

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

Rebeca de Barros Alves

A Realização de *Initial Coin Offering* no Mercado de Capitais Brasileiro

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

São Paulo

2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Rebeca de Barros Alves

A Realização de Initial Coin Offering no Mercado de Capitais Brasileiro

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de BACHAREL em Direito, sob orientação do Prof. Dr. Marcus Elidius Michelli de Almeida.

São Paulo

2022

Rebeca de Barros Alves

A Realização de *Initial Coin Offering* no Mercado de Capitais Brasileiro

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de BACHAREL em Direito, sob orientação do Prof. Dr. Marcus Elidius Michelli de Almeida.

Aprovado em:

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao meu orientador, Prof. Dr. Marcus Elidius Michelli de Almeida, por ter me apoiado na escolha do presente tema, mesmo diante da possível escassez informacional e recentes inovações acerca do assunto.

Agradeço aos profissionais que me apresentaram ao tema e a todos os entusiastas da matéria, que vêm diariamente desdobrando as inovações apresentadas pelo mercado para seu melhor entendimento e regulação. Em especial, agradeço à minha mãe, ao meu irmão, às minhas amigas e àqueles que se interessaram ao me ouvir falando incansavelmente sobre um assunto até então estranho, mas que rapidamente se tornaria recorrente em todas as situações que eu pudesse inseri-lo.

Por fim, agradeço ao meu pai que, apesar de não estar presente para ouvir as demasiadas vezes sobre as quais falei com entusiasmo sobre criptoativos, teria encarado toda discussão com animação muito similar (senão maior) à minha.

"Não peça coerência ao mistério nem peça lógica ao absurdo." Lygia Fagundes Telles. São Paulo: Companhia das Letras, 2018.

RESUMO

Neste trabalho, serão tratadas questões jurídicas e regulatórias relacionadas ao *Initial Coin Offering* à luz das regulamentações brasileiras e internacionais vigentes, com exame de conceitos necessários ao completo entendimento acerca do tema, como o de criptomoedas, valores mobiliários e os procedimentos relacionados a este tipo de oferta, incluindo recentes adventos regulatórios dos órgãos e autarquias responsáveis pelo assunto.

Para esta análise, serão abordados os diferentes tipos de *tokens* e quais são relevantes para as questões jurídicas e regulatórias no país. Ainda, para que o entendimento acerca do assunto seja integral, conceitos básicos relacionados ao mercado financeiro também serão tratados, como a estrutura do mercado de capitais, competência e atribuições de cada um de seus órgãos e autarquias, todos de entendimento sumário para a análise do tema supracitado.

A partir deste estudo, objetiva-se questionar se a legislação atual estaria apta à regularização dos desafios relacionados aos *Initial Coin Offering* (ICOs). O intuito é apontar possíveis incapacidades legislativas e eventuais lacunas que impedem que a realização de ofertas públicas de *tokens* seja realizada de forma diligente e segura no mercado, possibilitando uma forma alternativa – e cada vez mais presente no mercado – de captação de recursos financeiros pelos mais variados tipos de veículos.

Por meio da aplicação de métodos dedutivos e pesquisa bibliográfica e documental, este trabalho objetivou fazer uma análise a respeito do arcabouço jurídico vigente no Brasil, assim como tendências internacionais e seus respectivos reguladores.

Palavras-Chave – Initial Coin Offering, Mercado de Capitais, Tokens, Tokenização, Regulação

ABSTRACT

This paper will address legal and regulatory issues related to Initial Coin Offering considering current Brazilian and international regulations, examining the necessary concepts for a complete understanding of the topic, such as cryptocurrencies, securities and the procedures related to this type of offering, including recent regulatory advancements of the agencies and autarchies responsible for the matter.

For this analysis, the different types of tokens will be covered, and which are relevant to the legal and regulatory issues in the country. Besides that, in order to fully understand the subject, basic concepts related to the financial market will also be addressed, such as the capital market structure, competence and attributions of each of its agencies and autarchies, all of them of summary understanding for the analysis of the aforementioned theme.

From this study, the objective is to question whether the current legislation would be able to regulate the challenges related to ICOs. The intention is to point out possible legislative incapacities and gaps that prevent token public offerings from being conducted diligently and safely in the market, enabling an alternative – and increasingly present in the market – way of raising financial resources by the most varied types of vehicles.

By applying deductive methods and bibliographic and documental research, this work aims to analyze the legal framework in force in Brazil, as well as international trends and their respective regulators.

Keywords – Initial Coin Offering, Capital Markets, Tokens, Tokenization, Regulation

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 MERCADO DE CAPITAIS NO SÉCULO XXI.....	11
2.1 Órgãos Reguladores.....	11
2.1.1 CMN.....	12
2.1.2 Banco Central do Brasil (BACEN).....	13
2.1.3 Comissão de Valores Mobiliário (CVM).....	13
2.1.4 ANBIMA.....	14
3 PRINCIPAIS TRANSFORMAÇÕES DO MERCADO AO LONGO DOS ANOS E SURGIMENTO DOS CRIPTOATIVOS	15
3.1 Criptoativos.....	15
3.1.1 História do surgimento dos criptoativos.....	15
3.1.2 Definição.....	16
3.1.3 Diferença entre criptoativos e <i>tokens</i>	17
3.2 Tipos de <i>Tokens</i>.....	19
3.2.1 <i>Payment Token</i>	19
3.2.2 <i>Utility Token</i>	19
3.2.3 <i>Asset Token</i>	20
3.2.4 Demais tipos de <i>tokens</i>	20
4 INITIAL COIN OFFERING E OUTROS CONCEITOS JURÍDICOS.....	22
4.1 O que é valor Mobiliário?.....	22
4.1.1 <i>Howey Test</i>	23
4.2 O que é <i>Initial Coin Offering</i> (ICO)?.....	25
4.2.1 Diferença entre IPO e ICO.....	27
4.3 A CVM em relação à realização de ICO.....	27
4.3.1 <i>Tokens</i> relevantes quanto à forma de regulação.....	27
4.3.1.1 Crédito de Volume Florestal (CVF).....	28
4.3.1.2 Créditos de Carbono.....	29
4.3.2 Regulações brasileira existentes.....	30
4.3.3 <i>Sandbox</i> Regulatório de 2021.....	32
4.3.4 Parecer de orientação CVM 40.....	33
4.4 Ofertas Irregulares – ICONIC Intermediação de Negócios e Serviços Ltda. e HashCoin Brasil.....	35

