

Plunct, plact, zum: Tokens, valores mobiliários e a CVM

Isac Costa¹

*Tem que ser selado, registrado, carimbado
Avaliado, rotulado se quiser voar! [...]
Mas já pro seu foguete viajar pelo universo
É preciso meu carimbo dando o sim
-- Raul Seixas, “O Carimbador Maluco”*

Introdução

Neste artigo, procuro reunir informações úteis para acadêmicos e profissionais acerca das consequências jurídicas da oferta irregular de criptoativos e os critérios para averiguar quando os direitos por eles conferidos implicam a sua qualificação como valores mobiliários. Desse modo, empreendedores e seus assessores jurídicos poderão avaliar os riscos dos modelos de negócio pretendidos e adotar as precauções necessárias para evitar sua responsabilidade em processos administrativos sancionadores conduzidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Após esta introdução, o texto se divide em quatro seções, sucedidas por uma síntese conclusiva. Na primeira seção, descrevo a relação entre Bitcoin, tecnologias de registro distribuído e *tokens*, introduzindo os principais conceitos para a discussão proposta. Na segunda seção, explico como criptoativos podem ser emitidos para financiar projetos. Na terceira seção, apresento o papel da CVM na proteção dos investidores e do regular funcionamento do mercado de capitais. Enfim, na quarta seção, exponho os critérios que vêm sendo utilizados pela CVM para qualificar criptoativos como valores mobiliários.

¹ Doutorando (USP), Mestre (FGV) e Bacharel (USP) em Direito. Engenheiro de Computação (ITA). Ex-Analista de Mercado de Capitais na CVM. Consultor em Regulação Financeira. Professor em cursos de pós-graduação *lato sensu* e educação executiva do Ibmecc e do Insper.

1. Qual a relação entre Bitcoin, tecnologias de registro distribuído e *tokens*?

No primeiro trimestre de 2021, o preço de um Bitcoin superou o um patamar de USD 50 mil (cerca de R\$ 300 mil reais)². O valor total do mercado mundial, obtido pela multiplicação do preço pelo número de Bitcoins existentes ultrapassou USD 1 trilhão, uma cifra maior que a soma do valor de mercado de todas as ações das companhias brasileiras negociadas na bolsa brasileira. Dada a grande variação dos preços – que no mercado costumamos chamar de *volatilidade*³ – é comum haver a indicação, por parte de analistas financeiros e profissionais do mercado, de que o Bitcoin e outros criptoativos representam investimento de alto risco.

O Bitcoin existe desde 2009 e muitos não entendem como seu preço é formado, onde é negociado e quais são os riscos associados. Não há uma empresa por trás de sua emissão e qualquer um pode ingressar na rede e negociar Bitcoins⁴. Ao longo do tempo, outros ativos com características semelhantes foram criados a partir da ideia originária do Bitcoin, passando a ser conhecidos como criptomoedas ou, mais genericamente, criptoativos.

As ideias presentes no sistema desenhado para o funcionamento do Bitcoin foram aproveitadas para diversas aplicações. O elemento central da inovação consiste na possibilidade de armazenar, verificar e inserir dados em uma rede na qual não há uma autoridade central, isto é, a aplicação das regras se dá de forma descentralizada. Cada participante da rede detém uma cópia dos registros e, mesmo que várias dessas cópias sejam perdidas, enquanto houver algumas cópias íntegras, é possível restabelecer o sistema.

A existência de registros replicados pela rede levou à adoção da terminologia tecnologias descentralizadas (*distributed ledger technologies* – DLT)⁵ ou tecnologias de

² As cotações do Bitcoin e de outros criptoativos usualmente são calculadas a partir das diferentes plataformas nas quais ocorre a negociação e uma das principais fontes para consulta é o site CoinMarketCap – www.coinmarketcap.com.

³ Tive a oportunidade de discorrer em maior detalhe sobre o processo de formação de preços em mercado secundário e os conceitos de liquidez e volatilidade no Capítulo 2 de COSTA, Isac Silveira da. *High Frequency Trading (HFT) em Câmera Lenta: Compreender para Regular*. São Paulo: Almedina, 2020.

⁴ Para conceitos básicos sobre Bitcoin e blockchain cf. DANTAS, Robinson Gamba; CARVALHO, Marcos; COSTA, Isac Silveira da. “Você tem alguns minutos para ouvir a palavra do blockchain?” In; COSTA, Isac Silveira da; PRADO, Viviane Muller; GRUPENMACHER, Giovana Treiger (Orgs.). *CryptoLaw: Inovação, Direito e Desenvolvimento*. São Paulo: Almedina, 2020.

⁵ Em inglês, a palavra *ledger* significa livro-razão, um instrumento de escrituração contábil para registro de movimentações financeiras. De forma simplificada, podemos entender que *ledger* é uma planilha, da qual cada participante da rede tem uma cópia para o funcionamento do sistema. Uma das formas de implementar soluções baseadas em tecnologias descentralizadas consiste em armazenar os dados segundo uma cadeia de blocos – daí o nome blockchain – como se as operações fossem pessoas que entrassem em vagões de

registro distribuído⁶. Além do processamento descentralizado de transações e do uso da criptografia para garantir a segurança e a integridade dos dados, essas tecnologias são marcadas pela rastreabilidade das informações, tornando-as atrativas para o registro da propriedade de bens móveis e imóveis, o registro do histórico médico e outros dados pessoais de usuários, o controle de dados sobre operações de mercado financeiro, a verificação da procedência de mercadorias ao longo da cadeia de suprimentos, a captação de recursos pela emissão de títulos de dívida ou de participação e a negociação de ativos financeiros de diversas naturezas, dentre outras aplicações.

