



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 180-181, ago. 2020/jul. 2021

RDM 180/181

Doutrina e Atualidades:

1 - "Infraestruturas de Mercado Financeiro em registro distribuído: uma abordagem institucional das atividades de Depositário Central e de Sistemas de Liquidação" (autoras: Juliana Facklmann, Paloma Alvares Sevilha, Camila Villard Duran)

2 - "O Movimento de Ascensão do Compliance Anticorrupção a partir da Promulgação do Foreign Corrupt Practices Act" (autora: Gabriela Forti Pimentel Teixeira)

3 - "Análise de monopsônios na jurisprudência do CADE sob a Lei 12.529/11: Um campo a descobrir?" (autor: Gustavo Manicardi Schneider)

4 - "A diversidade de gênero na alta administração: Tokenismo, Conexões Pessoais e Diretoras de Enfeite" (autora: Thais Calixto de Abreu)

5 - "Incorporações de Instituições Financeiras e Regulação: Encontros e Desencontros entre os Regimes Societário, Tributário e Contábil" (autor: Yann Santos Teixeira)

6 - "A Mitigação do Aproveitamento Parasitário de Marcas à Luz do Emprego de Expressões de Uso Comum: Uma Breve Análise Jurisprudencial" (autora: Karina Cesana Shafferman)

7 - "Cláusula Take or Pay: Uma Análise Jurisprudencial de Aplicabilidade no Direito Brasileiro" (autoras: Batya Tabacnik, Laura Ustulim, Roberta Villela)

8 - "Regulamentação de Criptoativos: Óbice ao Progresso ou Intervenção Dispensável" (autora: Giulia Feitoza Germano)

9 - "A Vedação à Purga da Mora nos Contratos de Alienação Fiduciária Em Garantia Regidas Pelo Decreto-Lei 911/69 e a Eficiência Econômica" (autor: Andrey Francisco de Campos)

10 - "A Lei n. 14.195/2021 e a Extinção da EIRELI" (autor: João Victor Bonini Kehdi)

ISBN 978-65-6006-058-6



9 786560 060586 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

 **rdm**
revista de direito mercantil


EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE
DIREITO
MERCANTIL
industrial, econômico
e financeiro**

180/181

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LIX (Nova Série)
Agosto 2020/Julho 2021

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Industrial, econômico e financeiro

Nova Série – Ano LIX – ns. 180/181 – ago. 2020/jul. 2021

FUNDADORES

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROFS. PHILOMENO J. DA COSTA

e FÁBIO KONDER COMPARATO

CONSELHO EDITORIAL

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, ANA DE OLIVEIRA

FRAZÃO, CARLOS KLEIN ZANINI,

GUSTAVO JOSÉ MENDES TEPEDINO, JORGE

MANUEL COUTINHO DE ABREU,

JOSÉ AUGUSTO ENGRÁCIA ANTUNES, JUDITH MARTINS-

COSTA, LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS,

PAULO DE TARSO DOMINGUES, RICARDO OLIVEIRA

GARCÍA, RUI PEREIRA DIAS, SÉRGIO CAMPINHO.

COMITÊ DE REDAÇÃO

CALIXTO SALOMÃO FILHO, LUIZ GASTÃO PAES DE

BARROS LEÃES, MAURO RODRIGUES PENTEADO,

NEWTON DE LUCCA, PAULA ANDRÉA FORGIONI,

RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTÍN,

EDUARDO SECCHI MUNHOZ, ERASMO VALLADÃO

AZEVEDO E NOVAES FRANÇA,

FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS

DUCLERC VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO,

MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES, PAULO FERNANDO

CAMPOS SALLES DE TOLEDO, PAULO FRONTINI,

PRISCILA MARIA PEREIRA CORRÊA DA

FONSECA, JULIANA KRUEGER PELA,

JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, BALMES VEGA

GARCIA, RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES,

CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA,

ROBERTO AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,

SHEILA CHRISTINA NEDER CEREZETTI,

VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO,

MANOEL DE QUEIROZ PEREIRA CALÇAS,

MARCELO VIEIRA VON ADAMEK.

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO

MICHELLE BARUHM DIEGUES E MATHEUS CHEBLI DE ABREU.

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE

BEATRIZ LEAL DE ARAÚJO BARBOSA DA SILVA, DANIEL FERMANN,
HELOISA DE SENA MUNIZ CAMPOS, ISABELLA PETROF MIGUEL,
LARA ABOUD, LARISSA FONSECA MACIEL, LUMA LUZ, MARIA
EDUARDA DA MATTA RIBEIRO LESSA, MATEUS RODRIGUES
BATISTA, PEDRO FUGITA DE OLIVEIRA, RAFAELA VIDAL CODOGNO,
VICTORIA ROCHA PEREIRA E VIRGILIO MAFFINI GOMES,

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação trimestral da
Editora Expert LTDA
Rua Carlos Pinto Coelho,
CEP 30664790
Minas Gerais, BH – Brasil
Diretores: Luciana de Castro Bastos
Daniel Carvalho

Direção editorial: Luciana de Castro Bastos

Diagramação e Capa: Daniel Carvalho

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Andrey Francisco de Campos, Batya Iampolsky Tabacnik, Camila Villard Duran, Gabriela Forti Pimentel Teixeira, Giulia Feitoza Germano, Gustavo Manicardi Schneider, João Victor Bonini Kehdi, Juliana Facklmann, Karina Cesana Shafferman, Laura Ustulim, Paloma Alvares Sevilha, Roberta Tedeschi Villela Esteves, Thais Calixto de Abreu, Yann Santos Teixeira

ISBN: 978-65-6006-058-6

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte,

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



AUTORES

Juliana Facklmann

Professora do Insper e Advisor do Mercado Bitcoin /2TM. Ex-Diretora Global (Latam e Europa) de Regulação e Design de Produtos do Grupo 2TM. Painelista e palestrante sobre cripto e regulação financeira. Mentora do Next da Fenabac. Coordenadora da frente de DeFi e Criptoativos do LAB Inovação Financeira. Mestre e Bacharel em Direito pela USP. Mais de 20 anos de experiência em regulação do mercado financeiro e de capitais, em infraestruturas de mercado financeiro (IMF), em inovação e em criptoativos, com passagens por Pinheiro Neto Advogados, Citibank, Cetip, B3 e FGC.

Paloma Alvares Sevilha

Bacharel em Economia pelo Mackenzie e Master em Economia pela FGV. Com 15 anos de experiência, atuou em grandes infraestruturas de mercado como Cetip, BMF&Bovespa e CIP, bem como na Anbima, coordenando Comitês e Grupos Técnicos. Nos últimos 4 anos, dedicou-se à implementação de infraestruturas de mercado em blockchain, tendo atuado na Bitrust e na BEE4, onde atualmente ocupa a posição de Diretora de Produtos e IMF. É membro do GT Fintech da CVM desde 2018, das Comissões de Serviços Financeiros de Blockchain da ABNT, de grupos sobre ativos digitais da International Organization for Standardization (ISO), e da Digital Currency Global Initiative (ITU e Stanford).

Camila Villard Duran

Professora associada em direito da ESSCA School of Management, na França, e advogada especializada em direito econômico, regulação do mercado financeiro, da moeda e da crypto economia. É membro do subgrupo de Inovação e Soluções de Mercado do GT Fintech do LAB Inovação Financeira. Livre docente em economia internacional pelo Instituto de Relações Internacionais da USP. Doutora em direito com

dupla titulação de tese pela USP e pela Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Mestre e graduada em direito pela USP. Foi pesquisadora pós-doutora pelo programa Oxford-Princeton Global Leaders.

