

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 35

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2024

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestranda, UERJ, Brasil), Guilherme Vinseiro Martins (Doutorado em andamento, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARERECISTAS DESTES NÚMEROS: Ana Beatriz Lima Pimentel (Doutora, UNIFOR, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Fernanda Valle Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Filipe José Medon Affonso (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Luiz Carlos Branco (Doutor, UFRGS, Brasil), Gilberto Gornati (Doutor, FGV-SP, Brasil), Henry Gabriel Colombi Barbosa Ferreira (Doutor, UFMG, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Máira Fajardo Linhares Pereira (Doutora, UFJF, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Unie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 35 (julho/dezembro 2024)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

CRIPTOATIVOS E REGULAÇÃO: UMA CRÍTICA AO MARCO LEGAL E SUAS IMPLICAÇÕES PARA O FUTURO DAS FINANÇAS DIGITAIS NO BRASIL¹

CRYPTO ASSETS AND REGULATION: A CRITICAL ANALYSIS OF THE LEGAL FRAMEWORK AND ITS IMPLICATIONS FOR THE FUTURE OF DIGITAL FINANCE IN BRAZIL

*João Manoel de Lima Junior**
*Priscilla Menezes da Silva***

Resumo: Um dos aspectos jurídicos e econômicos mais sensíveis quando se pensa na importância da criptoeconomia é que se trata de moderna forma de captação da poupança popular. A fim de garantir segurança jurídica a todas as pessoas físicas e jurídicas que atuam nesse mercado, bem como posicionar o Brasil como um país propício para o desenvolvimento de tecnologias e negócios relacionados ao setor, em 2022 foi promulgada a Lei nº 14.478, comemorada como o Marco Legal de Criptoativos. Este artigo tem como objetivo geral apontar uma reflexão crítica sobre alguns possíveis caminhos para definição do regime jurídico e regulatório aplicável aos criptoativos no Brasil. Para atingir este intento, como objetivos específicos tem-se: (i) rediscutir os conceitos de “marco legal” e “títulos representativos”; (ii) compreender as atividades que definem uma presta-

¹ Artigo recebido em: 30.06.2024 e aceito em: 15.01.2025.

* Professor da Universidade Federal do Recôncavo da Bahia - UFRB. Doutor em direito empresarial pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ e mestre em direito econômico pela Universidade de São Paulo - USP. Foi pesquisador visitante na Georgetown Law School (EUA).

** Professora da UFRJ, EMERJ, do COPPEAD e do Instituto de Tecnologia e Sociedade - ITS. Doutora e mestre em Direito da Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ. Pesquisadora vinculada ao Grupo de Pesquisa Empresa, Desenvolvimento e Responsabilidade da Universidade Federal de Juiz de Fora - UFJF. Foi professora visitante na Nottingham Trent University (Inglaterra). Advogada e sócia fundadora do escritório Priscilla Menezes Advocacia (PMA).

dora de serviços de ativos virtuais e (iii) criticar os parâmetros definidos para os limites das competências do Banco Central do Brasil (BCB) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Aplicou-se o método dedutivo, revisão bibliográfica e legislativa. Como resultado observou-se que a legislação em análise não pode ser considerada como marco legal do Mercado de Criptoativos devido à sua abordagem limitada de assuntos correlatos a este universo e que a atribuição de mais competências para o Banco Central nos moldes do decreto presidencial viola o princípio da legalidade.

Palavras-chaves: Marco legal. Criptoativos. Comissão de Valores Mobiliários. Banco Central do Brasil.

Abstract: One of the most sensitive legal and economic aspects concerning the crypto economy is that this is a modern way of capturing popular savings. In order to ensure legal security to all people and institutions that operate in this market as well as to set Brazil as a friendly environment for the development of new technologies and businesses related to this sector, in 2022 the Act 14.478 was proclaimed and celebrated as the legal framework of crypto assets. This article aims to point a critical reflection about some possible ways to define the legal and regulatory regime applicable to crypto assets in Brazil. In order to achieve this goal, there are 3 specific objectives: (i) to rediscuss the concepts of “legal framework” and “representative titles”; (ii) to understand the activities that define a service provider of virtual assets and (iii) criticize the standards defined to limit the attributions of the Brazilian Central Bank and the Securities Exchange Commission. The deductive method was applied in addition to bibliographic and legal review. As a result it was noticed that the legislation under analysis cannot be considered a complete legal framework for the crypto assets market due to its limited approach of topics related to this universe and that the attribution of more competencies to the Brazilian Central Bank is illegal based on the presidential decree because it violates the legality principle.

Keywords: Legal framework. Crypto assets. Security Exchange Commission. Brazil Central Bank.