Nos exemplos indicados, é comum que exista um sistema central, mantido pelo Estado ou por empresas privadas. As soluções baseadas em sistemas descentralizados viabilizam não apenas um novo paradigma tecnológico, mas também possibilitam a exploração de novos modelos de negócio, garantindo a segurança da informação, e facilitando a auditoria das transações e proteção de dados pessoais.

Com o desenvolvimento desses novos sistemas, surgiram outras criptomoedas para realizar pagamentos e transferências (*payment tokens* ou *cryptocurrencies*), para servir de cupons digitais de consumo de produtos e serviços (*utility tokens*), para financiar projetos como alternativa de investimento (*security tokens*) ou para acompanhar as cotações de moedas estatais (*stablecoins*)⁷.

Esses criptoativos são negociados em ambientes autodenominados *exchanges*. A palavra *exchange* significa “bolsa”, mas as *exchanges* de criptoativos não são propriamente bolsas de valores nem corretoras. A atividade desempenhada por estas empresas é alvo de controvérsia em diversos países, com diferentes respostas acerca de quais normas jurídicas devem ser aplicadas e como os investidores podem ser protegidos⁸.

um metrô (cada vagão seria um bloco). Como esta solução foi utilizada para a criação do Bitcoin, o termo blockchain ficou bastante conhecido e tem sido utilizado como sinônimo de tecnologias descentralizadas.

⁶ Esta é a nomenclatura utilizada na Instrução Normativa RFB nº 1.888/2019 e também no Projeto de Lei do Senado nº 4.207/2020, de autoria da Senadora Soraya Thronicke.

⁷ Cf. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. *Blockchain Primer*. Paris, 2018. Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/OECD-Blockchain-Primer.pdf>. Acesso em 14.04.2020; EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY – ESMA. *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*. Paris, Oct. 19 2018. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/msg-advice-own-initiative-report-initial-coin-offerings-and-crypto-assets>. Acesso em 28 jul. 2021.

⁸ Cf. GRUPENMACHER, Giovana Treiger. *As Plataformas De Negociação De Criptoativos: Uma análise comparativa com as atividades das corretoras e da Bolsa sob a perspectiva da proteção do investidor e da prevenção à lavagem dinheiro*. Dissertação de Mestrado – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/27595>. Acesso em 28 jul. 2021.

Além da falta de regulação, uma das principais preocupações em torno dos criptoativos é a sua associação à prática de atos ilícitos, especialmente pela desnecessidade de identificação dos participantes da rede. De acordo com a ideia original do Bitcoin, não é preciso que você “abra uma conta” e forneça documentos a ninguém e todas as transações podem ser realizadas por meio de endereços numéricos, à semelhança do que ocorre com os e-mails, sem que ninguém saiba quem faz parte da operação. Por essa razão, fala-se em *anonimato* nas transações, mas, na verdade o endereço funciona como um *pseudônimo*, pois, se alguém consegue associar um endereço a uma pessoa, então será possível verificar todas as transações por ela realizadas⁹.

Mas qual a razão pela qual esses criptoativos são criados? E, ainda, como essa tecnologia pode ajudar na inovação no âmbito da oferta de produtos e serviços financeiros, com impacto relevante no desenvolvimento do mercado de capitais? Passo a enfrentar estas questões nas próximas seções.

2. Como criptoativos podem ser emitidos para financiar projetos?

As empresas podem emitir títulos de dívida ou de participação para captar recursos no mercado financeiro. Usualmente, a propriedade e circulação destes títulos é gerenciada por meio de sistemas de informação centralizados controlados por instituições financeiras ou, no caso do mercado de capitais, pela B3.

Para além dos títulos tipificados na legislação – tais como letras financeiras, ações e debêntures – empresas podem oferecer contratos de investimento coletivo – formalizados como mútuos, sociedades em conta de participação ou outros arranjos – a direcionados a agentes econômicos para obter financiamento, dando como contrapartida remuneração em juros, outros direitos econômicos associados ao resultado das operações financiadas ou, ainda, direito de participar do processo decisório das sociedades emissoras.

Com a evolução das tecnologias de registro distribuído, tornou-se possível a emissão de títulos digitais denominados de *tokens*¹⁰, cuja existência e propriedade é

⁹ Essa propriedade do Bitcoin e de diversos outros criptoativos permite sua utilização para a ocultação de valores provenientes de transações ilícitas, como o tráfico de drogas, venda de material protegido por propriedade intelectual, pornografia infantil e outras condutas que são proibidas em alguns países, como apostas em jogos de azar. Ainda, é possível financiar movimentos insurgentes e grupos terroristas por meio desses ativos ou exigir o pagamento de resgates pelo “sequestro de dados”, quando programas maliciosos bloqueiam o acesso de usuários a determinados sistemas.

¹⁰ Importada da língua inglesa, a expressão “*token*” designa a representação do ativo digital. Em uma tradução livre, pode ser compreendida como sendo um “cupom digital”. De acordo com a IOSCO, “tokenização é o processo de representar digitalmente um ativo ou propriedade de um ativo. Esses ativos

assegurada por um sistema descentralizado, independente dos sistemas mantidos pelas instituições financeiras ou pelos Estados.

A captação de recursos via emissão de *tokens* se aproxima de uma oferta pública de valores mobiliários, uma vez que é divulgada a oportunidade de investimento a usuários indeterminados, para que possam financiar certo empreendimento. Como contrapartida aos recursos fornecidos, os participantes da oferta recebem *tokens*, que podem conferir direitos de aquisição de produtos ou serviços fornecidos pelo emissor (*utility tokens*), direitos de participação nos resultados (*security tokens*) ou um *token* híbrido, mesclando os direitos aqui mencionados.