4.4.1 ICONIC Intermediação de Negócios e Serviços Ltda.....	35
4.4.2 Hashcoin Brasil.....	36
5 CONCLUSÃO.....	38

1. INTRODUÇÃO

As crescentes inovações tecnológicas nas áreas de informação e comunicação acontecem de forma relevante e acelerada. Por meio de novos adventos, a percepção mercadológica sofre inúmeras modificações, tanto por parte dos investidores quanto por parte das entidades reguladoras e participantes do mercado. Este cenário, somado à recente criação dos criptoativos, faz com que surjam práticas sobre as quais não se sabe, com precisão, qual seria a forma ideal de regulamentação. Trata-se de um movimento usual do mercado frente às novas práticas, mas que atualmente possui grande influência das tecnologias relacionadas à criptografia.

Desta forma, a partir da análise de questões jurídicas e regulatórias relacionadas ao *Initial Coin Offering* (ICO) à luz das regulamentações brasileiras e internacionais vigentes, com exame de conceitos necessários ao completo entendimento acerca do tema, como o de criptomoedas, valores mobiliários e os procedimentos relacionados a este tipo de oferta, incluindo recentes adventos regulatórios dos órgãos e autarquias responsáveis pelo assunto, este trabalho analisa as recentes inovações já amplamente utilizadas pelo mercado e seus possíveis impactos relacionados à falta de uma regulamentação esclarecida e avançada.

Para esta análise, serão abordados os diferentes tipos de *tokens* e quais são relevantes para as questões jurídicas e regulatórias no país. Ainda, para que o entendimento acerca do assunto seja integral, conceitos básicos relacionados ao mercado financeiro também serão tratados, como a estrutura do mercado de capitais, competência e atribuições de cada um de seus órgãos e autarquias, todos de entendimento sumário para a análise do tema supracitado.

Por meio deste estudo, objetiva-se apontar possíveis incapacidades legislativas e eventuais lacunas que impedem que a realização de ofertas públicas de *tokens* seja realizada de forma diligente e segura no mercado, possibilitando uma forma alternativa – e cada vez mais presente no mercado – de captação de recursos financeiros pelos mais variados tipos de veículos. Tratando-se de um tema novo em escala não só nacional, mas global, são abordadas algumas das alternativas encontradas por outras jurisdições para enfrentar os novos desafios, assim como eventuais precedentes que servem como esclarecimento aos entendimentos em fase de consolidação.

2. MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Para introdução, primeiramente cumpre contextualizar o assunto por meio da análise do mercado de capitais e seu desenvolvimento ao longo do tempo.

De acordo com Juliano Pinheiro¹, a evolução do ambiente financeiro passou por três estágios diferentes. O primeiro estágio seria a economia do escambo, ou seja, a troca direta de serviços ou mercadorias sem que haja influência de um instrumento monetário. O segundo estágio seria caracterizado pela introdução da moeda, na qual há a padronização de conta, criando medição de valor na economia, justificada também pela possibilidade de criação de uma reserva de valor. Por último, o terceiro estágio seria a intermediação financeira.

O terceiro estágio é tido como a atividade que possui como objetivo principal a viabilização de atendimentos às necessidades financeiras manifestadas por meio dos agentes econômicos com déficits de recursos, justificada pela necessidade de intermediação de valores, prazos, riscos de insolvência e estocástica. Com o desenvolvimento e aprimoramento do mercado, nasce a necessidade de existência de instituições especializadas para execução da tarefa de intermediação. Aqui, é importante salientar que o sistema financeiro se tornou um dos setores mais regulamentados do mundo, com centralização das transações e informações relacionadas às atividades.

Em suma, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros se baseou em um ambiente extremamente regulamentado, com atuação direta e interventiva de terceiros, com mecanismos baseados primordialmente na confiança existente nesses interventores.

2.1. Órgãos reguladores e estrutura do mercado de capitais

Para que seja possível analisar o mercado de capitais, é mister compreender inicialmente a estruturação do Sistema Financeiro Nacional (SFN). O SFN é o conjunto de instituições que viabilizam o fluxo financeiro entre poupadores e tomadores da economia, ou seja, entre pessoas – sejam essas físicas ou jurídicas – com orçamentos superavitários – cujos gastos são menores que os ganhos – e os deficitários – cujos gastos são maiores que os ganhos.

Como forma de facilitar a compreensão de cada um dos mercados componentes do Sistema Financeiro, foram criados quatro grandes segmentos: Mercado Monetário, Mercado de

¹ PINHEIRO, Juliano. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2019.

Câmbio, Mercado de Crédito e Mercado de Capitais. Esses quatro mercados compõem o chamado Mercado Financeiro.

Primeiramente, o Mercado Monetário é caracterizado pela transferência de recursos a curto prazo, com intervenção direta do Banco Central do Brasil (BACEN) – cujas especificações e competências serão tratadas detalhadamente mais adiante.

O Mercado de Câmbio é o mercado no qual são realizadas as trocas de moeda estrangeira por moeda nacional.

O Mercado de Crédito é o segmento pelo qual as instituições financeiras captam recursos dos superavitários e intermediam o empréstimo ao deficitário, contando como remuneração o *spread*², ou seja, a diferença recolhida entre o que foi dado em empréstimo e a quantia que foi recebida a título de pagamento.

Por fim, o Mercado de Capitais é o segmento no qual os empréstimos acontecem sem um intermediário, diferindo-se, assim, do Mercado de Crédito. Neste caso, as instituições que participam deste segmento de mercado são prestadores de serviços, recebendo, portanto, remuneração pelos serviços prestados. Desta forma, o Mercado de Capitais é caracterizado pelo meio no qual são criadas condições para que os deficitários captem recursos diretamente dos investidores, sem intermediação de instituições, com o objetivo de financiar as suas atividades, viabilizar projetos de investimento e demais necessidades orçamentárias.

Não obstante, cumpre ressaltar que o SFN possui uma estrutura dividida entre os órgãos normativos e as entidades supervisoras. As mais relevantes para o presente trabalho serão tratadas na sequência.