Sumário: Introdução. 1. Mutabilidade de conceitos jurídicos. 1.1 Afinal, o que é um “marco legal” ou “marco regulatório” e por que ele é importante? 1.2 Análise crítica da definição legal de ativos virtuais. 1.2.1 Análise dos demais elementos do conceito de ativos virtuais. 1.3 Compreender, classificar e regular: a importância da taxonomia na atividade legislativa. 2. Prestadoras de serviços de ativos virtuais: as protagonistas da lei. 3. Definição de competências: criptoativos entre o BCB e a CVM. 3.1 O papel da CVM na regulação dos criptoativos. Considerações Finais.

Introdução.

Desde o lançamento do Bitcoin em 2008 o ecossistema no entorno da criptoeconomia vem crescendo vertiginosamente.² Uma das coisas mais interessantes no debate sobre direito e tecnologia é permitir a rediscussão de conceitos tradicionais, muitos dos quais estavam esquecidos, necessários para a definição do regime jurídico aplicável às inovações financeiras, criptoativos e NFTs³ por exemplo. O próprio conceito de moeda, há tempos não gerava maiores discussões e ganhou bastante tração após o surgimento do *Bitcoin*.

Nesta linha, a Lei nº 14.478/22, pela sua forma e conteúdo,

2 EXAME. *Número de criptomonedas em circulação ultrapassa 22 mil pela primeira vez*. Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/numero-de-criptomoedas-em-circulacao-ultrapassa-22-mil-pela-primeira-vez/>. Acesso em: 12.jun. 2024.

3 Sigla em inglês para *non fungible tokens*, que em tradução livre equivale a tokens não fungíveis, isto é, representações digitais de ativos únicos, que não podem ser substituídos por outros da mesma espécie, marca ou quantidade. Como exemplo cite-se as obras de arte digitais.

permite discutir o conceito de ativos virtuais, bem como rediscutir o conceitos de marco legal e títulos representativos; os parâmetros para (re)definição dos limites das competências do Banco Central do Brasil (BCB) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a redefinição do órgão da administração pública federal responsável pela proteção da economia popular.

A primeira pergunta que deve ser respondida é: por que se regular o mercado de criptoativos? Justifica-se tal intervenção do Estado na economia por se tratar de uma nova forma, agora digital, de captação da poupança popular. No passado, já foram tulipas, arroz, gado e até ovos de avestruz. A segunda pergunta é: como se regula o mercado de criptoativos? Tendo em vista que a Lei nº 14.478/22 já está em vigor, objetivo geral deste artigo é apontar uma reflexão crítica sobre a referida lei para então enumerar alguns possíveis caminhos para definição do regime jurídico e regulatório aplicável aos criptoativos no Brasil.

A estrutura regulatória adotada para o mercado de criptoativos é uma lei modesta e um decreto presidencial que só aponta um órgão regulador, deixando todo o perímetro regulatório para ser definido posteriormente através de regra expedida pela administração pública. Tal fato permite que se repense o próprio conceito e funções de um marco legal ou regulatório.

Dentre os 14 artigos da Lei nº 14.478/22, três foram selecionados para a discussão proposta neste artigo, por trazerem as questões mais palpitantes na análise da lei. Os artigos 3º (que define o que é um artigo virtual); 5º (que indica as atividades desempenhadas pelos prestadores de serviços de ativos virtuais) e o 6º (que indica a regra definição do órgão regulador do mercado de ativos virtuais).

Para atingir o intento proposto como objetivo geral, apresentam-se os seguintes objetivos específicos: (i) rediscutir os conceitos de “marco legal” e “títulos representativos”; (ii) compreender as atividades que definem uma prestadora de serviços de ativos virtuais e

(iii) criticar os parâmetros definidos para os limites das competências do Banco Central do Brasil (BCB) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Aplicou-se o método dedutivo, revisão bibliográfica e legislativa na construção dos objetivos propostos. Por fim, o trabalho foi dividido em 3 seções. A primeira parte tratará de questões relativas à definição de um marco legal e sobre o conceito de títulos representativos; a seguir será abordado o núcleo nevrálgico da lei, qual seja, a definição dos serviços relacionados com ativos virtuais e prestadores desses serviços. Por fim será apresentada uma análise legal crítica acerca dos critérios utilizados para atribuir competência ao Banco Central e porque a participação da Comissão de Valores Mobiliários é essencial neste mercado.

1. Mutabilidade de Conceitos Jurídicos.

Sendo o Direito uma Ciência Social Aplicada, deve refletir as mudanças sociais, econômicas, tecnológicas e culturais de seu tempo. Por isso os conceitos legais não são imutáveis. Cite-se por exemplo o conceito de instituição financeira, que antes era adistrito apenas à bancos e outras entidades tradicionais que realizavam operações de crédito, câmbio, depósito e investimento (Lei nº 4.595/1964) e hoje inclui *fintechs* e outras empresas de tecnologia que oferecem serviços financeiros (Lei Complementar nº 105/2001 e Resolução BCB nº 4.656/2018).