Gabriela Forti Pimentel Teixeira

Mestre em Direito Societário pela Universidade de Cambridge, Reino Unido (2023). Graduada em Direito pela Universidade de São Paulo (USP) (2020), com período de mobilidade acadêmica no Institut des Sciences Politiques (Sciences Po) de Paris (2017) e dupla diplomação em direito pela Université Lumière Lyon II (2022). E-mail: gfpt2@cantab.ac.uk.

Gustavo Manicardi Schneider

Gustavo é Diretor de Estratégia no Instituto de Direito Global, advogado no PGLaw e mestrando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da USP (FDUSP). É também bacharel em Direito pela FDUSP (2021) e coordenador do Grupo Direito e Pobreza e do Centro de Estudos Legais Asiáticos, ambos da FDUSP.

Thais Calixto de Abreu

Graduada em direito pela Universidade de São Paulo. Advogada nas áreas de direito societário e mercado de capitais em São Paulo. Coordenadora de Pesquisa do Grupo Direito e Pobreza da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Yann Santos Teixeira

Mestre em Teoria do Direito pela New York University School of Law. Graduado em Direito pela Universidade de Brasília, com formação complementada por graduação sanduíche na Justus-Liebig Universität Gießen. Graduando em Filosofia pela Universidade de Brasília. Consultor e Advogado.

Karina Cesana Shafferman

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).
Aluna do curso de *Licence en Droit* pela *Université Jean Moulin Lyon 3*.

Batya Iampolsky Tabacnik

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo, fundadora do núcleo de estudos Debt Advisory & Distressed Deals (USP). Estagiária de Societário e Reestruturação no Padis Mattar Advogados.

Laura Ustulim

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo, com dupla diplomação pelo programa PITES, em parceria com a *Université Lumière Lyon 2*, e aprofundamento de estudos na França, por um período de um ano. Pesquisadora bolsista pela FAPESP, com foco no Legalismo Autoritário e no direito de Liberdade de Expressão.

Roberta Tedeschi Villela Esteves

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo, com dupla diplomação pelo programa PITES, em parceria com a *Université Jean Moulin Lyon 3*, e aprofundamento de estudos na França, pelo primeiro semestre de 2023. Estagiária de Fusões & Aquisições no Pinheiro Neto Advogados.

Giulia Feitoza Germano

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiária em plataforma de negociação de valores mobiliários tokenizados com direito societário e mercado de capitais.

Andrey Francisco de Campos

Pós-graduado em Direito Tributário pela Escola Brasileira de Direito (EBRADI), Bacharel em Direito pelo Centro Universitário de Ourinhos (UNIFIO). Advogado.

João Victor Bonini Kehdi

Graduando em direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie de São Paulo. Formado no Colégio Visconde de Porto Seguro. Estagiário de M&A e Mercado de Capitais no Banco Safra.

SUMÁRIO

Infraestruturas de Mercado Financeiro em registro distribuído: uma abordagem institucional das atividades de Depositário Central e de Sistemas de Liquidação	15
--	----

Juliana Facklmann, Paloma Alvares Sevilha, Camila Villard Duran

O Movimento de Ascensão do Compliance Anticorrupção a partir da Promulgação do Foreign Corrupt Practices Act.....	63
---	----

Gabriela Forti Pimentel Teixeira

Análise de monopônios na jurisprudência do CADE sob a Lei 12.529/11: Um campo a descobrir?	105
--	-----

Gustavo Manicardi Schneider

A diversidade de gênero na alta administração: tokenismo, conexões pessoais e diretoras de enfeite	161
--	-----

Thais Calixto de Abreu

Incorporações de instituições financeiras e regulação: encontros e desencontros entre os regimes societário, tributário e contábil	213
---	-----

Yann Santos Teixeira

A mitigação do aproveitamento parasitário de marcas à luz do emprego de expressões de uso comum: uma breve análise jurisprudencial...	285
---	-----

Karina Cesana Shafferman

Cláusula Take or Pay: Uma análise jurisprudencial de aplicabilidade no Direito Brasileiro	311
---	-----

Batya Tabacnik, Laura Ustulim, Roberta Villela, Giulia Feitoza Germano

A vedação à purga da mora nos contratos de alienação fiduciária em garantia regidas pelo Decreto-Lei 911/69 e a eficiência econômica.. 367

Andrey Francisco de Campos

A Lei n. 14.195/2021 e a Extinção da EIRELI.....403

João Victor Bonini Kehdi

REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS: ÓBICE AO PROGRESSO OU INTERVENÇÃO INDISPENSÁVEL

Giulia Feitoza Germano (USP, São Paulo)

SUMÁRIO I. Introdução II. Visão geral III. Panorama da regulamentação de criptoativos no mundo IV. Regulamentação de criptoativos no Brasil: histórico V. Regulamentação de criptoativos no Brasil: presente e futuro VI. Considerações finais

Resumo: Este artigo trata das diferentes perspectivas acerca da premência ou não de se regulamentar o mercado de criptoativos, tendo em vista o quão raso ainda é o entendimento dos conceitos primários dessa economia pelas estruturas normativas e regulatórias. São utilizados como parâmetros de análise as abordagens de jurisdições estrangeiras, as visões de especialistas e profissionais em regulação de mercado de capitais, entre outros instrumentos de investigação. Além disso, o estudo busca explorar e explicar conceitos de ainda difícil compreensão e consenso pelos órgãos e autoridades brasileiros e mundiais, apesar de seu papel nuclear na abordagem do debate. O objeto da pesquisa representou interesse de aprofundamento acadêmico pelas crescentes manifestações práticas dos imbróglis que a indefinição teórica e normativa tangente à regulamentação de criptoativos provoca, desde a existência da inovação tecnológica e financeira no mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: Regulação - Mercado de Capitais - Criptoativos - Descentralização Financeira - Comissão de Valores Mobiliários (Brasil) (CVM)

Abstract: This article addresses the different perspectives concerning the urgency or no-urgency of Regulating the crypto assets market, considering how shallow the understanding of primary concepts in the area still is. The paper uses, as analysis parameters,

approaches of foreign jurisdictions, points of view from experts and regulatory matters professionals, among Other tools of investigation. Furthermore, the study aims to explore and elucidate concepts that remain challenging to comprehend and achieve consensus on by both Brazilian and global regulatory bodies and authorities, despite their crucial role in the ongoing debate. The research subject has generated academic interest due to the increasing practical manifestations of the complexities resulting from the theoretical and normative uncertainties surrounding cryptocurrency regulation, which have persisted since the emergence of technological and financial innovation in the capital market.

KEYWORDS: Regulation – Capital Markets – Crypto assets – Financial Operations – Decentralized Finance – Fintechs – Smart Contracts

1. INTRODUÇÃO

“Anárquica, orgânica, surreal”. É a descrição do arquiteto e arqueólogo James Crawford da Cidade Murada de Kowloon - enclave chinês na Península de Kowloon, Hong Kong -, que em seu auge entre os anos 70 e 80 abrigou mais de 33 mil residentes em apenas dois hectares de terra. Quase 120 vezes mais densa que Nova Iorque, foi a maior favela vertical da história: “não havia lei vigente. Era uma sociedade anárquica, autorregulada e autodeterminada³⁹¹”. Uma forma de ordem social estabelecida fora dos desenhos estatais, devido à incapacidade governamental em prover a devida segurança e confiança aos cidadãos no sistema, a Cidade proporcionou cada aspecto de uma comunidade ordinária (habitação, trabalho, escolas, produção, comércio, trocas e lazer), ao passo que foi palco de múltiplas histórias nas quais crime e corrupção estavam profundamente arraigados.

