amplas considerações do Min. Eros Grau sobre o tema. Lei 1.807/1953. Lei 4.131/1962, art. 23. Lei 8.880/1994. Dec.-lei 857/1969, arts. 1º e 2º**. Disponível em: <https://www.legjur.com/noticias/1959/stf-pleno-moeda-dinheiro-conceito-de-moeda-curso> acesso 28 de set. de 2022.

SENADO. **Complementação de Voto ao Relatório Apresentado no Plenário sobre o Projeto de Lei nº 3825/2019**. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9135906&ts=1653562813260&disposition=inline> acesso 12 de out. de 2022.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Criptomoedas: um novo passo na construção penal econômica.** Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-jan-12/silveira-criptomoedas-passo-construcao-penal-economica?> Acesso 03 de out. de 2022.

SULLIVAN, Mark. **Microsoft's metaverse vision is becoming clear**—and makes sense. Disponível em: <https://www.fastcompany.com/90716389/microsoft-activision-metaverse> acesso 25 de set. de 2022.

UNITED STATES OF AMERICA. **Order Instituting Cease-and Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order.** Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf> acesso 10 de out. de 2022.

US SECURITIES. **What We Do.** Disponível em: <https://www.sec.gov/about/what-we-do> acesso 9 de out. de 2022.

US SECURITIES. SEC Charges Former Coinbase Manager, Two Others in Crypto Asset Insider Trading Action. **Disponível em:** <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-127> **acesso 08 de out. de 2022.**

VENOSA, Sílvio de S. **Direito Civil - Parte Geral - Vol. 1.** São Paulo: Grupo GEN, 2021. 9788597027181. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597027181/>. Acesso em: 01 mai. 2022.

WHITE PAPER. **NIBIUM COIN.** Disponível em: <https://www.allcryptowhitepapers.com/niobium-coin-whitepaper/> acesso 20 de set. de 2022.

ZETTER, Kim. **Bullion and Bandits: The Improbable Rise and Fall of E-Gold.** Disponível em: <https://www.wired.com/2009/06/e-gold/> acesso 08 de set. de 2022.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Murilo Nami Monteleone

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 31814281, período matutino, turma E, tendo realizado o TCC com o título: Criptoativos e os caminhos legislativos no Brasil e no Mundo

sob a orientação do(a) Professor(a) Armando Luiz Rovai

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 4 de novembro de 2022.

DocuSigned by:
Murilo Nami Monteleone
4F157A331D11437...

Assinatura do discente

Certificado de Conclusão

Identificação de envelope: 3FB7E65AB95048D99D61FAA7808E32CE

Status: Concluído

Assunto: Complete with DocuSign: TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO.pdf

Envelope fonte:

Documentar páginas: 1

Assinaturas: 1

Remetente do envelope:

Certificar páginas: 4

Rubrica: 0

Murilo Monteleone

Assinatura guiada: Ativado

Av Pedroso de Moraes 1201

Selo com Envelopeld (ID do envelope): Ativado

São Paulo, SP SP

Fuso horário: (UTC-03:00) Brasília

mmonteleone@demarest.com.br

Endereço IP: 177.102.26.214

Rastreamento de registros

Status: Original

Portador: Murilo Monteleone

Local: DocuSign

04/11/2022 13:53:43

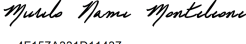
mmonteleone@demarest.com.br

Eventos do signatário**Assinatura****Registro de hora e data**

Murilo Nami Monteleone

murilonami@hotmail.com

Nível de segurança: E-mail, Autenticação da conta (Nenhuma)

DocuSigned by:

 4F157A331D11437...

Enviado: 04/11/2022 13:54:36

Visualizado: 04/11/2022 13:56:14

Assinado: 04/11/2022 13:56:29

Adoção de assinatura: Estilo pré-selecionado

Usando endereço IP: 177.102.26.214

Termos de Assinatura e Registro Eletrônico:

Aceito: 04/11/2022 13:56:14

ID: 02d7985d-f05a-4647-b38f-2621a0c8bcb3

Eventos do signatário presencial	Assinatura	Registro de hora e data
Eventos de entrega do editor	Status	Registro de hora e data
Evento de entrega do agente	Status	Registro de hora e data
Eventos de entrega intermediários	Status	Registro de hora e data
Eventos de entrega certificados	Status	Registro de hora e data
Eventos de cópia	Status	Registro de hora e data
Eventos com testemunhas	Assinatura	Registro de hora e data
Eventos do tabelião	Assinatura	Registro de hora e data
Eventos de resumo do envelope	Status	Carimbo de data/hora
Envelope enviado	Com hash/criptografado	04/11/2022 13:54:36
Entrega certificada	Segurança verificada	04/11/2022 13:56:14
Assinatura concluída	Segurança verificada	04/11/2022 13:56:29
Concluído	Segurança verificada	04/11/2022 13:56:29
Eventos de pagamento	Status	Carimbo de data/hora
Termos de Assinatura e Registro Eletrônico		

ELECTRONIC RECORD AND SIGNATURE DISCLOSURE

From time to time, Demarest Advogados (we, us or Company) may be required by law to provide to you certain written notices or disclosures. Described below are the terms and conditions for providing to you such notices and disclosures electronically through the DocuSign system. Please read the information below carefully and thoroughly, and if you can access this information electronically to your satisfaction and agree to this Electronic Record and Signature Disclosure (ERSD), please confirm your agreement by selecting the check-box next to 'I agree to use electronic records and signatures' before clicking 'CONTINUE' within the DocuSign system.