A mudança conceitual pode ocorrer de 2 formas: (i) através de interpretações judiciais, quando os tribunais podem reinterpretar conceitos jurídicos à luz de novos contextos e realidades e (ii) através de mudanças legislativas, como no exemplo dado acima. Nos dois casos, a doutrina jurídica pode influenciar a evolução de novos conceitos. Neste tópico, dedicar-se-á a compreender se tal evolução ocorreu com os conceitos de marco legal e títulos representativos.

1.1. Afinal, o que é um “marco legal” ou “marco regulatório” e por que ele é importante?

Um marco legal ou marco regulatório é um conjunto de normas, leis, regulamentos e diretrizes estabelecidas por uma autoridade competente (geralmente através do Poder Legislativo ou uma agência reguladora) para disciplinar, organizar e controlar uma determinada atividade ou setor. Esses marcos são fundamentais para garantir a ordem, a segurança jurídica, a transparência e a previsibilidade nas relações sociais, econômicas e políticas. Marcos Legais têm uma pretensão de completude na definição do objeto e limites do mercado regulado, quais as atividades e profissões que dele participam. Geralmente, são legislações abrangentes, extensas e detalhadas. Definitivamente não é o caso da Lei nº 14.478/22, que é muito concisa, com apenas 14 artigos e deixa grande parte do conteúdo normativo para ser definido em momento posterior.

A referida lei nem indica qual órgão irá regular o mercado de criptoativos, ao contrário, deixa ampla margem de discricionariedade para a administração pública e estabelece apenas os limites mínimos necessários, por exemplo, criando tipos penais com ativos virtuais (artigos 10, 11 e 12). Percebe-se que apesar de ser aclamada como marco legal, na verdade promoveu uma desligalização do tema.

Quando comparada com o Regulamento dos Mercados de Criptoativos da União Europeia, conhecida como MICA, a inadequação como marco legal fica ainda mais flagrante. A lei europeia, no objetivo de regular este mercado da forma mais abrangente possível abordou os seguintes tópicos: (i) definições e classificações de criptoativos; (ii) emissão de criptoativos; (iii) provedores de serviços de criptoativos; (iv) proteção ao consumidor; (v) estabilidade financeira; (vi) integridade do mercado; (vii) inovação e competitividade; (viii) cooperação internacional e (ix) disposições finais e transitórias.

Não se defende que a União Europeia se torne exportadora de legislações, nos moldes do que ocorreu com a Lei Geral de Proteção

de Dados, mas tratar como marco legal uma lei que se limita a regular as atividades dos intermediários do setor não parece adequado.

A Lei nº 14.478/22 é bem modesta quando analisada do ponto de vista regulatório, mas é importante sinalizar para determinados agentes de mercado e clientes que a atividade em questão é legítima, reconhecida e, principalmente, lícita. É vista com bons olhos e como algo bastante necessário para as *exchanges* e quem quiser atuar no mercado de criptoativos. Principalmente, na medida que o apelo libertário do mercado de criptoativos perde força e pessoas de fora dos nichos tecnológicos começam a aplicar dinheiro em criptoativos. Esse parece ter sido o caso da lei sob análise.

1.2. Análise crítica da definição legal de ativos virtuais.

Segundo o artigo 3º da Lei nº 14.478/22, “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”. A omissão do fenômeno da incorporação é uma omissão acidental ou um silêncio eloquente do legislador brasileiro?

Pelo instituto da representação clássico, conforme regramento previsto para os Títulos de Crédito, um cheque, nota promissória ou duplicada representam um direito incorporado no título em virtude do princípio da cartularidade. Nestes casos, é imperioso estar de posse dos títulos para exercer o direito neles contido (incorporado).

Entretanto, com o avanço tecnológico e crescente digitalização das transações financeiras observa-se o fenômeno da desmaterialização dos títulos de crédito e das finanças de forma geral. Resta a dúvida que divide a doutrina brasileira e interessa para a discussão aqui proposta: o princípio da incorporação se aplica aos títulos digitais?

Os doutrinadores que argumentam a favor da aplicação do princípio da incorporação aos títulos virtuais apresentam dois argu-

mentos centrais: (i) equivalência funcional, isto é, desde que o título virtual cumpra a mesma função do título físico o princípio deveria ser mantido; (ii) segurança jurídica, pois o instituto já é conhecido de longa data dos operadores do Direito e poderia ser adaptado aos títulos virtuais como uma evolução natural do Direito Empresarial.⁴

Há também os que são contrários à aplicação do princípio da incorporação aos títulos virtuais, com base em dois motivos principais: (i) o princípio da incorporação, tal qual sua concepção original, se baseia na existência de um título físico, ou seja, depende da cartularidade. Como a principal característica dos títulos virtuais é justamente sua desmaterialização, a incorporação restaria prejudicada; (ii) com a evolução dos fenômenos sociais o Direito deve inovar também e criar novos princípios que se adequem à realidade digital. Alguns autores defendem o princípio da representação digital como substituto da incorporação. A partir disso se reconheceria que o direito está ancorado em um registro eletrônico seguro e verificável.⁵

Esta última parece ter sido a escolha do legislador ao afirmar que “ativos virtuais são representações digitais de valor”. Isto posto, é possível inferir que os ativos virtuais têm natureza jurídica de títulos representativos. Tradicionalmente, a finalidade dos títulos representativos é a de representar (como o nome sugere) a existência de mercadorias ou bens.