Quando os *tokens* conferidos não permitem ao seu titular uma atuação na gestão do projeto financiado em conjunto com o empreendedor, o investidor tem uma atuação passiva, aguardando os rendimentos do empreendimento – no caso de *security tokens* – ou a finalização do produto ou serviço para sua utilização – no caso de *utility tokens*. Os detentores dos *tokens* podem ainda negociá-los no mercado secundário, com preços determinados pela oferta e demanda, segundo o interesse do mercado pelo empreendimento em questão, conforme o empreendimento vem se desenvolvendo e mais informações são disponibilizadas ao público.

Os modelos de negócio são os mais variados e, por essa razão, a CVM, seguindo o entendimento da SEC nos Estados Unidos da América, se manifestou publicamente afirmando que a caracterização de determinado *token* como valor mobiliário depende da análise das peculiaridades da emissão e dos direitos decorrentes da titularidade do criptoativo.

3. O que a Comissão de Valores Mobiliários tem a ver com a emissão de criptoativos?

O mercado de valores mobiliários tem a função de financiamento da atividade econômica, com alocação dos recursos de agentes superavitários para agentes econômicos que necessitam de uma forma de financiamento mais barata para viabilizar atividades produtivas. Ao contrário do que ocorre no mercado de crédito, onde há um intermediário financeiro, no mercado de valores mobiliários o tomador de recursos se relaciona diretamente com o detentor de poupança. Por isso, o mercado de capitais

podem ser moedas, mercadorias ou valores mobiliários ou propriedades”. Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. Madrid, 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em 28 jul. 2021.

representa o mercado da “desintermediação bancária”. Ao possibilitar a mobilização da poupança diretamente entre as partes, o mercado de capitais desempenha importante papel para o financiamento da atividade empresarial, reduzindo custos para o financiamento do empreendimento quando comparado com empréstimos bancários, possibilitando ao investidor, a oportunidade de aplicação de recursos com maiores expectativas de retorno em razão dos riscos incorridos.

O mercado de capitais é regulado pela CVM, autarquia federal criada pela Lei nº 6.385/1976 – a qual dispõe sobre o âmbito de sua competência, bem como sobre a definição legal de valor mobiliário e regras para o controle da emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários no mercado. Desde a edição da Lei nº 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários é competente para disciplinar as companhias abertas. O critério legal de delimitação da competência da CVM é o conceito de valor mobiliário trazido no art. 2º do referido diploma legal.

A regulação do mercado de capitais se faz necessária na medida em que as relações extrapolam os interesses puramente privados, podendo afetar interesses que exigem proteção social, como a poupança nacional. Adicionalmente, a dinâmica do mercado resulta em distorções conhecidas como falhas de mercado, dentre as quais se destaca a assimetria de informações entre seus participantes, o que leva a disciplina jurídica do mercado a estabelecer um regime de prestação de informações para subsidiar as decisões dos investidores.

Nos termos do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976, toda emissão pública de valores mobiliários requer do ofertante e da instituição distribuidora envolvida, o prévio registro da oferta na CVM para sua distribuição no mercado, instruído com diversos documentos e informações exigidas pelo Anexo II da Instrução CVM nº 400/2003, como, por exemplo, demonstrações financeiras e condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras dos valores mobiliários. A lei determina a participação obrigatória de uma instituição financeira no mercado de capitais para viabilizar a distribuição dos valores mobiliários e proporcionar a mobilização da poupança com maior segurança aos participantes, buscando conferir transparência das informações e possibilitar o controle estatal.

Como medida para garantir a transparência no mercado, há obrigação das empresas emissoras de valores mobiliários tornem públicas uma série de informações que importam para a decisão de investimento e formação de preço dos valores mobiliários. Para isto, a Lei nº 6.385/1976 e as Instruções CVM nº 358/2002 e 480/2009 determinam

que os emissores de valores mobiliários prestem diversas informações periódicas e eventuais, como a ocorrência de fatos relevantes nos negócios que possam influenciar nas decisões dos investidores, relatórios de administração e demonstrações financeiras, as deliberações realizadas em assembleia geral, dentre outras.

A Instrução CVM nº 400/2003 regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, buscando a proteção dos interesses do mercado em geral. Referida instrução impõe requisitos e obrigações de transparência e prestação de informações para alcançar um tratamento mais equânime entre os investidores, a companhia ofertante e as demais pessoas envolvidas na oferta dos valores mobiliários.

A regulação da oferta pública de valores mobiliários tem como preocupação fundamental a qualidade e o conteúdo das informações prestadas ao público pelo emissor e pela instituição financeira responsável pela distribuição. Na medida em que o objetivo da regulação é a proteção do mercado de capitais e dos investidores, exigem-se informações para conhecimento das características do investimento e dos riscos associados à aquisição dos valores mobiliários ofertados. As normas preveem sanções, inclusive na esfera criminal, e até mesmo o cancelamento da oferta no caso de informações insuficientes, falsas ou que induzam os investidores a erro, com o intuito de proteção do mercado e da poupança popular.

A CVM indicou que os ativos virtuais (*tokens*) emitidos no contexto de uma ICO serão tratados como valores mobiliários se o direito que conferir ao investidor for o direito “participação no capital ou em acordos de remuneração pré-fixada sobre o capital investido ou de voto em assembleias que determinam o direcionamento dos negócios do emissor”. A CVM entende que a emissão criptoativos como valores mobiliários, bem como sua negociação em mercado secundário, está sujeita à regulação em vigor, sendo necessária a observação das normas da Instrução CVM nº 400/2003 sobre o registro, prospecto, auditoria independente, informações sobre os riscos do negócio e demais documentos necessários para a realização de uma oferta pública, mesmo que a emissão de valores mobiliários seja realizada no exterior por meio da internet, exceto se não se caracterizarem como ofertas dirigidas ao público residente no Brasil, nos termos dos Pareceres de Orientação CVM nº 32/2005 e 33/2005.