391 CRAWFORD, James. **Fallen Glory: The Lives and Deaths of History 's Greatest Buildings**. 1a edição. Reino Unido: Picador, março de 2017

O contexto acima trata de uma sociedade heterotópica não mais existente, mas sobre a qual é perfeitamente possível estabelecer um paralelo com o atual sistema de *Decentralized Finance* - “sem exigências para permissões de planejamento, as estruturas eram elevadas a uma velocidade impressionante” (CRAWFORD, J., 2017, tradução nossa). Desconsiderando as diferentes motivações de suas respectivas formações histórico-culturais, ambas se deram na tentativa de se apartar de um sistema corrente, de controle centralizado, ineficiente, com falta de interoperabilidade e opacidade nas relações centro-periferia. Também como Kowloon, a estrutura DeFi passou por enorme crescimento desde sua criação (a capitalização do mercado de criptoativos cresceu 3,5 vezes em 2021 para US\$2,6 trilhões³⁹²), o que pode ser atribuído a ambas, em parte, pela ausência de normas e regulamentação que traçasse limites e competências em sua atividade.

Dessa maneira, tem-se que o espaço DeFi foi criado na expectativa de afastar investidores da ineficiência gerada pelo sistema financeiro centralizado, gerador de perdas de oportunidades de crescimento pelas inúmeras taxas, falta de transparência e lentidão no processamento de operações, a exclusão de agentes e mecanismos de regulação também trouxe à tona diversos transtornos até então incapazes de serem resolvidos com imediatas soluções de *software* e código. Entre elas, tem-se que criptoativos e *blockchain* têm sido usados para os conhecidos esquemas de pirâmide, lavagem de dinheiro, evasão de dívidas, manipulação de preços, fraude, *insider trading*, entre outros crimes e mecanismos de desequilíbrio entre os agentes do mercado.

Esse cenário preocupa as autoridades, tendo elas o reconhecimento de que a esfera dos criptoativos está longe de ser livre de riscos: a instabilidade de seu valor pode ser ameaçadora (entre dezembro de 2017 e fevereiro de 2018, o preço do Bitcoin caiu de US\$20 mil para menos de US\$7 mil), diversos ICOs³⁹³ foram descobertos como esquemas fraudulentos, *tokens* legítimos correram risco de serem

392 FSB - FINANCIAL STABILITY BOARD. **FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities**, 11 de julho de 2022.

393 Initial Coin Offering, ou, em tradução livre, Oferta Inicial de Moeda

roubados e algumas *exchanges* (corretoras de criptomoedas) tiveram seus sistemas invadidos por hackers (em fevereiro de 2014, a segunda encarnação da Silk Road, Silk Road 2.0, teve sua plataforma hackeada - um *bug* no protocolo foi explorado para que mais de 4.400 bitcoins fossem roubados)³⁹⁴.

Outrossim, uma controvérsia pouco abordada é como o mercado de criptoativos impacta os fatores de ESG. Segundo o banco de dados Digiconomist³⁹⁵, a pegada de carbono anual do bitcoin é de 71,14 Mt CO₂, comparável à pegada da Grécia. Ainda, conforme o CCAF³⁹⁶, a pegada de energia do bitcoin, que se liga à produção de blocos componentes das cadeias, consegue sozinha ser maior que a da Argentina em um só ano. Para mais, a estimativa de que o consumo de energia para uma operação de cartão de crédito é mais de 450 mil vezes menor do que uma transação de bitcoin, com impacto de pegada de carbono 710 mil vezes menor.

Dessa forma, o atual presidente da CVM, João Pedro Nascimento, compara o quadro com o surgimento de automóveis no início do século XX, quando o medo e estranhamento com os carros levaram à criação dos cintos de segurança, dos semáforos e outros dispositivos de segurança, para que assim fossem protegidos seus usuários e a invenção tivesse proveito e utilidade máximas. Em concordância vai a fala de Henrique Meirelles, ex-ministro da Fazenda e conselheiro da *exchange* Binance, para o jornal Valor Econômico, na qual diz que o segmento de criptoativos traz desafios regulatórios que urge por discussão e revisão no meio acadêmico, em âmbitos jurídico, político e econômico, tendo em vista que o setor propicia qualidade de serviços financeiros capazes de alterar o panorama que o mercado hoje funciona. “Em resumo: esse é o futuro. O que temos agora é

394 Digiconomist. **Bitcoin Energy Consumption Index**. Disponível em: <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption/>, 2021.

395 Finance & economics section - Policing the wild frontier. **Regulating virtual currencies and ICOs**.

The Economist [online], London, 27 de abril de 2018.

396 Cambridge Center for Alternative Finance, centro de estudos da Faculdade de Economia da Universidade de Cambridge

organizar isso da melhor maneira possível para que se possa prestar o melhor serviço à população”³⁹⁷.

Assim, o presente texto tem como objetivos investigar como têm sido abordadas nas diferentes jurisdições as tratativas que dizem respeito à regulamentação, além de uma ampla análise em torno de sua necessidade ao pleno funcionamento do sistema de finanças descentralizadas e, mais ao final, quais medidas o Brasil tem tomado desde o surgimento da problemática e como poderia o nosso país se tornar um componente avançado na discussão global em torno da regulação de criptoativos. É necessário explicitar que, pelo escopo ao qual o *paper* se dedica a versar sobre, não serão esgotados os temas concernentes ao debate trazido no recorte, sendo elencadas principalmente abordagens gerais em detrimento de aprofundamentos, para que fosse tratada com melhor didática a questão.

2. BREVE HISTÓRIA DO MERCADO DE CRIPTOATIVOS

Antes de ser aprofundada a verificação da necessidade (ou não) de se regulamentar o sistema de operações e serviços financeiros com criptoativos, é premente que seja compreendido o assunto e como a estrutura e seu funcionamento conseguem influenciar a economia da sociedade contemporânea. Tendo em vista a relativa escassez de produção bibliográfica que verse sobre a temática - já que é como a produção de uma obra de arte que reflete a paisagem dinâmica e concomitante e cerca ambos artista e apreciador no presente -, tomemos os estudos acerca da história e evolução do DeFi.

Conforme apresenta a Universidade de Duke no curso Decentralized Finance Infrastructure, as mais primordiais transações financeiras se davam na forma de escambo (*cows for sheep*), há mais de mil anos a.C., sendo que a moeda passou a circular cerca de 600

397 SCIARETTA, Toni - Criptomoedas. **Meirelles: Cripto traz ganhos econômicos e nos serviços financeiros, mas representa desafio para regulação.** Valor Econômico [online], São Paulo, 05 de setembro de 2022.

a.C. para resolver a ineficiência criada pela valoração entre diferentes produtos. Já em 1871 ocorreu a primeira transferência com dinheiro em cédula de papel: na época, se cobrava uma taxa de 309 dólares em uma transferência monetária de 300 dólares - a exorbitante cobrança é, na visão do professor Campbell R. Harvey, uma taxa que 150 anos de história não foram capazes de alterar no enorme quadro de arrecadação por intermediários financeiros que acontece no sistema centralizado tradicional. Em 1994, vieram as primeiras formas de *internet banking* e, finalmente, em 2008, sob o pseudônimo Satoshi Nakamoto, pela pessoa ou grupo de programadores foi concebida a primeira moeda programável (“*a peer-to-peer electronic cash system*”).