No passado – e, em muitas áreas, até hoje – eram documentos em papel que representavam a existência de mercadorias também físicas. Cite-se como exemplo o conhecimento de depósito, *warrant* e conhecimento de frete/transporte. Assim, um ativo virtual representaria a existência jurídica de um bem imaterial, inexistente fisicamente, ao qual se atribui um valor econômico (utilidade). Esta con-

4 Nesse sentido sustentam Fábio Ulhoa Coelho, Arnaldo Wald, Fran Martins, Ernane Fidelis dos Santos e Waldo Fazzio Júnior.

5 Neste sentido sustentam Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, Fábio Konder Comparato, Nelson Eizerik, José Edwaldo Tavares Borba, Ernesto Tzirulnik.

cepção é coerente com a definição americana dos criptoativos como *commodities*, tal como é feita pela *US Commodity Futures Trading Commission – CFTC*.⁶

1.2.1. Análise dos demais elementos do conceito de ativos virtuais.

Além de ser uma representação digital de valor, ainda segundo o art. 3º o ativo virtual é aquele que “pode ser negociado ou transferido por meios eletrônicos e utilizado para realização de pagamentos ou com propósito de investimento”. Aqui cabem alguns destaques.

O ambiente eletrônico é o ecossistema nativo para circulação de ativos digitais. Especificamente no que se refere aos criptoativos, embora possam ser “baixados” e arquivados em dispositivos físicos,⁷ a transferência de sua titularidade (circulação) ocorre de forma eletrônica. Quando o legislador indica que esses ativos virtuais podem ser utilizados como meios de pagamento ou instrumentos de investimentos, reconhece a possibilidade de utilizações para finalidades distintas, o que deveria gerar diferentes abordagens regulatórias para uma maior eficácia.

A Lei nº 14. 478/22 não indicou quais tipos de ativos virtuais serão submetidos ao seu âmbito de aplicação.⁸ Ao invés disso, o pa-

6 COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, U.S. – CFTC (2019). *IN CASE YOU MISSED IT: Chairman Tarbert Comments On Cryptocurrency Regulation At Yahoo! Finance All Markets Summit*. Disponível em: <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8051-19>. Acesso em: 13 mai. 2024.

7 SILVA, Priscilla Menezes da. A natureza jurídica das criptomoedas e sua regulação no ordenamento jurídico brasileiro. 2020. 233 f. Tese (Doutorado em Direito, linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas), Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

8 Os incisos I a IV explicitam quais ativos não se sujeitam à aplicação da lei, quais sejam: moeda nacional (inclusive na sua forma eletrônica) e moedas estrangeiras; instrumentos que

rágrafo único do art. 3º afirma que “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”. Esta previsão pode gerar um problema que já é velho conhecido no âmbito do Mercado de Capitais. A previsão de uma lista taxativa de ativos pode, na prática, gerar um problema semelhante ao observado entre 1976 e 2001 na definição de valores mobiliários, pois novos valores mobiliários – não previstos na lista oficial do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 foram criados na prática, mas não tinham previsão legal. Diante deste cenário, fica a provocação: o que funcionaria melhor neste momento ao tratar da definição de criptoativos? Um rol taxativo ou uma definição mais abrangente?

Ousa-se afirmar que o legislador perdeu uma boa oportunidade de conceituar as diferentes espécies de criptoativos (ativos virtuais) e com isso a chance de endereçar melhor a questão dos parâmetros para fixação de competências conforme será abordado no item 4 deste trabalho.

1.3. Compreender, classificar e regular: a importância da taxonomia na atividade legislativa.

A regulação nada mais é do que uma forma de intervenção do Estado na economia. Através da promulgação de leis busca-se determinar parâmetros para a realização de determinadas atividades, encorajar alguns comportamentos e reprimir outros. Nem todas as atividades precisam ser reguladas, mas a partir do momento em que se decide que uma certa atividade econômica precisa ser regulamentada e que chegou-se ao momento adequado para isso, o “como regular” torna-se fundamental.

provejam ao seu titular acesso a produtos ou serviços especificados ou a benefício proveniente desses produtos ou serviços, a exemplo de pontos e recompensas de programas de fidelidade; representações de ativos cuja emissão, escrituração, negociação ou liquidação esteja prevista em lei ou regulamento, a exemplo de valores mobiliários e de ativos financeiros.