Getting paper copies

At any time, you may request from us a paper copy of any record provided or made available electronically to you by us. You will have the ability to download and print documents we send to you through the DocuSign system during and immediately after the signing session and, if you elect to create a DocuSign account, you may access the documents for a limited period of time (usually 30 days) after such documents are first sent to you. After such time, if you wish for us to send you paper copies of any such documents from our office to you, you will be charged a \$0.00 per-page fee. You may request delivery of such paper copies from us by following the procedure described below.

Withdrawing your consent

If you decide to receive notices and disclosures from us electronically, you may at any time change your mind and tell us that thereafter you want to receive required notices and disclosures only in paper format. How you must inform us of your decision to receive future notices and disclosure in paper format and withdraw your consent to receive notices and disclosures electronically is described below.

Consequences of changing your mind

If you elect to receive required notices and disclosures only in paper format, it will slow the speed at which we can complete certain steps in transactions with you and delivering services to you because we will need first to send the required notices or disclosures to you in paper format, and then wait until we receive back from you your acknowledgment of your receipt of such paper notices or disclosures. Further, you will no longer be able to use the DocuSign system to receive required notices and consents electronically from us or to sign electronically documents from us.

All notices and disclosures will be sent to you electronically

Unless you tell us otherwise in accordance with the procedures described herein, we will provide electronically to you through the DocuSign system all required notices, disclosures, authorizations, acknowledgements, and other documents that are required to be provided or made available to you during the course of our relationship with you. To reduce the chance of you inadvertently not receiving any notice or disclosure, we prefer to provide all of the required notices and disclosures to you by the same method and to the same address that you have given us. Thus, you can receive all the disclosures and notices electronically or in paper format through the paper mail delivery system. If you do not agree with this process, please let us know as described below. Please also see the paragraph immediately above that describes the consequences of your electing not to receive delivery of the notices and disclosures electronically from us.

How to contact Demarest Advogados:

You may contact us to let us know of your changes as to how we may contact you electronically, to request paper copies of certain information from us, and to withdraw your prior consent to receive notices and disclosures electronically as follows:

To advise Demarest Advogados of your new email address

To let us know of a change in your email address where we should send notices and disclosures electronically to you, you must send an email message to us at demarest@demarestadvogados.com and in the body of such request you must state: your previous email address, your new email address.

If you created a DocuSign account, you may update it with your new email address through your account preferences.

To request paper copies from Demarest Advogados

To request delivery from us of paper copies of the notices and disclosures previously provided by us to you electronically, you must send us an email to demarest@demarestadvogados.com and in the body of such request you must state your email address, full name, mailing address, and telephone number.

To withdraw your consent with Demarest Advogados

To inform us that you no longer wish to receive future notices and disclosures in electronic format you may:

- i. decline to sign a document from within your signing session, and on the subsequent page, select the check-box indicating you wish to withdraw your consent, or you may;

ii. send us an email to and in the body of such request you must state your email, full name, mailing address, and telephone number. . .

Required hardware and software

The minimum system requirements for using the DocuSign system may change over time. The current system requirements are found here: <https://support.docusign.com/guides/signer-guide-signing-system-requirements>.

Acknowledging your access and consent to receive and sign documents electronically

To confirm to us that you can access this information electronically, which will be similar to other electronic notices and disclosures that we will provide to you, please confirm that you have read this ERSD, and (i) that you are able to print on paper or electronically save this ERSD for your future reference and access; or (ii) that you are able to email this ERSD to an email address where you will be able to print on paper or save it for your future reference and access. Further, if you consent to receiving notices and disclosures exclusively in electronic format as described herein, then select the check-box next to ‘I agree to use electronic records and signatures’ before clicking ‘CONTINUE’ within the DocuSign system.

By selecting the check-box next to ‘I agree to use electronic records and signatures’, you confirm that:

- You can access and read this Electronic Record and Signature Disclosure; and
- You can print on paper this Electronic Record and Signature Disclosure, or save or send this Electronic Record and Disclosure to a location where you can print it, for future reference and access; and
- Until or unless you notify Demarest Advogados as described above, you consent to receive exclusively through electronic means all notices, disclosures, authorizations, acknowledgements, and other documents that are required to be provided or made available to you by Demarest Advogados during the course of your relationship with Demarest Advogados.