A criação, comparada romanticamente no *paper* de Massad³⁹⁸ às aparições da Virgem Maria em Lourdes - por “inspirar grande fé no poder transformativo da blockchain” - adveio da necessidade de operadores financeiros se desvincularem do corrente sistema, que se mostra cada vez mais concentrado entre intermediários (principalmente bancos) incapazes de garantir a confiabilidade e a eficiência suficientes ao fluxo que o século XXI exige. De acordo com pesquisa dirigida pela plataforma de prevenção a fraudes GBG e o banco de dados Global Findex Database³⁹⁹, mais de 1,7 bilhões de pessoas no mundo estão em *unbanking*, sendo que cerca de 34 milhões de brasileiros ainda não têm acesso a bancos no país e utilizam apenas “dinheiro vivo” em transações, escancarando a falta de inclusão financeira presente neste sistema.

Além disso, as taxas por transações em cartões de créditos, somadas à adaptação do sistema por uma média de 2 dias para uma transação de mercado, que ainda é sujeita a fraudes, devoluções e grande insegurança jurídica, aprofundam a ineficiência em torno do *centralized banking*. Microtransações pouco desenvolvidas, dificuldade em exercer a liquidez de ativos, em mover dinheiro entre

398 MASSAD, Timothy G. **It's Time to Strengthen the Regulation of Crypto-Assets**. Economic Studies at Brookings, M-RCBG Associate Working Paper Reference No. 112, 2019

399 Global Findex. **The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments and Resilience in the Age of Covid-19**. The World Bank, IBRD-IDA, 2021

bancos e instituições não bancárias e a transparência deficitária dos bancos para com os clientes colocam estes à margem de confiar na regulação, restando-lhes apenas a desconfiança na saúde financeira das instituições.

É também um *status quo* propagador da desigualdade social e de oportunidades, quando projetos que deveriam ser financiados com base na qualidade da ideia e do plano de execução são negligenciados e abandonados pelas taxas (um empresário pode conceber uma grande ideia, por exemplo, com ROI - *Return on Investment* - de 25%, mas é desestimulado a obter o financiamento porque é de 24% taxa de empréstimo no cartão de crédito), ou então pela supramencionada disparidade de acesso de bilhões de pessoas a comércio digital.

Com isso, tem-se que o sistema econômico nos prende a um ambiente *no-growth*, na medida em que os bancos lucram sobre os empréstimos com o *spread*, quando, na realidade, já existem mecanismos capazes de conectar clientes entre si, eliminando o pagamento da diferença ao intermediário. Desenvolveu-se então nova estrutura para tentar resolver os problemas apontados na ordem até então dominante: para o financista Novogratz, a ordem criada é uma “[...] revolução descentralizada. Nós não confiamos nas instituições, não confiamos nas autoridades”⁴⁰⁰.

Entre os instrumentos de melhoria, as plataformas DeFi são capazes de criar *smart contracts* reutilizáveis na forma de *dApps* para executarem operações financeiras específicas, aumentando o volume de transações que o sistema pode suportar. Pela inexistência de um *overhead* organizacional, o usuário consegue se auto servir com os parâmetros do contrato inteligente da blockchain e da aplicação. Com os *keepers* - participantes externos provedores de serviço ao protocolo e incentivados por recompensas comumente estruturadas em leilões -, os usuários pagam preço de mercado pelos serviços contratados, como monitoramento de posições para garantir que sejam devidamente colateralizadas. E, ainda, com o *forking* são feitas cópias e reuso de

400 SHTEYNGART, Gary. **A Sidelined Wall Street Legend Bets on Bitcoin**. The New Yorker, Nova Iorque, 9 abr. 2018. Profiles.

códigos com melhoramentos “empilhados”, possibilitando competição a nível de protocolo e gerando a melhor plataforma de *smart contracts* possível.

Em disciplina a tal premissa de confiabilidade, pode-se notar como o crescimento da circulação e do valor da criptomoeda se deram de forma exponencial: em seus primeiros seis meses de operação (até abril de 2010), o bitcoin não possuía virtualmente qualquer valor. Após matéria da Gawker Media em 2011 sobre o uso da moeda entre a comunidade de tráfico de drogas online, seu preço mais do que triplicou em uma semana, para cerca de US\$27. Nos anos seguintes, salvo episódios que relacionavam a criptomoeda a problemas com regulação federal, infrações criminais e erros de software (e consequentemente provocaram quedas no valor dos ativos), o preço do bitcoin cresceu com estabilidade.

Com o desenvolvimento da rede Lightning (rede descentralizada de contratos inteligentes na blockchain para permitir pagamentos instantâneos entre usuários) em agosto de 2017, a avaliação da moeda passou de aproximadamente US\$998 para US\$2.700 em uma semana, atingindo a impressionante marca de US\$20.000 em dezembro do mesmo ano. Ao fim de 2021, os preços do bitcoin atingiram o nível de US\$69 mil, sendo o valor global das criptomoedas - dentre as mais famosas, além do BTC, tem-se Ethereum, Binance e Tether - superior a US\$3 trilhões, um superávit de aproximadamente US\$500 bilhões em comparação a dezembro do ano anterior. O volume estimado de transações é de mais de US\$275 bilhões em mais de 400 plataformas.

Todavia, como mencionado anteriormente, os mecanismos de garantia de confiança entre usuário e plataforma atualmente sofrem de falhas que não aparentam encontrar saídas imediatas. Em consideração aos riscos de brechas e fraudes aos quais se faz sujeito o espaço DeFi, reguladores e intermediários confiáveis precisam assumir papel mais ativo para que a esfera conquiste a confiança das próximas gerações de usuários, como pensam os economistas e pesquisadores da Faculdade de Direito da Universidade de Oxford, Balász Bodó e

Primavera de Filippi⁴⁰¹¹: “Quando a verdade está na mesa, tecnologia e teoria dos jogos não mais são suficientes para garantir a devida confiança nas operações do sistema” (tradução nossa).

Tem-se nesse horizonte um paradoxo: a inovação da blockchain se popularizou pela perda generalizada de confiança no aparato corrente e no sistema financeiro tradicional. Por tanto, a crescente crença de que o espaço DeFi carece de intermediadores e reguladores para seu fortalecimento é, na verdade, contraintuitiva e contraditória, além de gerar questionamentos. É necessário se questionar se uma regulação “do topo para a base”, tal qual é feito no sistema financeiro centralizado, seria capaz de atingir seu objetivo dentro da finança descentralizada ou seria apenas um mascaramento reacionário.

O assunto divide opiniões entre os que operam no novo sistema, quando compradores de criptoativos alegam que a imposição de sanções para obrigar as empresas e corretoras a seguirem os requisitos tradicionais de registro e supervisão pode “efetivamente matar o segmento”⁴⁰² e especialistas, por sua vez, afirmam a crescente necessidade da criação de normas que versem sobre regras ao sistema. Entre estes está Gary Gensler, presidente da SEC⁴⁰³, que reforça suas demandas para que as *exchanges* de criptomoedas, corretores e advogados do setor cumpram as mesmas regras de valores mobiliários. Segundo Gensler, “o público merece as mesmas proteções de seus clientes que eles obtêm com outros emissores de títulos”.

Antes de se discutir como as agências reguladoras atualmente se posicionam sobre seu papel na problemática e como poderiam na prática contribuir para a regulamentação da matéria, deve-se ter em mente que a própria competência desses órgãos é questionada. Ainda

401 BODÓ, Balázs e DE FILIPPI, Primavera. **Trust in Context: The Impact of Regulation on Blockchain and DeFi**. Oxford Business Law Blog, Financial Regulation, março de 2022

402 BEYOUD, Lydia - **Presidente da SEC adverte contra segmentos da indústria crypto que se ‘esquiva da regulação’**. Valor Econômico [online], São Paulo, 09 de setembro de 2022

403 Securities and Exchange Commission, equivalente a Comissão de Valores Mobiliários estadunidense

hoje não há consenso sobre o que é, de fato, um criptoativo. Enquanto a SEC declara que tratará maioria dos *tokens* ofertados por ICOs como valores mobiliários (o que representaria requisitos onerosos aos corretores), a FINMA⁴⁰⁴ divulga que serão tratados os criptoativos conforme a função que exercerem na operação - como pagamento, *utility token*, investimento, etc., ou seja, até a classificação de *token* poderá mudar com o tempo.