Uma regulação equivocada pode ter efeitos maléficos para a economia e sociedade em geral. Pode ser tornar aquela “lei que não pegou”, que ninguém obedece e nada acontece, acarretando efeito desmoralizador ao legislador e autoridades. Especificamente no âmbito da inovação, pode acabar desencorajando o desenvolvimento de novas tecnologias. Ao contrário, uma legislação bem, feita, construída a partir de inteligência coletiva, ouvindo-se a comunidade e o mercado, tende a trazer segurança jurídica, incentivo para o desenvolvimento tecnológico e posicionamento do país como lugar propício para aportes de investimentos no setor.

Quando se trata de criptoeconomia, percebe-se que este ecossistema se desenvolveu muito rápido ao longo dos últimos 16 anos, com considerável complexidade: há variadas espécies de ativos criptográficos e vários intermediários que desempenham uma gama de atividades distintas. Antes de regular, ao legislador é essencial compreender e classificar. Quando se pensa num marco legal de criptoativos, parte essencial da legislação deveria dedicar-se à construção de uma taxonomia do objeto, leia-se, dos próprios criptoativos.

Dentro do gênero criptomoedas, há pelo menos três espécies de ativos mais utilizados: (i) criptomoedas; (ii) tokens (de utilidade e de pagamento)⁹ e (iii) stable coins.¹⁰ A lei nº 14.478/2022 não apresenta esta distinção substancial. A ausência de compreensão adequada do legislador sobre o funcionamento, utilização e finalidade dos criptoativos terá como consequência uma legislação pouco eficiente e equívocos quando se trata da autoridade competente para atuar no setor, como se verá mais adiante.

9 Há outras espécies de *tokens* como os NFTs (*non fungible tokens*) – *tokens* não fungíveis, mas de forma geral os legisladores ao redor do mundo têm se preocupado com os que tem sido mais comercializados em termos de capitalização de mercado.

10 Em tradução livre poderiam ser chamadas de “moedas esáveis” pois tem seu valor atrelado a outro ativo, como dólar ou ouro, o que reduz um dos principais problemas relacionados às criptomoedas, sua alta volatilidade.

2. Prestadoras de serviços de ativos virtuais: as protagonistas da Lei.

Apesar da blockchain (sistema de rede distribuída que inicialmente amparou, do ponto de vista tecnológico, a emissão e circulação de criptoativos) ter sido concebida como um sistema de transmissão ponto a ponto (peer-to-peer) justamente para evitar a atuação de intermediários, resta claro que conforme a sociedade foi se apropriando da tecnologia sua utilização transmutou-se da ideia original.

Com o passar dos anos, foram surgindo as figuras dos intermediários, que apesar de viabilizarem facilidade de acesso aos usuários finais, também são responsáveis pelos maiores escândalos de incidentes de segurança, perda e roubo de criptoativos.

Quando se trata de regulação, um dos aspectos mais relevantes é determinar quem deverá suportar seu ônus. No âmbito da Instrução Normativa 1.888/ 2019 da Receita Federal do Brasil, por exemplo, atribuiu-se ao contribuinte (pessoa física ou jurídica) e à exchange o dever de informar sobre as operações realizadas com criptoativos observadas as imposições específicas previstas na instrução. A Lei nº 14. 478/2024, focou na figura dos intermediários do ecossistema de criptoativos, legalmente designados como “prestadoras de serviços de ativos virtuais”, conforme ementa da lei: “Dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais”. Percebe-se que apesar de ter sido apelidada como marco legal de criptoativos, a referida lei é bem limitada e foca nos serviços de intermediação e seus prestadores.

Para viabilizar a emissão e negociação eletrônica de ativos financeiros, é necessária a atuação de uma série de agentes e prestadores de serviços regulados. Tais como instituições financeiras, provedores de infraestrutura de mercado financeiro, instituições integrantes do sistema brasileiro de distribuição de valores mobiliários ou profissionais dos mercados financeiro e de capitais (consultores, gestores, analistas, etc.).

De forma similar, para que haja funcionamento adequado do mercado eletrônico de ativos virtuais (Mercado de Criptoativos), esta mesma gama de atividades é exercida pelas *exchanges* e/ou por prestadores de serviços de informática.¹¹ O exercício das atividades necessárias para o bom funcionamento, regulação do mercado e proteção do investidor fica à cargo das *exchanges*, não é exercido ou prestado por empresas de informática. Na feliz expressão de Eduardo Salomão¹² Neto, o mercado de criptoativos, para funcionar, depende do envelopamento de uma série de atividades pela *exchange*.