2.1.1. Conselho Monetário Nacional (CMN)

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão normativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Atualmente, é composto por três membros, sendo eles: Ministro da Fazenda; Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão; e Presidente do Banco Central. Dentre os seus principais objetivos, incluem-se a adaptação dos volumes dos meios de pagamentos às reais necessidades da economia, orientação referente à aplicação dos recursos das instituições financeiras, possibilidade de aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros e coordenação das políticas monetárias, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa.

² O *spread* é caracterizado pela diferença entre o preço de compra e venda de um ativo, ou seja, no caso das operações das instituições financeiras, seria forma de remuneração.

Em conjunto com a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC), possuem o objetivo de assessoramento técnico na formulação de política da moeda e do crédito do Brasil.

2.1.2. Banco Central do Brasil (BACEN ou BC)

O BACEN é uma autarquia federal que assegura a estabilidade do poder de compra da moeda nacional. Dentre os seus objetivos, tem-se a estabilidade e execução da política monetária nacional, fixação da taxa SELIC, controle de operações de crédito, fiscalização das instituições financeiras, emissão de papel moeda, controle do índice de inflação para mantê-lo estável, divulgação das decisões do CMN e concessão de autorização para funcionamento das instituições financeiras.

É composto por um presidente e diretores, nomeados pelo Presidente da República após a aprovação do Senado Federal.

2.1.3. Comissão de Valores Mobiliário (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.685/76³, que conta com ausência de subordinação hierárquica e autonomia financeira e orçamentária. Seu objetivo é regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários – cuja definição será esmiuçada adiante –, bolsa de valores, intermediários financeiros e companhias de capital aberto. Conta ainda com o regime de duplo registro, sendo responsável tanto pelo registro de emissor quanto pelo registro de oferta. É composta por um Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República após aprovação do Senado Federal.

Dentre os seus objetivos, está a fomentação do mercado de valores mobiliários, a mitigação da incidência de fraudes, a garantia acesso às informações aos investidores, a regulamentação das matérias previstas na Lei 6.385/76³, a fiscalização e inspeção de companhias abertas, fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários.

³ Art. 1º do **Decreto n° 6.132**, de 4 de março de 1976.

2.1.4. ANBIMA

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) é uma das principais responsáveis pelas boas práticas para as instituições participantes do mercado. Seu surgimento, em 2009, é oriundo da união entre duas entidades, sendo baseado na autorregulação, ou seja, os participantes dos setores procuram adotar as melhores práticas de gestão por meio de uma adesão voluntária. Assim, a partir do momento em que as entidades se tornam membros e se submetem a tais regras, tornam-se sujeitos a eventuais penalidades e sanções, decorrentes do não cumprimento dos códigos da associação.

3 PRINCIPAIS TRANSFORMAÇÕES DO MERCADO AO LONGO DOS ANOS E O SURGIMENTO DOS CRIPTOATIVOS

Conforme já mencionado, o surgimento e desenvolvimento do mercado foi pautado em confiabilidade e intervenção de instituições financeiras. Com o passar do tempo, entretanto, a confiança nessas entidades foi sendo mitigada por diversos acontecimentos, em âmbitos regionais e mundiais. Em março de 2013, por exemplo, o Chipre passou por uma crise financeira na qual os bancos congelaram as contas e, por consequência, a população teve seu acesso aos recursos financeiros limitado. Nestes cenários, criptomoedas se tornam instrumentos extremamente interessantes, levando em consideração a inexistência de agentes interventores e a impossibilidade de congelamento de recursos. Cenário parecido ocorreu na Grécia, na qual, assim como no Chipre, as pessoas também recorreram ao *bitcoin*. Essas situações geram uma quebra de confiança nas estruturas do sistema monetário e no governo. A população começa a temer o crescimento da crise e o agravamento do desemprego, sendo direcionadas às moedas alternativas. Ainda, países com receio de passarem por crises semelhantes também começam a recorrer às criptomoedas, impulsionados mais ainda pelo fato da ausência de necessidade de conta bancária para utilização dos *bitcoins*.

Com esse movimento, torna-se plausível a fomentação dos criptoativos.

3.1. Criptoativos

3.1.1. História do surgimento dos criptoativos

O surgimento dos criptoativos, tendo como pioneiro o *bitcoin*, ocorreu a partir da necessidade de desenvolvimento de um meio seguro de transação, sem intermediário, com influências diretas de um movimento denominado “*Cypherpunk*”, criado em San Francisco na década de 1990 e formado por *hackers* e criptógrafos de inclinações anarquistas. Apesar de, na época, os integrantes do grupo terem apresentado soluções ao problema oriundo das moedas costumeiramente utilizadas, as propostas não foram bem-sucedidas. Foi somente em 2008 que Satoshi Nakamoto (pseudônimo) publicou seu *whitepaper*⁴, uma versão *peer-to-peer*⁵ de

⁴ *Whitepaper* é caracterizado como o documento que funciona para explicação de conceitos específicos, ou então demonstração de como solucionar problemas existentes. No contexto das criptomoedas, surge como o documento que contém todas as informações do ativo, incluindo as especificidades técnicas.

⁵ Peer to peer traduzido significa ponto a ponto, e é caracterizado como um tipo de rede distribuída por meio da qual computadores funcionam como servidores, ou seja, sem a intermédio de terceiros.

moeda eletrônica (*bitcoin*), resultando em uma proposta que retirava intermediários das transações, protegia a privacidade das partes relacionadas. Combinando essas vantagens a um contexto econômico propício, posterior ao *subprime*⁶, o desenvolvimento do *bitcoin* tornou-se possível e alavancado. Como o próprio criador da criptomoeda, Satoshi Nakamoto, escreveu em 2008, o *bitcoin* seria uma versão eletrônica de dinheiro *peer-to-peer*, que permite que os pagamentos sejam realizados de forma direta de uma parte a outra, sem intermediação de bancos ou quaisquer outras instituições.