No caso brasileiro, em que também prevalece a incerteza acerca da conceituação apropriada, pode-se, de forma branda, atrair a competência da CVM sobre os ativos que se enquadrarem na definição do Howey Test, criado pelo *Security Exchange Act* (cujos requisitos são análogos aos versados no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76): (i) existe investimento?; (ii) o investimento é formalizado por um título ou contrato?; (iii) o investimento é coletivo?; (iv) há promessa de remuneração, oportunidade de participação ou parceria? A remuneração tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?; e (v) os títulos ou contratos são ofertados publicamente?

Sobre a demarcação se manifestou Jay Clayton em 2018 em entrevista à CNBC (canal televisivo focado em notícias do mundo dos negócios), quando era à época presidente da SEC: “criptomoedas: Elas são substituições de moedas nacionais, substitua o dólar, o euro, o iene com bitcoin. Esse tipo de moeda não é um valor mobiliário”. Assim, sob sua perspectiva, a criptomoeda não passaria no Howey Test, já que não haveria empreendimento comum onde investidores concentram seus fundos, tampouco a obrigatoriedade de agente/corretor intermediário e, ainda, o sucesso de um investidor não depende do esforço de terceiros.

Todavia, tal visão não é unânime. O caso *Munchee*, na qual a Munchee Inc., desenvolvedora de aplicativos de celular californiana, foi acusada pela SEC pela oferta pública de *tokens*, captando mais de US\$ 15 milhões. A SEC considerou que o criptoativo atendia aos requisitos do Howey Test, tendo sido, portanto, ofertado sem o

404 Swiss Financial Market Supervisory Authority, como a CVM e SEC para a Suíça

registro obrigatório e passível de punição pela agência. Como consta no Procedimento Administrativo File N°. 3-18304: “Como a Comissão discutiu no *Relatório DAO, tokens*, moedas e outros ativos digitais em blockchain podem ser valores mobiliários sob as leis federais de valores mobiliários”⁴⁰⁵ (tradução nossa).

Conhecendo o *status* legal ambíguo dos criptoativos, pode-se explorar como os agentes regulatórios abordam o problema.

3. PANORAMA DA REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS NO MUNDO

Em alinhamento com a postura libertária de grande parte dos negociadores de criptomoedas, o Japão - em 2018, a agência de serviços financeiros japonesa declarou pretensão de se tornar líder mundial no mercado e considera proposta tributária de isenção de impostos para atrair startups de criptomoedas até 2023 - e a Estônia (com ressalva às novas imposições de transparência às companhias corretoras de cripto a partir de junho de 2022, o país figurou como pioneiro e destino para as empresas de transação com a moeda programável) figuram como países com procedimento regulatório mais liberal.

Mais, seguem no lado mais liberal a França e Alemanha, com criação de estruturas flexíveis e seguras para oferta e reconhecimento de criptomoedas como forma de pagamento. O governo francês finalizou em 2021 a tramitação da *Ordonnance n° 2020-1544*⁴⁰⁶, que submete as *exchanges* a registro mandatório e rígidas regulações KYC⁴⁰⁷. Pelas autoridades alemãs, foi acordado que as moedas digitais são meios de troca ou pagamento, investimento e podem ser transferidas,

405 U.S. Securities and Exchange Commission, Administrative Proceeding File No. 3-18304 - In the Matter of MUNCHEE INC., Respondent. (Dec. 11, 2017) (available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>)

406 HAMMOND, Susannah e EHRET, Todd. **Cryptocurrency regulations by country: cryptos on the rise 2022**. Compendium. Thomson Reuters Institute, 2022

407 Do inglês *Know Your Costumer*, são processos de identificação do perfil do usuário que permitem que a empresa aponte transações suspeitas e situações que possam significar um caso de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo

armazenadas e trocadas eletronicamente. Seus órgãos tributários as consideram capital privado, sendo que para pessoas físicas, os ganhos inferiores a 600€ em menos de um ano estão isentos de cobrança tributária.

No Canadá, as autarquias regulatórias competentes (CSA e IIROC) emitiram instrução requerendo às plataformas de *cryptotrading* e negociadores que se registrem nos órgãos provinciais. Em 2021, o CRA passa a tratar das criptomoedas como *commodity* para fins tributários, de forma que se encaixem no *Income Tax Act*. No México, as criptomoedas foram proibidas em junho de 2021 sob a alegação de que, por não estarem sob o toldo legal do país, as instituições financeiras que com elas operassem estariam sujeitas a sanções administrativas. Nos Estados Unidos, além das posturas das agências previamente descritas no trabalho, tem-se que a SEC interpreta cripto como valor mobiliário (*security*), a Commodity Futures Trading Commission a enxerga como *commodity* e o Tesouro Nacional como moeda, aprofundando a dificuldade do corpo jurídico estadunidense de interpretar, legislar e julgar litígios pela falta de homogeneidade na conceituação de criptoativo.

Na América Latina, encontra-se relativo posicionamento brando: na Argentina, o órgão CNV (comparável à nossa CVM) é o responsável pela supervisão das operações, tendo o governo planejado a manutenção do registro das transações. Os ganhos obtidos com a arrecadação tributária variam de 4% a 6,5% sobre o lucro bruto de cada transação com moeda digital. A Bolívia prosseguiu em 2014 com banimento do uso de criptomoedas sob a justificativa de que a utilização poderia facilitar a evasão tributária e a instabilidade da moeda nacional. As autoridades chilenas, por sua vez, promulgaram em 2018 o *Oficio* n° 963, que, dentre outras disposições, requeria a declaração da “venda de moedas estrangeiras legalmente correntes ou ativos digitais/virtuais, como criptomoedas”.

Por outro lado, o governo chinês se mostra alerta sobre como as novas moedas podem evadir o escopo de controle do Estado. Em 2017, foram banidas as transações domésticas e em 2018 fez de alvo os

websites que flutuavam sobre a proibição. Órgãos oficiais convocaram, inclusive, autoridades locais para suprimir o fornecimento de energia de mineradores de bitcoin, que passaram a migrar para outros países, como o Japão. Entretanto, o país foi epicentro da mineração de cripto pelos baixíssimos custos com eletricidade: no seu auge, é estimado que mais de 65% de toda a mineração ocorria na China.

Pan Gongsheng, vice-presidente do Banco da China, aludiu ao ditado de Confúcio, quando disse: “se sentar à margem do rio e esperar, verá os corpos do bitcoin boiando”, tentando prever a ruína vertiginosa das economias que optassem por apoiar o novo sistema financeiro. Também em 2018, a Coreia do Sul, que até então se mostrava inerte à regulamentação, declarou que as moedas virtuais seriam extintas, com petições de consulta pública não oficiais angariando mais de 200 mil assinaturas em apoio ao banimento. De maneira semelhante, o banco nacional indiano baniou a circulação com criptomoedas em 2018, mas sua Suprema Corte decidiu em 2020 pela derrubada da proibição. Hoje, apesar do início de processamento de regulamentação sobre o tópico, a lei debatida teve tramitação suspensa. Em abril deste ano, foi proibido o uso das palavras “moeda, ações, custodiante e depositários” em anúncios e propagandas por corretoras de cripto, considerando que consumidores as associariam a produtos devidamente regulados.