O artigo 5º da Lei nº 14.478/22 enumera algumas atividades, mas deixa muitas fora da lista, como por exemplo: intermediação, atuação por conta e ordem, gestão de recursos de terceiros, gestão, discricionária ou não, de carteira administrada, consultoria, análise, distribuição, estruturação, serviços qualificados de infraestrutura de mercado financeiro (liquidação, física e financeira, registro, e controle pós-negociação).

Mais uma vez observa-se o paradoxo da repetição. Um ecossistema que foi projetado para evitar a atuação de intermediários e influências políticas e econômicas, replica toda a infraestrutura tradicional: intermediários, serviços e produtos parecidos como o que se tem no sistema financeiro tradicional (até os derivativos, protagonistas da crise de 2008 já existem no universo dos criptoativos). Sendo assim, vê-se com preocupação a exclusão de várias atividades do rol do art. 5º.

3. Definição de competências: criptoativos entre o BCB e a CVM.

O artigo 6º da Lei nº 14.478/22 prevê que um ato do poder

11 Estes prestadores de serviço (de informática, sistemas de informação e programação) criam aplicativos e interfaces mais amigáveis para facilitar a utilização pelo usuário final.

12 SALOMÃO NETO, Eduardo (2022). *As Atividades 'Bancárias' das Empresas de Criptoativos*. Disponível em: <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8051-19>. Acesso em: 13 mai.

executivo federal determinará o órgão da administração pública responsável pela regulação do mercado de ativos virtuais. No dia 20 de junho de 2023, data de entrada em vigor da referida lei, entrou em vigor o Decreto Presidencial nº 11.563/23 prevendo que a regulação do mercado de ativos virtuais ficaria à cargo do Banco Central do Brasil (BCB). A possibilidade jurídica desta nova competência do BCB ser definida em decreto é controversa, existindo argumentos tanto favoráveis, quanto contrários à tal definição.

Aqueles que defendem a legalidade¹³ desta definição de competência via decreto do chefe do Poder Executivo Federal argumentam que: (i) a exigência de expressa de lei para a criação da autarquia não abrange a definição da competência do órgão; (ii) autarquia pode exercer qualquer atividade típica da administração pública, tal como regular (exercício de poder de polícia); (iii) descentralização e delegação de competências são princípios fundamentais das atividades da administração pública e prerrogativas do Presidente da República e do Ministro da Fazenda e (iv) o rol de competências listadas na lei de criação do BCB, é meramente exemplificativo.

Por outro lado, os que alegam tal atribuição de competência ser ilegal¹⁴ argumentam que: (i) a exigência de expressa de lei para a criação da autarquia abrange a definição da competência do órgão; (ii) o rol de competências listadas na lei de criação do BCB, é taxativo; (iii) a descentralização e delegação de competências da administração pública, tratada no Decreto-Lei nº 200/67, se refere ao (a) âmbito interno dos órgãos da administração pública direta, (b) à relação entre órgãos da administração pública direta; ou (c) aos órgãos da administração pública indireta com subordinação, ou seja, quando há uma relação direta de hierarquia na administração pública introversa.

13 Fundamentos legais: Art. 37, inciso XIX, da Constituição Federal de 1988; Arts. 10 e 11 da Lei nº 4.595/64; Art. 5º, inciso I, do Decreto-Lei nº 200/67; Art. 6º, incisos III e IV, do Decreto-Lei nº 200/67; e Arts. 11 e 12 do Decreto-Lei nº 200/67.

14 Fundamentos legais: Art. 37, inciso XIX, da Constituição Federal de 1988; Arts. 10 e 11 da Lei nº 4.595/64; Art. 5º, inciso I, do Decreto-Lei nº 200/67; Art. 6º, incisos III e IV, e 39 do Decreto-Lei nº 200/67; Arts. 11 e 12 do Decreto-Lei nº 200/67.

O BCB é autarquia especial vinculada ao Ministério da Fazenda, não subordinada à ela. A proteção da poupança popular é de competência direta do Ministério da Fazenda, trata-se de política pública. Verifica-se atualmente um aumento desarrazoado das competências do BCB. Pois, além de autoridade monetária, o BCB deve atuar como órgão regulador setorial do mercado financeiro (crédito, câmbio, pagamentos) e agente executivo internacional do governo federal. E, mais recentemente, com o PIX e DREX, instituidor de arranjo de pagamentos, desenvolvedor de tecnologia para prestação de serviços financeiros e provedor de infraestrutura de mercado financeiro. Ou seja, já há em curso um regime híbrido de atuação, misturando as funções como regulador e operador, como o Banco de Compensações Internacionais (BIS) vem defendendo desde 2005.

3.1. O papel da CVM na regulação dos criptoativos.

No momento atual, parece que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – assim como a maioria das pessoas e instituições dedicadas ao universo dos criptoativos – está em momento de aprendizagem institucional sobre o que exatamente são os criptoativos e como se diferenciam os *security tokens* dos demais. O problema é a forma como o teste para a definição de contrato de investimento coletivo¹⁵ vem sendo aplicado pela CVM, de maneira burocrática, aplicando as perguntas com conceitos abertos como se fossem tipos fechados (*checklist approach*).¹⁶ Uma abordagem simplista que contribui pouco para a necessidade de uma análise aprofundada das características dos criptoativos para sua definição como valores mobiliários.