Além da clara vantagem direta oriunda do *bitcoin*, a utilização do sistema de *blockchain* – cujas especificidades serão tratadas mais adiante – ficou configurada como uma grande inovação, mesmo em um contexto não relacionado às moedas, com potencial de transformar o modo como as pessoas e os negócios acontecem. Ou seja, a tecnologia *blockchain* não se limita ao registro de transferência de valores, sendo um grande livro-razão para quaisquer ativos, tangíveis ou não. A exemplo disso, atualmente, a utilização da tecnologia *blockchain* tem sido disseminada inclusive para a administração pública. De acordo com Mirela Miró Ziliotto⁷, esta tecnologia que propicia ambientes transparentes pode ser uma importante aliada no combate à corrupção, exatamente pela vinculação necessária de informações de uma cadeia.

Apesar do surgimento estar vinculado a uma criptomoeda, a criação de ativos digitais proporcionou muito mais que somente os ativos que atuam como *currency*. A tecnologia *blockchain* viabilizou que começasse a ocorrer no mercado uma tendência de *tokenização* dos mais variados tipos de ativos disponíveis.

3.1.2. Definição

De acordo com a CVM, criptoativos são ativos virtuais, protegidos por criptografia, presentes exclusivamente em registros digitais cujas operações são executadas e armazenadas em uma rede de computadores. Dentre as características que os destoam das moedas como o dólar e o real, uma das mais relevantes seria a inexistência de uma autoridade monetária responsável pela sua emissão, controle e garantia.

Algumas autoridades internacionais colocam criptomoedas e os chamados *tokens* de pagamento – “*payment*” ou “*currency*” *token* – em uma mesma classificação. A exemplo disso,

⁶ Crise financeira ocorrida em 2007, com queda do índice Dow Jones por consequência da concessão de empréstimos hipotecários de alto risco.

⁷ ZILLIOTO, Mirela Miró. Tecnologia Blockchain nas Contratações Públicas no Brasil. Belo Horizonte: Fórum, 2022. 178 p. ISBN 978-65-5518-318-4

a SEC norte-americana (Securities and Exchange Commission) e a FINMA da Suíça (Financial Market Supervisory Authority) elencam os *tokens* de pagamento e a criptomoedas em uma mesma categoria, visto que desempenham funções parecidas às moedas correntes, mas sem qualquer vinculação ao governo. Dentre esses tipos de ativos, tem-se o *bitcoin* a título exemplificativo.

Mais adiante serão tratados de forma detalhadas os tipos de *tokens* e suas características, entretanto é necessário destacar de antemão as suas diferenças comparadas aos criptoativos. Todo criptoativo é um tipo de *token*, mas nem todo *token* será necessariamente um criptoativo.

O funcionamento dos criptoativos é fundado na tecnologia de registro descentralizado, (*distributed Ledger Technology* – DLT), sendo sua mais relevante e conhecida tecnologia, o *blockchain*. Através desse mecanismo, as transações realizadas ficam agrupadas e registradas em blocos, fazendo com que cada bloco aceite na rede se conecte ao bloco anterior, formando uma sequência encadeada. A ligação entre esses blocos é realizada pelo chamado “*hash*”, sendo que cada cadeia nova se conecta ao anterior, iniciando-se pelo *hash* do bloco anterior. Dentre as vantagens do *blockchain*, a mais relevante de ser mencionada para o presente trabalho seria a segurança oriunda das operações realizadas por meio dessa cadeia. Os *hashs* subsequentes, levando em consideração que são atrelados aos *hashs* anteriores, fazem com que as transações sejam irreversíveis, além possibilitarem o mapeamento de quaisquer alterações realizadas nos dados de determinado bloco, denunciando adulterações. Além disso, a replicação quase simultânea dos dados pelos variados nós das redes torna o sistema resiliente, aumentando ainda mais a segurança na governança dos dados.

3.1.3. Diferença entre criptoativos e *tokens*

De acordo com Dayana de Carvalho Uhdre⁸, entende-se por *token* qualquer espécie de unidade criptográfica emitida em qualquer tipo de tecnologia de contabilidade distribuída (DLT), podendo assumir diferentes significados quando analisado diante de situações jurídicas e comerciais. Neste mesmo sentido, de acordo com Rosario Girasa.⁹, *tokens* seriam ativos digitais que representam um conjunto de direitos. A autora supracitada ainda faz uma distinção

⁸ UHDRE, Dayana de Carvalho. **Blockchain, tokens e criptomoedas: análise jurídica**. São Paulo: Almedina, 2021.

⁹ GIRASA, R. **Regulation of Cryptocurrencies and Blockchain Technologies: National and International Perspectives**. Cham, Switzerland, 2018.

pertinente em relação às diversas nomenclaturas, que por vezes podem gerar interpretações errôneas, conforme abaixo:

Asset (ativo): qualquer coisa que tenha valor para seu possuidor, parte interessada;
Crypto - asset (criptoativo): ativo digital implementado usando tecnologia criptográfica;
Cryptocurrency (criptomoedas): criptoativo desenhado para trabalhar como meio de troca de valores;
Digital asset (ativo digital): ativo que existe apenas na forma digital ou que constitua a representação digital de um outro ativo;
Token: ativo digital que representa um conjunto de direitos.¹⁰

Ainda, pode-se interpretar *token* como um ativo digital, emitido por uma entidade e passível de negociação, que pode ser oferecido a investidores por meio da chamada *Initial Coin Offering*. Importante ressaltar que, no caso, “*coin*” e “*token*” são tratados como sinônimos. Ou seja, *tokens* seriam ativos virtuais intangíveis que representam, por formato digital, bens, serviços, ou direitos que podem ser emitidos, registrados, retidos e transacionados ou transferidos a outrem, por meio de dispositivos eletrônicos. Dependendo do tipo de ativo que representam e do contexto econômico de sua emissão, podem representar ou não valores mobiliários, de acordo com o art. 2º da Lei 6.385/76¹¹.

Desta forma, conclui-se que *token* seria um termo mais genérico – gênero – que engloba tanto os criptoativos – *tokens* oriundos de *blockchain*– como os ativos *tokenizados*, ou seja, as representações eletrônicas e criptografadas de ativos do mundo real – ambos espécie. Desta forma, por se tratar de uma classificação mais genérica, os *tokens* foram subdivididos em categorias para facilitar sua identificação e, por consequência, quais tipos de regulação seriam necessárias.

¹⁰ UHDRE, Dayana de Carvalho. **Blockchain, tokens e criptomoedas: análise jurídica**. São Paulo: Almedina, 2021. Páginas 73 e 74.