A União Europeia também tem, desde 2020, estruturado arcabouço legal para regular emissores de criptoativos ainda não abarcados pela norma existente: o MiCA - Regulamento dos Mercados de Criptoativos Europeu. A proposta obriga provedores de serviços com cripto ativos a obedecer fortes requisitos de proteção às carteiras dos consumidores, além de agora terem responsabilidade legal caso “percam” os ativos dos investidores. O MiCA também versa sobre quaisquer tipos de abusos de mercado relacionados a transações ou serviços em geral, principalmente manipulação de preços e negociação *insider*. Agentes do mercado estarão sujeitos a declarar informações sobre seu impacto ambiental e pegadas climáticas, sendo que a Comissão Europeia está incumbida da produção de relatórios bianuais sobre o impacto ambiental dos criptoativos, introduzindo

padrões de conduta aos mecanismos tecnológicos com mínimo de obediência pelas empresas.

Não só isso, mas emissores de ARTs - *Asset-referenced tokens*, ativos baseados em moeda não europeia, deverão ter ao menos uma base operacional registrada em território da UE para que seja garantida ao usuário a devida supervisão e monitoramento de suas ofertas. Além disso, os provedores (CASPs - *Crypto-asset Service Providers*) precisarão de autorização da União Europeia para operarem dentro de seus limites territoriais, tendo as autoridades regulatórias nacionais o *timeframe* de emitir a anuência em até três meses a partir do requerimento.

Envolvendo o cenário global e tendo como um de seus objetivos o debate entre líderes mundiais sobre a necessidade de atuação no mercado de criptoativos, a reunião em Buenos Aires do G20, ocorrida em março de 2018, resultou nos países presentes acordando em estabelecer, com previsão para outubro de 2022, iniciativas uniformes para a regulação. A despeito do caráter não vinculante do planejamento traçado no *summit*, a conclusão de que os mercados de cripto devem ser sujeitos a regulação eficaz pelos riscos que colocam a níveis doméstico e internacional foi recíproca entre os integrantes⁴⁰⁸.

4. REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS NO BRASIL: HISTÓRICO

No Brasil, apesar de incipiente a argumentação, muito se tem produzido, principalmente com a corrente tramitação do Projeto de Lei nº 4.401/2021, que regulamenta o funcionamento das empresas prestadoras de serviços de ativos virtuais. Porém, anterior à produção legislativa, foram identificadas questões conflituosas e específicas na relação entre o fluxo de criptomoedas e a infraestrutura administrativa brasileira.

408 FSB - FINANCIAL STABILITY BOARD. FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities, 11 de julho de 2022.

Como exemplo disso, se encontra o impasse no processamento de mercadorias importadas: o desembaraço aduaneiro pressupõe a declaração de importação, obrigatoriamente liquidado perante o Banco Central, mas capaz de pagamento por criptomoedas - apesar da existência de sanções para o descumprimento da liquidação, ainda não foram confeccionados meios para que o importador comprove o pagamento por cripto.

Além do mais, unindo-se a temas de Direito das sociedades empresariais, é obstaculizada também a integralização do capital social de pessoa jurídica com criptomoedas, já que a legislação em vigor permite a transferência de quaisquer bens ao patrimônio da sociedade para o cumprimento dessa obrigação do sócio, desde que “suscetíveis de avaliação pecuniária” em moeda corrente (art. 997, III, Lei 10.406/02). Com a possibilidade de assim prosseguir, o balanço patrimonial das sociedades estaria interligado à volatilidade do mercado. Outro exemplo é sobre como deve recair o desenho tributário sobre as moedas digitais: são diferentes os possíveis enquadramentos, a depender de como será interpretada a definição da moeda - operação financeira, prestação de serviços, comercialização de mercadorias digitais ou alternativas.

No âmbito dos tribunais nacionais na discussão de cripto, os diferentes graus já tiveram por vezes de julgar litígios envolvendo penhora de criptomoedas em processos de execução. Como casos, tem-se a decisão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, que em 2019 indeferiu recurso em Agravo de Instrumento tirado de ação que pedia penhora de bitcoins segurados pelo executado. A negativa se justifica no fato de os bens em questão possuírem lastro e não serem regulamentados pelo Banco Central ou pela CVM; ainda haveria dificuldade na efetivação e gerenciamento da penhora nos autos⁴⁰⁹. Com semelhante intento, a decisão de Agravo de Instrumento pelo mesmo tribunal indeferiu pedido de expedição de ofício às *exchanges* pela “ausência de regulamentação no Brasil acerca da comercialização

409 TJSP. Agravo de Instrumento 2059251-85.2018.8.26.0000 - 9ª Câmara de Direito Privado - Rel. Galdino Toledo Júnior - DJ nov/2019.

de moedas criptografadas [...], que não se confunde[m] com as chamadas moedas virtuais, não são referenciadas em reais ou em outras moedas estabelecidas por governos soberanos”⁴¹⁰²⁰.

Em congruência com Barossi-Filho e Sztajn⁴¹¹, o atual estado regulatório do mercado de moedas virtuais poderia levar a “desastres financeiros” pela falta de supervisão de autoridades monetárias, falta de garantia de conversibilidade em outras moedas e inexistência de lastro. Com essas faltas, não há formas claras de determinação da paridade de criptomoedas com outros bens e tampouco a liquidez característica das moedas de curso forçado.

É relevante rememorar que os criptoativos não podem ser considerados moedas do ponto de vista jurídico por estrita incompatibilidade com o ordenamento jurídico, já que se tem como competência exclusiva da União (na figura do Banco Central) a emissão de moeda, vide art. 21, VII, da Constituição Federal de 1988. Portanto, para manutenção da congruência com a Carta Magna, é preciso ter em mente tal diferenciação semântica.

Tendo em vista as carências inerentes ao Brasil, olhemos o histórico das tratativas legislativas do país quanto à regulamentação. Em 2013 se deu a primeira ICO na economia brasileira, com arrecadação do Mastercoin de R\$5 milhões, sendo que de 2014 a 2021 as operações somaram mais de 15 mil. As iniciativas do Legislativo estrearam com o PL n° 2.303/15, que dispunha sobre a inclusão de moedas virtuais e programas de milhagens aéreas nos arranjos de pagamento sob guarda do Banco Central do Brasil. Em seguida, o PL n° 2.060/19 visava dispor sobre o regime jurídico de criptoativos e o PL n° 3.835/19 propunha a regulamentação do mercado pela definição de conceitos e diretrizes inéditos, mais a supervisão e fiscalização pelo Banco Central e pela CVM, com medidas de combate à lavagem

410 TJSP. Agravo de Instrumento 2173523-24.2020.8.26.0000 - 10ª Câmara de Direito Privado - Rel. Elcio Trujillo - DJ out/2020

411 BAROSSO-FILHO, Milton; SZTAJN, Rachel. **Natureza Jurídica da Moeda e Desafios da Moeda Virtual**. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Ano 1 (2015), nº 1, p. 1669-1690. Disponível em:

<https://www.cidp.pt/revis-tas/rjlb/2015/1/2015_01_1669_1690.pdf>.

de dinheiro e financiamento ao terrorismo, penalidades à gestão fraudulenta de *exchanges* de criptoativos e alterações em leis como a Lei nº 6.386/76 (criadora da CVM).