Outra consequência relevante é que, por força dos artigos 15 e 22 da Lei nº 6.385/1976 e da Instrução CVM nº 461/2007, se um dado *token* for considerado como valor mobiliário, sua negociação e intermediação deve ser realizada por meio de

integrantes do sistema de distribuição e os ambientes destinados à negociação poderão ser enquadrados como mercado de bolsa ou mercado de balcão organizado. Nessa hipótese, as *exchanges* nas quais estes valores mobiliários são negociados deverão obter o registro de entidade administradora de mercado de bolsa ou de balcão.

4. Quando um criptoativo é considerado valor mobiliário?

A definição de valores mobiliários no mercado brasileiro encontra-se no artigo 2º da Lei 6.385/1976 e serve para delimitar a incidência das regras sobre mercado de capitais e das normas expedidas pela CVM.

O dispositivo define como valor mobiliário as ações de companhias, debêntures, bônus de subscrição, contratos futuros derivativos de valores mobiliários e as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento, merecendo destaque a redação do inciso IX, que trata dos contratos de investimento coletivo:

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

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.

Por opção legal, estão excluídos do regime jurídico da Lei nº 6.385/1976 para tratamento como valor mobiliário, os títulos da dívida pública e os títulos de responsabilidade de instituições financeiras, excetos as debêntures.

Quando determinado instrumento financeiro não se encontra no rol descrito nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, sua qualificação depende da verificação dos elementos trazidos no inciso IX: (i) a realização de uma oferta pública (com a prática de atos de distribuição pública previstos no § 1º do art. 19 da Lei nº 6.385/1976); (ii) a existência de um título ou contrato de investimento coletivo; (iii) o estabelecimento de um direito de participação, parceria ou remuneração decorrente deste contrato; e (iv) a verificação de que os rendimentos advêm do esforço do empreendedor que capta o investimento ou de terceiros.

Esse teste, inspirado na jurisprudência norte-americana que desenvolveu o conceito de *security* trazido no *Securities Act* de 1933, tem sido utilizado pela CVM para definir a sua competência sobre a oferta pública de contratos de investimento coletivo nas mais diversas hipóteses, tais como contratos de criação de avestruz, cédulas de crédito

bancário (CCB), participação em empreendimentos condo-hoteleiros, créditos de carbono e participação em direitos de jogadores de futebol, entre outros.

Caso a CVM identifique que determinado contrato de investimento coletivo se enquadra nos requisitos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 e que não foi obtido o registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/2003, nem a dispensa de registro prevista no inciso I, do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/2003, então, além da abertura de processo administrativo sancionador, o Colegiado da autarquia emite uma Deliberação informado aos participantes de mercado que a oferta em questão é irregular.

A eventual qualificação de criptoativos como valores mobiliários requer, portanto, a verificação dos elementos contidos na descrição do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976. Vejamos como a CVM tem feito esta análise e, em virtude da adoção de critérios adotados pela SEC, vamos explorar alguns casos apreciados pelo regulador norte-americano.

4.1. A experiência da SEC em matéria de emissões de criptoativos

A primeira manifestação da SEC sobre moedas virtuais ocorreu em 2013¹¹, quando o regulador norte-americano divulgou alerta a respeito de esquemas fraudulentos com ofertas públicas de investimentos em moedas virtuais, mas, em essência, eram pirâmides financeiras. Posteriormente, a SEC alertou¹² novamente os investidores que novas tecnologias trazem duas preocupações relevantes: a possibilidade de fraudes e investimentos de alto risco, inadequados para a maioria dos investidores em geral.

Na primeira manifestação específica sobre emissões de criptoativos¹³, a SEC destacou que, por meio da criação de ativos digitais utilizando tecnologias descentralizadas, certos agentes de mercado estavam captando recursos (em dinheiro ou em outros ativos digitais) para financiar seus projetos e, em alguns casos, tais ativos representavam direitos de participar nos resultados dos empreendimentos ou pagamento

¹¹ UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Investor Alert: Ponzi Schemes Using Virtual Currencies*. Washington, July 23 2013. Disponível em <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/investor-7>. Acesso em 14.05.2020.

¹² UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Investor Alert: Bitcoin and Other Virtual Currency-Related Investments*. Washington, May 7 2014. Disponível em <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/investor-39>. Acesso em 14.05.2020.

¹³ UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Investor Bulletin: Initial Coin Offerings*. Washington, July 25 2017. Disponível em <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-16>. Acesso em 14.05.2020.

de juros. Após a emissão, tais ativos digitais poderiam ser negociados em plataformas eletrônicas (conhecidas como *exchanges*, mas não se confundindo com uma *exchange* regulada pela SEC).

O regulador norte-americano ressaltou que, a depender das circunstâncias do caso e das características dos ativos digitais emitidos, estes poderiam ser caracterizados como *securities* e, portanto, estariam sob a jurisdição da SEC (com a exigência de registro de emissor e registro de oferta pública).

A SEC vem suspendendo diversas emissões de criptoativos¹⁴, destacando a preocupação acerca de informações insuficientes e inadequadas a respeito do emissor, contidas em documentos conhecidos como *whitepapers*.