15 Art. 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76.

16 PALIS, Pedro Maruo (2020). *Tokens, Criptoativos e Contratos de Investimento Coletivo: Análise de Casos*. Trabalho de Conclusão de Curso sob a orientação do professor João Manoel de Lima Junior apresentado à FGV Direito Rio, como requisito parcial para a conclusão do curso de bacharel em Direito da Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/6021a511-f3e1-4afa-a4a2-2d2c3599737a>. Acesso em: 13 mai. 2024.

O papel da CVM na regulação do mercado de ativos virtuais dependerá muito da concepção e protagonismo que o órgão pretende ter. Por exemplo, se a CVM buscará ter definições mais abrangentes de *security tokens* para fins de ampliação de sua competência. Se fizer isso, verificar-se-ia no Brasil um conflito semelhante ao observado atualmente nos EUA entre a Comissão de Negociação de Contratos de Futuros de *Commodities* (CFTC) e a Comissão de Valores Mobiliários (SEC). Desde 2019, os criptoativos vem sendo considerados como mercadorias (*commodities*), regulados pela CFTC e a SEC vem tentando ampliar sua competência considerando-os como valores mobiliários (*securities*).

A ampliação da competência da SEC ao alargar o conteúdo do conceito de *security* (que já é abrangente) é possível, nos EUA, por um dos critérios do *Reves Test* que determina que a SEC deve regular um determinado ativo financeiro sempre que o ativo em questão não estiver sujeito à nenhuma outra norma ou regime protetivo específico.

Os participantes do mercado de criptoativos, ao seu turno, vem afirmando que os criptoativos não são valores mobiliários (*securities*) porque – em estruturas descentralizadas (DeFi) é impossível delimitar quem seriam os “terceiros” de cujos esforços dependeriam os retornos dos investidores (os resultados advirem do esforço do promotor ou de terceiros é um dos critérios do *Howey Test*).

No Brasil, a CVM, desde da inclusão do inciso IX no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, vinha fazendo algo semelhante – alargando sua competência regulatória para novos ativos financeiros – ao considerar algumas estruturas financeiras de captação de poupança popular (num largo conceito de oferta pública) como valores mobiliários (tais como o investimento em “condo-hotéis” ou as cédulas de crédito bancário - CCBs).

Com isso, a CVM vinha se consolidando como órgão regulador de última instância (*regulator of last resort*), tal como a SEC, nos EUA, das operações de captação de poupança popular. E, conseqüentemente, ampliando a sua competência regulatória. Acontece que no Brasil, o órgão regulador de última instância das operações de captação antecipada de poupança popular sempre foi o próprio Mi-

nistério da Fazenda.¹⁷ O regimento interno do Ministério da Fazenda já atribuiu esta competência para várias de suas secretarias ao longo dos anos. Atualmente é a Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA), mas, no passado, esta competência já foi da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) e da Secretaria de Acompanhamento Fiscal, Energia e Loterias (SEFEL).

A título ilustrativo, a tabela a seguir demonstra as diferenças entre as abordagens da SEC e da CVM na identificação e um ativo como valor mobiliário para fins de atuação:

Tabela 1 – Comparativo entre os critérios de definição de valores mobiliários EUA e Brasil

ESTADOS UNIDOS		BRASIL
<i>Howey test sec vs. Wj. bowey U.s. supreme court (1946)</i>	<i>Reves Test Reves vs. Ernst Young U.S. Supreme Court (1990)</i>	Rol taxativo e cláusula aberta de contrato de investimento coletivo do artigo 2º da Lei 6.385/76 e teste definido pela CVM em decisão administrativa.
Um investimento em dinheiro foi feito	A motivação das partes (comprador e vendedor do título) na operação foi negociar um investimento ou “comercial”	Ativos listados nos incisos I a VIII do artigo 2º da Lei nº 6.385/76
Em um empreendimento comum	O instrumento é ofertado publicamente para investimento ou especulação	Títulos ou contratos de investimento coletivo (Art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76);
O investidor tem expectativa de obter lucros	As expectativas razoáveis do público investidor	Objeto de oferta pública; que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração (inclusive resultante de prestação de serviços);
Os lucros são derivados de esforços do “promotor” ou de terceiros	Se os contratos estão sujeitos a alguma regulação específica que reduza seu risco e torna desnecessária a aplicação do <i>Securities Act</i>	Rendimentos advêm do esforço do “empreendedor” ou de terceiros.