¹¹ Art. 2 da **Lei no 6.385**, de 07 de dez. de 1976: São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros

3.2 Tipos de *tokens*

Conforme supracitado, dependendo do contexto econômico de sua emissão e dos direitos conferidos por este tipo de ativo, cada *token* recebe uma classificação diferenciada, que terá impacto direto no tipo de regulação a qual ele estará submetido. Existem diversas classificações, nacionais e internacionais, a respeito do enquadramento dos *tokens*. Para este trabalho, será considerada majoritariamente a classificação da FINMA, já mencionada anteriormente, sendo ela: (i) *Payment Tokens*; (ii) *Utility Tokens*; e (iii) *Asset Tokens* (que aqui também serão chamados de *Secutiry Tokens*).¹²

3.2.1 *Payment Token*

De acordo com a FINMA, *Payment Token* – que na tradução literal, seria *token* de pagamento– é sinônimo de criptomoeda, podendo também ser chamado de *Currency Token*. Sua funcionalidade está relacionada a servir como meio de pagamento, sendo seu exemplo mais conhecido o próprio *bitcoin*. Este tipo de *token* é utilizado nos casos em que há transferência de capital, sendo atualmente mais comumente usado em ambientes e plataformas digitais que aceitam este tipo de forma de pagamento. Aqui, vale frisar que diferente das moedas oficiais, como o real, o *currency token* não possui curso forçado. Isso significa que as criptomoedas não são devem ser aceitas de forma obrigatória por força de lei, de curso meramente facultativo.

3.2.2 *Utility Token*

O *Utility Token* – traduzido como *token* de utilidade – é caracterizado por representar um direito a um bem ou serviço, podendo ser comparado, para facilitar o entendimento, com um cartão de presente. De acordo com a FINMA, o *Utility Token* seria: “... *tokens* which are intended to provide digital access to an application or service.”¹²

A sua utilização pode ser vinculada ao acesso antecipado de algum serviço ou produto, por exemplo, tanto físico quanto digitalmente. Dentre as possibilidades, têm-se benefícios para os colaboradores, programas de fidelidade, cupons de pré-venda etc. Como o próprio nome sugere, são *tokens* que possuem algum tipo de utilidade.

Categorizar alguns *tokens* como de utilidade, entretanto, pode ser muito mais complexo, dado que os criptoativos podem apresentar mais de uma característica ou funcionalidade. No entender do *SEC Strategic Hub For Innovantion and Financial Technology*, ativos digitais

¹²LUX, T.; Vinzenz, M. **FINMA publishes ICO guidelines**. (February 16, 2018).

utilizados para aquisição de bens ou serviços específicos também podem ser entendidos como valores mobiliários. Neste mesmo sentido, a CVM, por meio do caso da ICONIC – que será melhor tratado adiante – entendeu que, por mais que um ativo seja caracterizado como de utilidade, se ele exercer função de valor mobiliário – como conferir direito de participação em um empreendimento comum –, o *token* será caracterizado como tal e dependerá de regulação por parte da autarquia. Ou seja, não basta conferir uma utilidade ao *token* na expectativa de isso exclua a sua caracterização como *security*.

3.2.3 *Asset Token*

Os *Asset Tokens*, também denominados *Security Tokens* – traduzido como *token* de ativos mobiliários – são ativos digitais que representam, de forma originária ou de forma lastreada, títulos representativos de direito de participação, de parceria ou remuneração, em companhias, consistentes em fluxos de recebíveis ou ainda no direito de recebimento de dividendos ou pagamento de juros. Sob o ponto de vista unicamente de sua função, estes *tokens* são equiparados a ações, empréstimos ou derivativos, ou seja, a valores mobiliários. Por serem caracterizados como valores mobiliários, eles detêm especial importância no que se refere à regulação da CVM, devendo estar submetidos a diversos ritos e procedimentos específicos para poderem ser ofertados, conforme será tratado adiante.

3.2.4 Demais tipos de *tokens*

Saindo da classificação dada pela FINMA, algumas doutrinas criaram outros tipos de classificação de *tokens*. Dentre eles, elenca-se as chamadas *stablecoins*, que seriam criptomoedas lastreadas a algum ativo real, como o dólar, ouro, ou então com o lastro pela administração de seu preço por meio de permanentes alterações em sua oferta. A exemplo de *stablecoins*, tem-se a USDT, pareada com o dólar e a BRZ, lastreada em real.

As *stablecoins* possuem emissão centralizada, assim como a custódia, além de governança de heterarquia autorregulada – ou seja, cada *stablecoin* estabelece a sua própria regra de governança, principalmente no que tange o limite de emissões, forma de validação, forma de mineração, grau de anonimização e transparência das operações. A sua confiabilidade também é garantida pela tecnologia criptográfica e por ser descentralizada. Não obstante, importante ressaltar que sua utilidade está diretamente relacionada à mitigação de volatilidade

em operações comerciais, levando em consideração seu necessário lastro em moedas fiduciárias ou outros ativos.

Além das *stablecoins*, algumas classificações pontuam ainda a existência dos *non-fungible tokens* – NFTs (*tokens* não fungíveis), sendo unidades de dados criptográficos que representam algo único, armazenadas em uma rede descentralizada para representarem objetos normalmente colecionáveis, incluindo jogos e artes em geral.

4 INITIAL COIN OFFERING E OUTROS CONCEITOS JURÍDICOS

4.1 O que é o valor mobiliário?

Para que possamos compreender *Initial Coin Offering*, é necessário primeiro compreender quais os ativos são caracterizados como valores mobiliários.

De início, a Lei 6.385/76¹³ caracterizou valor mobiliário de forma restritiva, por meio de um rol taxativo de ativos que deveriam ser considerados como tal. A competência para alterar a lista mencionada pertencia à CMN, quando necessário.

Entretanto, com a evolução do mercado, foi se tornando cada vez mais necessária a adequação do conceito, com a inclusão de diversos outros títulos e contratos de investimentos à primeira lista apresentada pela Lei supracitada. Durante muito tempo, esta lista taxativa ficou vigente, tornando-se, entretanto, ineficiente frente às novas atividades fomentadas e criação de novos produtos financeiros.