Em adição aos projetos de lei, as agências e órgãos regulatórios nacionais já se manifestaram por vezes. Como casos, tem-se o Comunicado BACEN nº 25.306/14, diferenciando criptoativos de moedas eletrônicas; a nota CVM de outubro de 2017 “a respeito do tema Initial Coin Offering”, na qual a Autarquia declara que tomará, quando for avaliado apropriado, as “medidas cabíveis no âmbito de sua competência legal”; o Ofício Circular CVM/SRE nº 01/18, que reconhece ICOs e ativos virtuais como desafios aos reguladores do mercado financeiro nas diversas jurisdições; a Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.888/2019, que disciplinou a obrigatoriedade de prestação de informações relativas às operações realizadas com criptoativos; e a Resolução CMN nº 4.865/20, que instituiu *sandbox* regulatório - espaço experimental em que admitidos recebem autorizações limitadas em competência e ao tempo, para desenvolver atividades no mercado de capitais - para observação de diretrizes de funcionamento em ambiente controlado de testes para inovações financeiras e de pagamento. Como demonstração da presença destes órgãos, a CVM aprovou, em fins de 2021, o primeiro mercado autorizado a negociar ações tokenizadas em território brasileiro, o Balcão Organizado BEE4, dentro do âmbito do *sandbox*, proporcionando o financiamento de empresas emergentes pelo mercado de capitais.

5. REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS NO BRASIL: PRESENTE E FUTURO

A principal questão de regulamentação brasileira na atualidade é o PL nº 4.401/19 (de numeração antiga já citada nº 2.303/15). Apesar do lento andamento do projeto, a CVM apontou pontos de desacordo com o traçado legal do texto. A principal divergência reflete a exiguidade de definição precisa de determinados criptoativos: o parágrafo único do artigo primeiro limita a nova regulação aos ativos fora da área de

competência da CVM, o que não abrangeria a maioria dos *tokens* que não se encaixam como valores mobiliários ou não mobiliários, causando até certa medida vácuo regulatório que deveria ser prevenido.

Aliás, o último inciso do artigo terceiro exclui do escopo da nova lei os produtos financeiros que já tenham previsão em lei ou regulamento anterior. Tal disposição poderia colocar em xeque digitalizáveis com texto que já os incluem, como os créditos de carbono, recebíveis, precatórios e *tokens* diversos, simplesmente pela nova redação desconsiderá-los como ativos digitais.

O Banco Central também se manifestou no debate dos dispositivos a serem incluídos, oferecendo oposição à ideia de parlamentares de tratar a segregação do patrimônio entre corretoras e clientes, quando esta foi apoiada pelas corretoras nacionais. O jornal Valor Econômico reportou em matéria⁴¹² que o atual diretor da CVM João Accioly defende aperfeiçoamentos pontuais no projeto de lei, como a tratada definição de ativo virtual, a insegurança jurídica da referência pouco específica ao CDC, a exigência de autorizações prévias, e, inclusive, a necessidade de previsão de segregação patrimonial entre *exchange* e clientes. Contudo, as manifestações de apontamentos pelas autarquias também têm sido criticadas pela inércia das falas, levando em conta que a proposta de lei tramita há mais de 5 anos e a pressão por mudanças significativas poderiam inviabilizar a aprovação do texto e retornar a regulamentação ao *status quo ante*, mesmo que se dessem as alterações pelo bem da segurança jurídica.

Nessa seara, o COAF - Conselho de Controle de Atividades Financeiras - suspendeu em setembro deste ano o canal pelo qual as *exchanges* informam operações financeiras consideradas suspeitas e fraudulentas. O registro de tais irregularidades é obrigatório a todos os entes corretores do setor financeiro, porém, pela omissão legislativa em estabelecer a exigência da submissão, a imposição às corretoras de bitcoin foi derrubada (à Receita, entretanto, desde agosto de 2019

412 SCIARETTA, Toni e BOMFIM, Ricardo - **CVM aponta gargalos e regulação 'cripto' pode voltar à estaca zero.** Valor Econômico [online], São Paulo, 01 de setembro de 2022.

é imposta a declaração das operações). Sobre o tema, o diretor da ABCripto - Associação Brasileira de Criptoeconomia - demonstrou frustração, já que a instituição “[...] acredita em uma regulação robusta como incentivador do mercado cripto e como forma de construir um mercado mais rígido⁴¹³”.²³ O reporte de operações suspeitas pelas corretoras é uma forma de proteção das próprias empresas, assim como dos clientes, se fazendo premente a reinserção da obrigatoriedade por meio das novas normas.

Tratando do comportamento das autarquias reguladoras com modalidades de investimento mais específicas, que apesar de menos conhecidas e compreendidas ainda do que o próprio conceito de criptomoeda, tem-se a recente discussão sobre investimentos indiretos em criptoativos por ETFs - Exchange Traded Funds. Os pedidos de listagem de ETFs de Bitcoin na bolsa de valores se iniciaram ainda em 2013, entretanto essa via de investimentos só encontraria aprovação pela SEC em fins de 2021 - a agência postergou as autorizações por receio das manipulações de preço que poderiam ocorrer fora de sua vigilância, tendo em vista que o ativo é amplamente negociado em corretoras sem sua regulação.

No Brasil, a disputa remonta ofícios emitidos pela CVM em 2018, nos quais a autarquia declara que, em respeito à Instrução CVM 555⁴¹⁴ e pela “indefinição da natureza jurídica e econômica dessa modalidade de investimento”, as criptomoedas não são classificadas como ativos financeiros e, por conta disso, não seria permitida a aquisição direta pelos fundos de investimento regulados. Mais adiante, no Ofício 11/2018, complementar ao suprarrelatado 1/2018, é dito que, conforme os artigos 98 e seguintes da ICVM citada, é autorizado, dentro dos investimentos externos, o investimento indireto em criptoativos pela aquisição de cotas de fundos e derivativos. Todavia, em seguida é imposta ao gestor a adoção de diligências para minimizar o risco de financiamento de operações ilegais, lavagem de dinheiro,

413 OLIVON, Beatriz - **Coaf fechará canal usado por corretoras de criptomoedas**. Valor Econômico [online], São Paulo, 31 de agosto de 2022.

414 Instrução CVM Nº 555, art. 2º, V, trata da definição de ativos financeiros pela lei.

operações fraudulentas e práticas não-equitativas. É adicionado aos deveres fiduciários dos administradores a verificação de obediência dos criptoativos negociados a determinados critérios, como:

i) *free open source software*; tecnologia pública, transparente, acessível e verificável por qualquer usuário; inexistência de arranjos que fomentam conflitos de interesse; técnicas agressivas de venda; liquidez de negociação do criptoativo; natureza da rede e validação dos softwares utilizados e qual o perfil do time de desenvolvedores e seu grau de envolvimento com o projeto.

O conservadorismo brasileiro com a temática foi, entretanto, interrompido em agosto de 2021, quando se iniciaram as negociações de cotas do primeiro ETF de criptomoedas na B3⁴¹⁵, com o lançamento do fundo de índice da Hashdex, atrelado ao Nasdaq⁴¹⁶. Ainda, o Brasil foi o terceiro país do mundo a aprovar o tipo *spot*, sendo que em setembro de 2022 são 8 os ETFs de cripto listados na B3, com as gestoras Hashdex e QR Capital como proeminentes.