Fonte: Adaptado de ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LIMA JUNIOR, João Manoel de.¹⁸

17 Conforme previsto até hoje, no artigo 39 do Decreto-Lei nº 200/67, entre 1971 e 2008, no inciso V do artigo 7º da Lei nº 5.768/71, e hodiernamente no regimento interno do Ministério da Fazenda.

18 ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LIMA JUNIOR, João Manoel de. A Incidência das

Desde o voto do Diretor Marcos Pinto no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11.593, em 22/1/2008, foi definido o “teste” brasileiro para definição de um contrato de investimento coletivo (nova espécie do gênero valor mobiliário). Os conceitos indeterminados do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 foram subdivididos em um *checklist* composto por 6 perguntas:¹⁹ (i) há um investimento? (ii) o investimento é formalizado por um título ou por um contrato? (iii) o investimento é coletivo? (iv) o investimento dá direito a alguma forma de remuneração? (v) a remuneração tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor? (vi) os títulos ou contratos são objeto de oferta pública?

Como atualmente, no Brasil, o órgão regulador de última instância dos criptoativos é o Banco Central (à despeito da possível ilegalidade da forma como esta definição foi feita pela Lei nº 14.478/22 e pelo Decreto nº 11.563/23), e a CVM parece ter um bom histórico de relacionamento e diálogo interinstitucional com o Banco Central, é possível que esta tenha um papel mais comedido na regulação dos criptoativos ao longo dos próximos anos.

Considerações Finais.

Uma análise mais detida da modestíssima Lei nº 14.478/22, que tem apenas 14 artigos e deixa ampla margem de discricionariedade para a definição do regime jurídico aplicável ao mercado de ativos virtuais para o Banco Central, permite alguns apontamentos:

Normas Emanadas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nas Companhias Fechadas e Outros Tipos Societários. In: *Encontro Nacional do Conpedi*, 26, Brasília, DF. [Anais]. Florianópolis: CONPEDI, 2017. pp. 5-24. Disponível em: <https://site.conpedi.org.br/publicacoes/roj0xn13/1v8707b4>. Acesso em: 13 mai. 2024.

19 LIMA JUNIOR, João Manoel de (2022). O Bitcoin é um Valor Mobiliário ou um Ativo Financeiro? In: *Revista de Informação Legislativa*, v. 59, n. 236 (out/dez) Brasília: Senado Federal, pp. 209-235.

- (i) talvez a própria noção de marco legal e limites da legalidade para o estabelecimento de regimes jurídico-regulatórios no Brasil possa estar se alterando. Com maior protagonismo da administração em detrimento da atuação do legislativo;
- (ii) a Lei nº 14.478/22, no mínimo, traz algumas pistas sobre a possibilidade de identificação da natureza jurídica dos ativos virtuais como *títulos representativos* (sendo, portanto, uma nova espécie do gênero título de crédito criada para permitir circulação lícita de bens imateriais digitais);
- (iii) a opção de política legislativa e regulatória de escolher o Banco Central do Brasil como responsável pela regulamentação do mercado de ativos virtuais pode ter inaugurado uma terceira fase na definição do órgão regulador de última instância das operações de captação de poupança popular no Brasil.²⁰

Neste sentido, é possível concluir que de um lado, os criptoativos que têm características de valores mobiliários (*security tokens*) são de competência regulatória da CVM; de outro, os criptoativos que funcionam como meios de pagamento (*payment tokens*) são de competência regulatória do Banco Central do Brasil.

A grande discussão ficaria restrita aos demais criptoativos que têm natureza jurídica de bens imateriais (*commodities*) e podem ser usados para captação de poupança popular. Em larga escala, de forma rápida e sem burocracia pela *internet* e telefone celular. Esta é a razão fundamental pela qual se regula o Mercado de Criptoativos e porque a definição de qual é órgão regulador de última instância des-

20 Entre 1971 e 2001, este órgão era o Ministério da Fazenda (por meio de sua Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE); entre 2001 e 2023, este órgão era a CVM; e a partir de 2024, o regulador de última instância das operações de captação de poupança popular passa a ser o Banco Central do Brasil.

te mercado importa tanto, trata-se de medida de proteção da poupança popular.

Percebe-se que a Lei nº 14.478/2022 apesar de não poder ser classificada como um Marco Legal de Criptoativos no Brasil é uma sinalização de que o país vê com seriedade este novo mercado e pretende regulá-lo. Espera-se que o esforço legislativo não cesse até porque há variados temas que ficaram de fora como a própria conceituação dos diferentes tipos de criptoativos, medidas de estabilidade financeira e de proteção do mercado, cooperação internacional (já que vários provedores estão fora do território nacional, mas captam recursos de pessoas e empresas situadas no Brasil), proteção e fomento da inovação.

Portanto, tudo que já foi positivado ou ainda está em discussão, certamente ainda precisará passar pelos testes da implementação prática, reflexão crítica e contencioso administrativo e judicial.