4.1.1. Caso DAO

DAO¹⁵ é o acrônimo de *Decentralized Autonomous Organization*, um sistema descentralizado baseado na tecnologia *blockchain*, criado por uma empresa alemã. Por meio de DAO *tokens*, os investidores participavam de votações coletivas acerca de projetos que seriam financiados e, em contrapartida, faziam jus aos resultados destes projetos – tinham, portanto, direitos de voto e direitos patrimoniais segundo uma gestão coletiva de recursos. Adicionalmente, os DAO *tokens* poderiam gerar resultados aos seus titulares por meio de negócios realizados em plataformas eletrônicas de negociação, à semelhança de um mercado de bolsa. Não havia limitações quanto à quantidade de DAO *tokens* que poderiam ser emitidos, a quem poderia adquiri-los e ao nível de sofisticação dos adquirentes.

Os pagamentos eram realizados na criptomoeda ether (sigla ETH). Ainda, os titulares de DAO *tokens* poderiam resgatá-los em ETH (e, posteriormente, em dólares, negociando a criptomoeda em *exchanges*) por meio de um processo periódico denominado “DAO split” a cada de 46 dias, aproximadamente. Após a entrada em funcionamento do sistema e a venda dos DAO *tokens* (uma captação equivalente a cerca de USD 150 milhões à época do encerramento da oferta), houve uma invasão que resultou

¹⁴ UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Investor Alert: Public Companies Making ICO-Related Claims*. Washington, Aug 28 2017. Disponível em <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/investor-25>. Acesso em 14.05.2020.

¹⁵ UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. Release No. 81207. Washington, July 25 2017. <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>. Acesso em 14.05.2020.

na apropriação indevida de cerca de 1/3 dos ativos digitais emitidos. A empresa que criou o sistema, então, ofereceu uma espécie de direito de retratação aos investidores.

A SEC concluiu que os DAO *tokens* deveriam ser considerados *securities*¹⁶, pelo que seria aplicável o regime de registro de ofertas e, adicionalmente, sua negociação só poderia ocorrer em um ambiente com registro de mercado de bolsa perante o regulador norte-americano. A SEC entendeu que os adquirentes de DAO *tokens* realizaram um investimento (que não precisa ser em dinheiro, moeda fiduciária), em um empreendimento comum com a expectativa de auferir rendimentos (participação nos resultados dos projetos financiados, resgates periódicos e valorização dos ativos digitais), resultantes do esforço de terceiros, especialmente a empresa que criou o sistema e um conjunto de usuários especiais, denominados “curadores” que realizavam uma espécie de triagem dos projetos que seriam submetidos à votação para obtenção ou não de financiamento.

Para a SEC, as expectativas dos investidores eram resultado do engajamento da empresa por trás do DAO, inclusive de suas ações de marketing, sua participação em fóruns de discussão, respondendo a dúvidas de potenciais investidores (incluindo questionamentos acerca de projeções de crescimento) e da sua experiência na gestão da plataforma e na seleção de projetos candidatos a receber recursos. Ainda, em última instância, os resultados dos projetos selecionados dependeriam do esforço daqueles responsáveis por tais projetos, portanto de terceiros que não os investidores, a despeito do direito de voto e da participação destes no processo decisório.

4.1.2. Caso Munchee

Outro caso enfrentado pela SEC envolve a empresa Munchee e os MUN *tokens*¹⁷, emitidos com o intuito de arrecadar cerca de USD 15 milhões para financiar o desenvolvimento de um aplicativo em que usuários poderiam procurar por restaurantes e fornecer comentários e avaliações sobre suas experiências gastronômicas. No *whitepaper* do projeto, não havia previsão de pagamento de dividendos, juros ou outros proventos.

¹⁶ De acordo com a SEC, “Under Section 2(a)(1) of the Securities Act and Section 3(a)(10) of the Exchange Act, a security includes ‘an investment contract.’ (...) An investment contract is an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others. (...) The ‘touchstone’ of an investment contract ‘is the presence of an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.’”

¹⁷ UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Administrative proceeding No. 3-18304*. Washington, Dec. 11 2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>. Acesso em 14.05.2020.

Os usuários seriam remunerados com MUN *tokens* pelas avaliações postadas, pelas informações sobre os restaurantes e pelas revisões das avaliações elaboradas pelos seus pares. Os MUN *tokens* poderiam ser utilizados para consumo nos restaurantes participantes da rede e restaurantes poderiam pagar por anúncios em MUN *tokens*. Ainda, MUN *tokens* poderiam ser negociados em mercado secundário.

A SEC entendeu que os adquirentes dos MUN *tokens* tinham uma expectativa razoável de obtenção de lucros futuros com base no esforço da Munchee, que atualizaria seu aplicativo e criaria o ecossistema em questão utilizando os recursos captados via ICO. A SEC destacou ainda que no *whitepaper* havia a previsão de que a empresa garantiria a negociação do MUN *token* em mercados secundários e que, ainda, forneceria liquidez negociando seu próprio estoque de *tokens*.

4.1.3. Caso Paragon Coin

A Paragon Coin Inc.¹⁸ foi criada para desenvolver um sistema baseado em *blockchain* para a comercialização de *cannabis* e iniciativas para a descriminalização de seu cultivo e comercialização. A Paragon Coin ofertou o PRG *token*, captando cerca de USD 12 milhões para pouco mais de oito mil investidores. A empresa promoveu a solução em várias redes sociais, incluindo a contratação de uma celebridade para divulgar a oferta e a interação com vários potenciais investidores em websites e fóruns. Após a oferta, a Paragon Coin celebrou vários acordos com *exchanges* de criptoativos para garantir que os PRG *tokens* fossem negociados em mercado secundário.