Como consequência, foi editada a Medida Provisória nº 1.637/98, convertida na Lei nº 10.198/012¹⁴, na qual constava um conceito amplificado acerca dos valores mobiliários.

...são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.¹⁴

Esta lei ainda instituiu um artigo na Lei nº 6.385/76, vigente até os dias atuais, mas ainda deixando a redação aberta conforme mencionado:

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

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

¹³ Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

¹⁴ Lei nº 10.198/012, de 14 de fevereiro de 2001.

remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.¹⁵

Em conclusão, valor mobiliário é todo ativo listado no artigo 2º acima, quaisquer outros que forem criados e definidos como valor mobiliário por lei ou regulamentação específica, sem prejuízo de quaisquer outros títulos ou contratos de investimento que se enquadrem no inciso IX mencionado.

Mesmo com a evolução do conceito, percebe-se que a classificação ainda deixa a tipificação extremamente aberta. É nesta generalização que se encontram as divergências de classificação quanto ao objeto de estudo do presente trabalho.

4.1.1 *Howey Test*

Com o conceito de valor mobiliário sofrendo modificações ao longo dos anos, surgiram questionamentos e dificuldades para categorização de ativos e a aplicabilidade de determinadas regulamentações a alguns tipos de investimentos e ativos. Enfrentando os mesmos problemas relacionados a esta definição do que seriam os *Securities*, os tribunais americanos contaram com diversos casos nos quais o questionamento foi alvo de discussões. O *leading case* para conceituação de valores mobiliários ocorreu nos Estados Unidos em 1946, do caso SEC v. W. J. Howey & Co.

Em resumo, o caso tratava de uma situação na qual a corte norte americana considerou que a oferta de um contrato de venda de terrenos, que continha como contrapartida a prestação de serviços de plantio de terra e comercialização dos produtos colhidos, deveria ser considerada um “contrato de investimento”, levando em consideração o *Securities Act* de 1933¹⁶. Uma vez considerado como um contrato de investimento, portanto, este contrato deveria ter sido previamente submetido à SEC para registro. Através deste precedente, surgiu o chamado *Howey Test*, por meio do qual é foram criadas diretrizes para determinar se um instrumento ou ativo pode ou não ser qualificado como um valor mobiliário.

Através da análise do caso SEC v. W. J. Howey & Co, ficou entendido como valor mobiliário todo investimento de dinheiro em um empreendimento comum, no qual a

¹⁵ Art. 2º da **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976.

¹⁶ O *Securities Act of 1933* é chamado nos Estados Unidos de “the Truth in Securities Act”. Neste sentido veja-se, por exemplo, as considerações a respeito em https://www.law.cornell.edu/wex/securities_act_of_1933.

expectativa de lucros depende unicamente dos esforços de terceiros. Para classificação desses investimentos como valores mobiliários, seriam necessários o preenchimento de quatro requisitos: (i) investimento realizado em dinheiro (ii) existência de expectativa de lucro por meio do investimento (iii) investimento realizado através da comunhão de recursos (iv) qualquer lucro advindo do investimento acontecesse em decorrência da atuação e esforços de terceiros.

O investimento em dinheiro leva em consideração que a hipótese para caracterização de valor mobiliário não ocorre somente mediante pagamento em moeda corrente, mas também mediante qualquer outro bem que represente esse valor.

Em relação à comunhão de recursos, é necessário que haja um interesse econômico juridicamente interligado.

Para a expectativa de lucro, é necessário que o investimento realizado possua como objetivo a obtenção de algum tipo de benefício pecuniário ou não. Desta forma, investir em valores mobiliários seria uma forma de ter ganhos financeiros.

Além disso, o lucro obtido por meio do investimento tem que ocorrer por meio do esforço de terceiros. Em decisões recentes norte americanas, foi admitida a possibilidade de caracterização de valor mobiliário mesmo nos casos em que o investimento conta com a atuação do investidor, não somente sendo seus esforços terceirizados.

Para o cenário brasileiro, alguns precedentes da CVM contam com a aplicação do *Howey Test* para verificação dos requisitos de caracterização de valor mobiliário e contratos de investimento. Através do Memorando nº 17/2017-CVM/SER¹⁷, por exemplo, a CVM realiza a aplicação do teste por meio dos seguintes questionamentos: (i) Há investimento? (ii) Esse investimento é formalizado por um título, ou por um contrato? (iii) O investimento é coletivo? (iv) Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores? (v) A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros? (vi) Os contratos são ofertados publicamente? No cenário prático, o caso que ensejou o memorando tratava exatamente da caracterização da proposta de investimento de um *website* ser caracterizada ou não tida como oferta pública de valor mobiliário.

E qual a importância de entender o que seria um valor mobiliário?

Caso as respostas para todas as perguntas elencadas acima sejam positivas e a CVM entende pela caracterização de valor mobiliário ou contrato de investimento coletivo, oferta estaria sujeita a uma série de normas e procedimentos da referida comissão. No caso tratado no

¹⁷ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2017/20171219/0882.pdf>

Memorando supracitado, a autarquia entendeu que se tratava de fato de oferta de valor mobiliário e que o modelo de investimento, portanto, deveria ser caracterizado como uma oferta pública, submetendo-se previamente ao registro pela CVM. Caso ocorra este tipo de investimento sem a prévia análise e registro, pode constar caracterizada fraude, com consequente suspensão da oferta (*stop order*) e eventual cominação de multa.

4.2 O que é *Initial Coin Offering* (ICO)?

Em 2014 foi registrado o primeiro ICO, ocorrido por meio da plataforma *Mastercoin* e com arrecadação de 7 milhões de dólares em um único dia. Desde então, este mercado tem crescido de forma vertiginosa, com a fomentação de captação de recursos de forma alternativa das tradicionais.

Initial Coin Offering (ou *Initial Token Offering*) pode ser traduzida de forma livre como “Oferta Inicial de Moeda” – sendo aqui, “moeda” sinônimo de “*token*”, conforme já mencionado. A ESMA (European Security and Markets Authority) caracteriza ICO como:

Initial coin offering (ICO): an operation through which companies, entrepreneurs, developers or other promoters raise capital for their projects in exchange for crypto-assets (often referred to as ‘digital tokens’ or ‘coins’), that they create.¹⁸

Nesta mesma linha, a CVM definiu ICO como qualquer captação pública de recursos que tem em contrapartida a emissão de ativos virtuais – *tokens* ou *coins* –, em favor do público.