Já nos Estados Unidos, o debate é acalorado entre as emissoras e gestoras, considerando que desde a primeira aprovação de lançamento de ETF de Bitcoin no país - com o fundo ProShares Bitcoin Strategy -, apenas negociadoras de futuros de bitcoin (como os derivativos contratos financeiros futuros) tiveram permissão de abertura, tendo as propostas de ETFs *spot de bitcoin* - “à vista” - sido rejeitadas (inclusive com recente abertura de processo da Grayscale Bitcoin Trust contra a SEC após rejeição do pedido de lançamento do fundo). A agência, ao contrário da CVM, entende que a falta de regulação torna perigosa demais a exposição direta de investidores à possibilidade de manipulação de preços por ETFs à vista - extremamente paradoxal, já que o investidor americano pode comprar bitcoin nas próprias *exchanges* que lá operam. O mesmo não pode ser feito no Brasil, cujo Ofício Circular CVM 11/2018 inviabiliza a custódia e emissão de

415 B3 - Brasil, Bolsa, Balcão é o espaço da bolsa de valores brasileira que possibilita a realização de operações com diferentes classes de ativos.

416 Nasdaq - National Association of Securities Dealers Automated Quotations - é o segundo maior espaço de bolsa de valores a níveis estadunidense e global.

criptoativos por empresas brasileiras e acaba por exportar o mercado para economias estrangeiras, sem razoabilidade em sua justificativa. Como exemplo prático recente da contradição, a CVM emitiu em setembro deste ano uma *stop order* de cumprimento imediato à ByBit, *exchange* cripto de Cingapura, alegando que captava recursos de investidores brasileiros para aplicação em valores mobiliários sem autorização de atuação como intermediário, considerando que apenas a B3 pode ofertar *securities* no país.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No desenvolvimento do presente trabalho, foi pesquisado como o embaraço semântico entre as diferentes jurisdições tolhe o pleno exercício do direito comparativo com estruturas legislativas de economias mais robustas, o que dificulta o uso da análise de entendimentos sobre regulamentação de criptoativos de órgãos fiscalizadores estrangeiros para compreensão dos meios de aprimoramento da conformação normativa e regulatória brasileira da criptoeconomia. À medida em que o Brasil avança na 7ª posição entre países que mais negociam criptoativos⁴¹⁷, cresce a necessidade de que legisladores, acadêmicos e magistrados brasileiros cada vez mais antecipem os conflitos advindos das inovações tecnológicas e financeiras do DeFi, de modo a tornar o país igualmente avançado no âmbito regulatório como o é na esfera de investimentos.

A despeito do progresso nacional na matéria, como demonstrado pelo processamento legislativo recente e aprovação de modalidades ousadas de investimento, há um longo caminho a ser percorrido pelas autoridades brasileiras, como também pelas corretoras e gestoras de ativos digitais. Como pensam De Filippi e Wright, é preciso que sejamos criativos. A regulamentação e a inovação no setor financeiro dançam como a terceira lei de Newton, na qual uma ação, como a tributação

417 The 2022 Global Crypto Adoption Index: **Emerging Markets Lead in Grassroots Adoption, China Remains Active Despite Ban, and Crypto Fundamentals Appear Healthy.** Chainalysis, 14 de set de 2022.

dos criptoativos, pode produzir uma reação oposta: induzir o mercado a comportamentos mais apropriados e tirar a indústria do estado de inércia de modo que ela mesma inove em sua autorregulação.

REFERÊNCIAS

BAROSSO-FILHO, Milton; SZTAJN, Rachel. *Natureza Jurídica da Moeda e Desafios da Moeda Virtual*. *Revista Jurídica Luso-Brasileira*, Ano 1 (2015), nº 1, p. 1669-1690. Disponível em: <https://www.cidp.pt/revis-tas/rjlb/2015/1/2015_01_1669_1690.pdf>.

BODÓ, Balázs; DE FILIPPI, Primavera. **Trust in Context: The Impact of Regulation on Blockchain and DeFi**. *Oxford Business Law Blog*, Financial Regulation, março de 2022. Disponível em: <<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=23309409507806707806602112011107079072065094010121079027127109106&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>. Acesso em 24 de setembro de 2022.

CASEY, Michael J.; VIGNA, Paul. *The Truth Machine: The Blockchain and the Future of Everything*. EUA: Macmillan, 21 de fevereiro de 2018.

Chainalysis. **The 2022 Global Crypto Adoption Index: Emerging Markets Lead in Grassroots Adoption, China Remains Active Despite Ban, and Crypto Fundamentals Appear Healthy**. Chainalysis, 14 de set de 2022.

CRAWFORD, James. **Fallen Glory: The Lives and Deaths of History's Greatest Buildings**. 1ª edição. Reino Unido: Picador, março de 2017.

Economist. Finance & Economics section - Policing the wild frontier. **Regulating virtual currencies and ICOs**. The Economist [online], London, 27 de abril de 2018.

FSB - FINANCIAL STABILITY BOARD. **FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities**, 11 de julho de 2022.

Global Findex. **The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments and Resilience in the Age of Covid-19.** The World Bank, IBRD-IDA, 2021

HAMMOND, Susannah e EHRET, Todd. **Cryptocurrency regulations by country: cryptos on the rise 2022.** Compendium. Thomson Reuters Institute, 2022. Disponível em: <<https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/wp-content/uploads/sites/20/2022/04/Cryptos-Report-Compendium-2022.pdf>>. Acesso em 23 de setembro de 2022.

MASSAD, Timothy G. **It's Time to Strengthen the Regulation of Crypto-Assets.** Economic Studies at Brookings, M-RCBG Associate Working Paper Reference No. 112, 2019. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/Timothy-Massad-Its-Time-to-Strengthen-the-Regulation-of-Crypto-Assets-2.pdf>>. Acesso em 22 de setembro de 2023.

NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System.** Disponível em:<<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2022.

OLIVON, Beatriz. **Coaf fechará canal usado por corretoras de criptomoedas.** Valor Econômico [online], São Paulo, 31 de agosto de 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2022/08/31/coaf-fechara-canal-usado-por-corretoras-de-criptomoedas.ghml>>. Acesso em 13 de setembro de 2022.

SEC - U.S. Securities and Exchange Commission, **Administrative Proceeding File No. 3- 18304** - In the Matter of MUNCHEE INC., Respondent. (Dec. 11, 2017) (available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>)

TAPSCOTT, Don e TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World.** EUA: Penguin, 2016.

TJSP. **Agravo de Instrumento 2059251-85.2018.8.26.0000** - 9ª Câmara de Direito Privado - Rel. Galdino Toledo Júnior - DJ nov/2019.

. **Agravo de Instrumento 2173523-24.2020.8.26.0000** - 10ª Câmara de Direito Privado

- Rel. Elcio Trujillo - DJ out/2020

SCIARETTA, Toni. **Meirelles: Cripto traz ganhos econômicos e nos servi- ços financeiros, mas representa desafio para regulação.** Valor Econômico, v. 1, n. 1, 5 set. 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/criptomoedas/noticia/2022/09/05/meirelles-cripto-traz-ganhos-economicos-e-nos-servicos-financeiros-mas-representa-desafio-para-regulacao.ghhtml>> Acesso em: 28 set. 2022.

e BOMFIM, Ricardo. **CVM aponta gargalos e regulação ‘cripto’ pode voltar à estaca zero.** Valor Econômico [online], São Paulo, 01 de setembro de 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/09/01/senador-critica-texto-do-pl-das-criptomoedas-e-sugere-criao-de-nova-proposta-do-zero.ghhtml>>

SHTYNGART, Gary. **A Sidelined Wall Street Legend Bets on Bitcoin.** The New Yorker, Nova Iorque, 9 abr. 2018. Profiles. Disponível em: <<https://www.newyorker.com/magazine/2018/04/16/a-sidelined-wall-street-legend-bets-on-bitcoin#:~:text=In%202013%2C%20Novo-gratz%20put%20seven,than%20sixty%20times%20that%20amount>>. Acesso em 22 de setembro de 2022.