A quantidade de PRG *tokens* emitidos seria gerenciada pela Paragon Coin para tentar estabilizar sua cotação, buscando valorizar o ativo digital pela criação de escassez e aumento da demanda. Parte dos *tokens* seria mantida na carteira da Paragon Coin para viabilizar o mecanismo de estabilização de preços (um algoritmo de deflação e intervenções com eventuais recompras de *tokens*) e outra parte seria destinada a uma reserva de recursos controlada pelos titulares de PRG *tokens* para investimentos em projetos escolhidos pela comunidade.

Desse modo, concluiu a SEC que os investidores tinham uma expectativa razoável de retorno com a aquisição de PRG *tokens* se a Paragon Coin fosse bem sucedida em seus esforços.

¹⁸ UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Press Release: Two ICO Issuers Settle SEC Registration Charges, Agree to Register Tokens as Securities*. Washington, Nov 16, 2018. Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-264>. Acesso em 14.05.2020.

4.1.4. A SEC e os critérios de aplicação do Howey Test para ativos digitais

Por fim, convém sintetizar as principais conclusões de estudo elaborado pela SEC para a avaliação de contratos de investimento coletivo com base no teste de Howey para ativos digitais.

De acordo com a SEC, moeda não é a única forma de contribuição ou investimento para fins de caracterização de um contrato de investimento coletivo¹⁹. Ou seja, a expressão “*investment of money*” utilizada nos precedentes norte-americanos pode também abarcar pagamentos em quaisquer bens suscetíveis de avaliação econômica, entendimento que já foi adotado pela CVM em diversas ocasiões²⁰.

Ainda, o caráter coletivo do investimento tende a sempre estar presente em emissões de criptoativos, dada a natureza descentralizada das tecnologias envolvidas, havendo, em alguns casos, decisões tomadas em conjunto pelos integrantes do sistema.

Para a SEC, o maior desafio na análise da qualificação de criptoativos como *securities* consiste na determinação da existência de expectativa de rendimentos decorrentes do esforço do empreendedor ou de terceiros. Tais rendimentos podem decorrer da participação de resultados no projeto financiado pela emissão ou, então, pela venda dos criptoativos em mercado secundário, após sua valorização. De acordo com a SEC, é necessário identificar se há uma entidade central ou um grupo de agentes – *Active Participants* (AP) ou, doravante, “participante ativo” – que envidam esforços gerenciais essenciais para o sucesso do empreendimento e que os investidores tenham expectativas de retorno com base nesses esforços.

Esse participante ativo costuma ser responsável pelo desenvolvimento, aprimoramento, operação e promoção da rede compartilhada. Os investidores contam,

¹⁹ “A. The Investment of Money: The first prong of the Howey test is typically satisfied in an offer and sale of a digital asset because the digital asset is purchased or otherwise acquired in exchange for value, whether in the form of real (or fiat) currency, another digital asset, or other type of consideration.”. Ainda, “The lack of monetary consideration for digital assets, such as those distributed via a so-called ‘bounty program’ does not mean that the investment of money prong is not satisfied. (...) As the Commission explained in The DAO Report, ‘[i]n determining whether an investment contract exists, the investment of money need not take the form of cash and ‘in spite of Howey’s reference to an investment of money, it is well established that cash is not the only form of contribution or investment that will create an investment contract.’” Cf. UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*. Washington, Apr 3 2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>. Acesso em 23.04.2020.

²⁰ PAS CVM nº SP2007/111, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 11.11.2014; PA CVM nº 19957.009524/2017-41, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019; PAS CVM nº RJ2016/8381 (19957.008445/2016-32), Dir. Rel. Flavia Sant’Anna Perlingero, j. em 18.02.2020; PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.06.2020.

assim, com a supervisão da rede por parte deste participante ativo para que o sistema funcione como previsto.

Adicionalmente, o participante ativo pode se comprometer a promover a existência de um mercado secundário para a negociação do criptoativo emitido e, ainda, gerenciar o seu preço, por meio de mecanismos de emissão e controle da oferta do criptoativo, com possibilidade de recompras e resgates. O participante ativo decide em quais *exchanges* de criptoativos o *token* será negociado, quando e como serão recompensados os serviços prestados à rede e podem ser protagonistas na validação de transações realizadas.

4.2. A CVM e contratos de investimento coletivo envolvendo criptoativos

Além das manifestações a respeito de emissões de criptoativos, a CVM editou diversas deliberações desde 2017 envolvendo contratos de investimento coletivos relacionados a criptoativos.

Nestes casos, o Colegiado acompanhou as manifestações das áreas técnicas no sentido de que houve investimento de caráter coletivo, oferecido indistintamente ao público em geral, normalmente formalizado pelo aceite de termos e condições de uso no website da oferta ou por instrumentos particulares de compra e venda ou por contrato de aquisição de cota em sociedade em conta de participação, com promessa de rentabilidade periódica e decorrente do esforço dos empreendedores que captavam os recursos.

Com relação a este último critério, dada a relevância da análise dos casos concretos para a caracterização dos contratos de investimento coletivo como valores mobiliários, vale destacar que:

- a) HashCoin²¹ oferecia resultados decorrentes de mineração de criptomoedas, descontados seus custos operacionais e uma comissão;
- b) Alexandria²² distribuía lucros decorrentes de projetos de geração de energia por meio da recompra de *tokens* emitidos;
- c) Atlas Quantum²³ oferecia rendimentos pela execução de operações de arbitragem de criptomoedas, cobrando comissão sobre os lucros obtidos;

²¹ Processo Administrativo CVM nº 19957.011454/2017-91 (Deliberação CVM nº 785/2017).

²² Processo Administrativo CVM nº 19957.011238/2018-27 (Deliberação CVM nº 821/2019).

²³ Processo Administrativo CVM nº 19957.006966/2019-06 (Deliberação CVM nº 826/2019).