Levando em consideração o crescimento exacerbado desta forma de captação de recursos, os órgãos reguladores internacionais se viram na obrigação de elaborar respostas regulatórias, com desenvolvimento de um regime jurídico aplicável aos *Initial Coin Offering* (ICOs). Dentre os países com legislação mais avançada, destacam-se Malta e Suíça. Em relação ao Brasil, o cenário não foi diferente e a CVM encontrou a obrigação de regular, mesmo que minimamente, o assunto, por meio do lançamento de comunicados a respeito do tema nos anos de 2017 e 2018.

O processo de ICO pode ser dividido em três etapas: pré-oferta, oferta e pós-oferta. Durante a pré-oferta, há uma análise por parte da empresa sobre a viabilidade da operação, preparação dos documentos necessários – como *whitepaper* –, incluindo as formalidades da operação e material de divulgação. Durante a oferta, ocorre a distribuição dos *tokens* aos

¹⁸https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf

investidores, com a efetiva captação dos recursos por parte das empresas. De forma geral, os pagamentos das ofertas de *tokens* são realizados por meio de criptomoedas, como *bitcoin* ou *ethereum*, mas não é uma regra. Ao final do período de oferta, as transações são consolidadas e formalizadas na *blockchain*, sendo os *tokens* emitidos alocados aos respectivos investidores. No pós-oferta, tem-se a negociação dos *tokens* emitidos no chamado mercado secundário, ou seja, que ocorrem entre os investidores. Essa negociação ocorre por meio de plataformas denominadas *exchanges*, com os ativos sendo negociados, em moeda nacional, de acordo com a sua valorização ou desvalorização. Estas últimas transações, entre investidores no mercado secundário, são realizadas fora do sistema de *blockchain*, podendo ou não deter um ente intermediador – a plataforma de *exchange* poderá, dessa forma, ser denominada centralizada ou descentralizada dependendo, respectivamente, da presença de um intermediário.

Com estas análises preliminares, torna-se possível então discutir: quais são os riscos relacionados à emissão de *tokens* no mercado desregulado?

Primeiramente, a necessidade de um mercado regulado surge da preocupação com os investidores em geral, com uma figura paternalista do Estado oriunda do interesse público por trás da salvaguarda de investidores. Desta forma, torna-se mister a divulgação, de maneira adequada, de dados aos investidores para que estes, desde que detentores da maior quantidade de informações pertinentes possível, possam tomar decisões fundamentadas e seguras – ou, se não seguras, pelo menos conscientes sobre os riscos inerentes das operações às quais se envolvem. Diante desta premissa, conclui-se que os consumidores precisam dos dados da forma mais clara, objetiva e acessível no mercado. Ou seja, torna-se interesse de todos que as informações sejam prestadas de forma obrigatória, atingindo um número adequado de pessoas dentro do mercado de valores mobiliários.

Além da necessidade de informação, a regulação do mercado também se faz útil para a redução de problemas de governança, e, como consequência, dos custos de agência das relações corporativas. Ainda, cumpre ressaltar que, tornando o mercado um lugar regulado, fica garantida uma maior competitividade entre os *players*.

Em relação aos ICOs, verifica-se uma grande ausência de regulação em relação à divulgação de informações, por exemplo. Não há diretrizes expressas sobre o conteúdo do *whitepaper* dos ativos emitidos, fazendo com que muitos tenham diversas informações técnicas – extremamente inacessíveis ao investidor em geral –, ou uma desorganização no momento de apresentação, o que torna os detalhes dos ativos confusos.

Além da regulação supracitada, que envolve acesso à informação dos ativos ofertados, analisa-se a necessidade de uma regulação ainda mais eficaz quando o *token* emitido é

caracterizado como valor mobiliário. Dentre as espécies de *tokens* supracitados, o que mais se aproxima da noção de valor mobiliário esmiuçada acima são os *securities tokens*, que, do ponto de vista econômico, equivalem às participações societárias – *equity* –, debêntures – *bonds* – ou derivativos. Neste cenário, será tratado adiante o caso da HashCoin Brasil e da Iconic, dentro dos quais a CVM manifestou no sentido de configuração de oferta irregular de valores mobiliários.

4.2.1 Diferença entre IPO e ICO

Existem algumas diferenças importantes de serem apontadas entre o *Initial Coin Offering* e o chamado *Initial Public Offering* (IPO). A primeira reside no fato de que o ICO, conforme dito anteriormente, procura financiamento através da emissão de ativos digitais – *tokens* –, diferente do IPO que normalmente ocorre por meio de ações ou quotas. No caso do ICO, os ativos representam normalmente direitos sobre ativos do emissor, mas não o emissor em si, vinculados geralmente ao ganho da empresa, direitos vinculados a elas ou tecnologias oferecidas. Outra diferença perceptível entre os dois é a existência, no caso de ICO, da necessidade de utilização da *blockchain*, fornecedora da infraestrutura para a emissão e troca de ativos digitais. Além disso, no caso da emissão de *tokens*, há o *whitepaper* da moeda, que carece de regulação, caracterizado como o diploma que contém as informações e demais detalhes técnicos que envolvem o *token* objeto da emissão.

4.3 A CVM em relação ao ICO

4.3.1 *Tokens* relevantes quanto à forma de regulação

De acordo com o artigo 19 da Lei nº 6.385/76¹⁹, toda emissão que ocorre publicamente de valores mobiliários requer dos emissores e das instituições envolvidas o registro anterior concedido pela CVM. A previsão tem como objetivo a garantia de transparência de mercado e proteção deste e de seus investidores. Dentre as obrigações previstas aos ofertantes, é necessária a apresentação de diversas informações exigidas, como demonstrações financeiras e condições de integralização, além dos dados que importam para a tomada de decisão do investidor, principalmente os referentes aos riscos.