- d) Trader Group²⁴ oferecia rendimentos fixos ou variáveis conforme operações realizadas com criptoativos e também distribuição de lucros ao final de cada exercício;
- e) Bitcurrency²⁵ oferecia rendimentos fixos ou variáveis conforme operações realizadas com criptoativos e ainda crédito para operações em uma plataforma de negociação de criptoativos;
- f) Wemake²⁶ oferecia rendimentos com base em mineração de criptomoedas e na negociação algorítmica de criptoativos e distribuição trimestral de lucros;
- g) Stratum²⁷ geria um fundo com um misto de gestão passiva e gestão ativa (90% do patrimônio era uma cesta de criptoativos à semelhança de um fundo de índice, com rebalanceamento mensal e recomposição trimestral, 5% com gestão discricionária em criptoativos e 5% investidos em criptoativos escolhidos por votação dos investidores);
- h) LTX Crypto²⁸ oferecia rendimentos com base em operações com criptoativos ou na gestão de um fundo de criptoativos.
- i) Em 2017, a Bolsa de Moedas Digitais Empresariais de São Paulo (Bomesp) formulou consulta à CVM para saber se a ICO da Niobium Coin²⁹ deveria se submeter a registro³⁰. O projeto em questão envolvia o desenvolvimento de uma plataforma para negociação e intermediação de criptomoedas e, ainda, caixas eletrônicos para moedas virtuais, inclusive com conversão em moeda fiduciária.

O pagamento dos serviços prestados pela Bomesp seria em Niobium Coin, desenvolvida com base na plataforma Ethereum. A Bomesp pontuou que não estaria sendo feita uma oferta de investimento, mas sim uma troca de Bitcoin e Ether por Niobium, sem a criação de nenhum risco ao Sistema Financeiro Nacional. Ainda, não haveria oferta de nenhuma participação, parceria ou remuneração envolvendo a atividade desempenhada pela Bomesp.

A CVM concluiu que a Niobium Coin não era um valor mobiliário, especialmente em razão de não haver remuneração oferecida aos investidores com origem no esforço do empreendedor ou de terceiros. Ao adquirir a Niobium Coin, o investidor estaria diante de

²⁴ Processo Administrativo CVM nº 19957.006056/2018-34 (Deliberação CVM nº 828/2019).

²⁵ Processo Administrativo CVM nº 19957.006645/2019-01 (Deliberação CVM nº 830/2019).

²⁶ Processo Administrativo CVM nº 19957.011236/2018-38 (Deliberação CVM nº 831/2019).

²⁷ Processo Administrativo CVM nº 19957.002336/2019-54 (Deliberação CVM nº 837/2019).

²⁸ Processo Administrativo CVM nº 19957.005770/2019-96 (Deliberação CVM nº 839/2019).

²⁹ O *whitepaper* pode ser obtido em <http://niobiumcoin.io/>. Acesso em 14.05.2020.

³⁰ Processo Administrativo CVM nº 19957.010938/2017-13, j. em 30.01.2018.

um *utility token* para pagar pelos serviços da plataforma e só teria algum tipo de lucro se negociasse os *tokens* em mercado secundário. Não havia promessa de pagamento de participação nos resultados ou algum tipo de remuneração prefixada ou pós-fixada com base no valor investido. Logo, uma eventual valorização dos *tokens* em razão do exercício normal da atividade desempenhada pela Bomesp não seria interpretado como um esforço do empreendedor ou de terceiros capaz de gerar uma remuneração aos adquirentes da Niobium Coin.

No julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593³¹, o Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto elencou seis requisitos para a caracterização de determinados arranjos como contratos de investimento coletivo, que desde então têm orientado as análises da área técnica. É entendimento consolidado da CVM que as seguintes perguntas devem ser respondidas positivamente:

- a) Há investimento?
- b) Esse investimento é formalizado por um título, ou por um contrato?
- c) O investimento é coletivo?
- d) Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores?
- e) A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?
- f) Os títulos ou contratos foram objeto de oferta pública?

Desde o julgamento do referido processo, o Colegiado analisou diversos outros casos envolvendo alegadas ofertas públicas irregulares de contratos de investimento coletivo.

A CVM já concluiu em outras oportunidades que o investimento não precisa ser realizado em dinheiro, mas em qualquer bem suscetível de avaliação econômica³². No PAS CVM nº SP2007/111³³, os aportes financeiros dos investidores eram os aportes financeiros destinados a aplicações no mercado Forex eram feitos em moeda virtual, denominada e-gold, ou mediante depósitos efetuados por meio de uma prestadora de serviços financeiros online. Na ocasião, um dos argumentos de defesa foi o de que a negociação de e-gold como intermediação, uma que a moeda virtual não seria em si um valor mobiliário, ao que a Diretora Relatora afirmou que “a negociação do e-gold era o

³¹ Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. em 15.01.2008.

³² PAS CVM nº SP2007/111, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 11.11.2014; PA CVM nº 19957.009524/2017-41, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019; PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.06.2020.

³³ PAS CVM nº SP2007/111, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 11.11.2014.

meio para a negociação do Forex, portanto, não está sendo analisada de forma isolada, mas, como uma etapa da intermediação dos contratos derivativos” objeto daquele PAS.

O mesmo vale para os rendimentos a serem recebidos pelos investidores, que também não precisam ser expressos em moeda fiduciária³⁴. No PAS RJ2016/8381³⁵, a Diretora Flavia Perlingeiro ressaltou que, embora houvesse naquele caso a possibilidade de recebimento de produto *in natura* (árvores), não restaria descaracterizado o contrato de investimento coletivo. A existência de investimento, conforme entendeu o Colegiado na ocasião, se dá por aporte de recursos em dinheiro ou em qualquer bem suscetível de avaliação econômica.

A despeito da inexistência de qualificação jurídica geral e prévia para qualquer criptoativo ou criptomoeda – indefinição já reconhecida pela CVM em suas manifestações sobre o tema até o presente momento – é indiscutível que estamos diante de um ativo suscetível de avaliação econômica, sendo, assim, uma expressão da poupança popular.

No tocante à formalização do investimento em um título ou contrato, a decisão no Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593 enfatizou que a natureza jurídica do instrumento ou do conjunto de instrumentos adotados era irrelevante para fins da análise acerca da existência de um contrato de investimento coletivo. Esse aspecto foi ressaltado em decisões mais recentes, que destacaram a prevalência da essência econômica nessa análise³⁶.

Com relação ao requisito de que os “lucros esperados decorram dos esforços do empreendedor e de terceiros”, o Colegiado já decidiu que a participação pouco expressiva do investidor não teria o condão de descaracterizar o contrato de investimento coletivo, desde que os esforços de terceiros sejam predominantes. O seguinte entendimento foi estabelecido no Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41³⁷ (destaquei):

“De outro lado, é importante ressalvar que, para a caracterização do contrato de investimento coletivo, **o lucro esperado pode estar associado tanto aos resultados do empreendimento a ser desenvolvido, quanto à valorização do título ou contrato que representa o investimento.** Nessa segunda hipótese, não se pode falar em contrato de investimento coletivo quando a expectativa de valorização é associada a fatores externos, que fogem do controle do

³⁴ PAS CVM nº RJ2016/8381 (19957.008445/2016-32), Dir. Rel. Flavia Sant’Anna Perlingeiro, j. em 18.02.2020.

³⁵ PAS CVM nº RJ2016/8381 (19957.008445/2016-32), Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 18.02.2020.

³⁶ PA CVM nº 19957.009524/2017-41, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019.

³⁷ Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41. Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 22.04.2019.

empreendedor, mas **apenas quando o promotor do empreendimento ou um terceiro indicam que envidarão esforços com o objetivo de – ou tendentes a – valorizar o investimento inicialmente realizado**”.

Meses após o julgamento do caso ICONic, a CVM se manifestou a respeito do Vasco Token, um projeto do Clube de Regatas Vasco da Gama e da Mercado Bitcoin Digital Assets³⁸. O referido token envolve parcela de direitos creditórios decorrentes de cada transferência internacional de jogadores, quando o clube responsável por sua formação recebe uma parcela do valor da operação, de acordo com um arranjo denominado “mecanismo de solidariedade”.

A CVM entendeu que esses tokens não são valores mobiliários, pois os direitos creditórios estariam sujeitos a incertezas relevantes – um jogador pode não ser vendido ou sofrer uma lesão e encerrar sua carreira precocemente. A expectativa de remuneração pelos titulares dos tokens restaria, assim, fortemente mitigada. Adicionalmente, esta remuneração não decorreria do esforço do Vasco ou de terceiros, pois

ainda que se argumente que a definição do preço do ativo depende, ainda que em parte, do esforço do vendedor, não é o preço que gera direito a remuneração. Não há direito algum nesse caso. O direito é o de receber um pagamento incerto, que somente será devido quando e se o jogador for negociado.

Trata-se de um entendimento peculiar e dissonante das decisões anteriores da autarquia, uma vez que é possível afirmar que houve esforço do clube na formação do atleta, no pano de fundo de sua evolução profissional (incluindo treinamento, escalação e ações de marketing) e, posteriormente, dos clubes que vierem a adquirir os atletas. Ainda, a incerteza da remuneração ofertada não seria uma exclusividade deste *token*, estando presente em qualquer oferta de contratos de investimento coletivo que contenha direito de, por exemplo, participação em resultados.

Síntese

A emissão de criptoativos pode ser uma forma interessante de financiar projetos, especialmente pela maior facilidade de conduzir ofertas a investidores de múltiplos países, com o registro da propriedade e a circulação dos tokens em sistemas descentralizados. No entanto, é necessário adotar as devidas cautelas para que a oferta não seja caracterizada como irregular, ensejando a responsabilidade dos envolvidos em

³⁸ Processo Administrativo CVM nº 19957.004654/2020-93, que resultou na expedição do Ofício nº 15/2020/CVM/SRE de 01.10.2020.

processos administrativos sancionadores conduzidos pela CVM. Por isso, é necessário conhecer os critérios adotados pelo regulador brasileiro para a caracterização de um criptoativo como valor mobiliário.

O entendimento atual da CVM é inspirado nos critérios adotados pela SEC, decorrendo de uma análise casuística dos direitos conferidos aos investidores que adquirem o criptoativo. Conforme exposto, os principais fatores nesse exame são:

- a) A expectativa de remuneração em razão de investimentos em projetos executados por terceiros (ainda que selecionados pelos próprios investidores), mesmo quando essa remuneração não é uma distribuição explícita de lucros.
- b) O esforço do emissor como um participante ativo (*active participant*), pelo seu engajamento na divulgação da oferta, no desenvolvimento do sistema no qual os *tokens* serão utilizados, na promoção da negociação dos *tokens* em *exchanges* de criptoativos e na estabilização das cotações (na hipótese de função de *stablecoin*).
- c) A aquisição dos *tokens* por qualquer bem suscetível de avaliação econômica, mesmo que seja proibido o pagamento em moeda fiduciária.
- d) O caráter público da oferta, feito pela internet a qualquer investidor.

Ainda, convém destacar que pouco importa o nome dado ao *token*, pois a análise é feita a partir da essência econômica da operação, não sendo suficiente destacar que se trata de “apenas um *utility token*” ou destacar que “esta não é uma oferta de valor mobiliário”.