¹⁹ Art. 19 da **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976

Conforme dito anteriormente, o conceito de valor mobiliário está aberto a interpretações extensivas levando em consideração a flexibilidade do conceito. O mercado se tornou palco de ofertas de investimentos coletivos desreguladas que não se submetiam aos procedimentos obrigatórios de fiscalização, com incertezas do que poderiam ser consideradas como investimentos coletivos ou não, dada a grande variedade e a crescente fomentação de novos investimentos que surgem diariamente no mercado. Com grande promessa de retorno aos investidores, esses contratos levantaram grandes valores, não sendo, entretanto, capazes de entregar o prometido ao investidor. Desta forma, para entender melhor quais seriam as possibilidades atuais e entendimentos da autarquia responsável, fez-se mister analisar precedentes da Comissão de Valores Mobiliários em relação à caracterização ou não de alguns investimentos como contratos coletivos ou oferta de valores mobiliários.

4.3.1.1 Crédito de Volume Florestal (CVF)

A partir de consulta formal realizada pela Bolsa de Valores Bahia, Sergipe e Alagoas – Bovespa –, foi questionado que a negociação de Créditos de Volume Florestal (CVF) seria possível de ocorrer através de pregão eletrônico, sem que fosse configurada oferta pública. No caso analisado, as pessoas que eram obrigadas a fazer reposição florestal tinham a possibilidade de se regularizarem por meio da compra de crédito de produtores sem a obrigação de reflorestamento. A situação assemelha-se aos mecanismos utilizados pelos Créditos de Carbono, que também serão brevemente tratados mais adiante.

Em relação ao CVF, a CVM frisou no Despacho ao parecer PFE-CVM/nº002/2007²⁰ que os créditos não configuram como valor mobiliário nos moldes do inciso IX, art. 2º da Lei nº 6.385/76²¹, representando somente mero instrumento de compra e venda de determinado bem, não tendo o que se falar de “direito de participação, de parceria ou de remuneração”. Além disso, a entidade governamental responsável pela emissão do CVF não se obriga de forma financeira ou pecuniária, sendo responsável somente o reconhecimento de estimativa volumétrica da produção das florestas plantadas. Frisa-se ainda que os créditos somente poderiam ser utilizados por seus detentores ou transferidos uma única vez, somente a pessoas sujeitas às obrigações ambientais legais.

Desta forma, em análise ao posicionamento da CVM em relação aos créditos supracitados, percebe-se que a autarquia leva em consideração a ausência de (i) direito de

²⁰ CVM. Parecer de Orientação CVM 40, de 11 de out. de 2022.

²¹ Art. 2º da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

participação; (ii) responsabilidade financeira do emissor; e (iii) possibilidade ser transferido de forma livre ao público em geral. Dadas estas características, constou como não configurado como valor mobiliário.

4.3.1.2 Créditos de carbono

Créditos de Carbono fazem parte de um mecanismo de flexibilização criado a partir do Protocolo de Kyoto em 1997, com o objetivo de diminuição dos gases de efeito estufa que causam problemas ao meio ambiente. Estes créditos são gerados a cada uma tonelada de gases poluentes não emitida, fazendo com que o país “poupador” receba uma certificação emitida pelo Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL). Desta forma, os países que não conseguiram alcançar as suas metas e emitiram mais carbono do que deveriam podem adquirir os créditos dos países que cumpriram com a meta, o que geralmente ocorre mediante ações e projetos de desenvolvimento sustentável.

Por meio do Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/6346²² a CVM elucidou a não caracterização destes créditos como valores mobiliários. A dúvida girava em torno da possibilidade de poder identificar os créditos de carbono nos incisos VII, VIII e IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76²³, ou seja, enquadrá-los como derivativos ou como contrato de investimento coletivo. Em relação a este último, a autarquia frisa que os créditos não são instrumentos geradores de um rendimento financeiro e que, a partir do momento em que são emitidas, desvinculam-se do agente que as implantou – mesmo argumento utilizado em relação aos CVF. Assim, fica evidenciada a posição da CVM no sentido de que tais créditos não seriam submetidos à fiscalização da autarquia. Neste sentido, foram inclusive criadas plataformas para negociação de *tokens* de carbono

²² <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6565-0.pdf>

²³ Art. 2º da **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976.

4.3.2 Regulações brasileiras existentes

Em 16 de novembro de 2017, a CVM disponibilizou um FAQ a respeito do tema Initial Coin Offering. Nele, a autarquia explicitou seu entendimento a respeito do tema e determinou alguns comportamentos esperados do mercado na realização deste tipo de oferta. Em relação aos ativos configurados como valores mobiliários, a CVM entendeu que existiriam duas formas de serem realizadas as emissões de forma regular: (i) por meio de ofertas de acordo com a Instrução CVM nº 400²⁴; ou (ii) por meio da modalidade de *crowdfunding*, de acordo com a Instrução CVM nº 588²⁵. Ainda, deixou explícito que somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados em mercados secundários, com intermediários autorizados, atentos às exigências de prevenção de lavagem de dinheiro e adequados para identificação do perfil do investidor – *suitability*. Desta forma, a única maneira de realização de um ICO regular no Brasil seria mediante a verificação de todo o arcabouço regulatório existente. Ainda, a CVM faz uma comparação entre os prospectos comumente utilizados nas ofertas públicas com os *whitepapers*, esclarecendo que não são documentos equivalentes e não possuem respaldo da autarquia.

Ainda neste mesmo sentido, com o intuito de prestar mínimo esclarecimento a respeito do tema, o Banco Central do Brasil emitiu o Comunicado nº 31.379/17²⁶, por meio do qual explicitou os riscos decorrentes das operações de guarda e negociação das chamadas moedas virtuais.

Com exceção do supracitado, os reguladores permaneceram omissos em relação ao assunto, sem grandes posicionamentos. Pontualmente, tornava-se possível verificar o posicionamento da autarquia por meio de processos administrativos, nos quais a autarquia se impunha de maneira mais clara e incisiva a respeito da regularidade ou não do tema. A exemplo disso, em setembro de 2022, a CVM solicitou explicação do Mercado Bitcoin – startup brasileira– e da Liqi Digital Assets a respeito da *tokenização* de alguns ativos. Em decorrência da intimação, o MB terá que se informar à CVM sobre todas as movimentações de seus clientes nestes produtos financeiros desde 2020. A Liqi, por sua vez, informou que realizará consulta formal à CVM sobre as suas operações.

Ainda, neste mesmo sentido, em setembro de 2022, o mercado divulgou que o presidente da CVM se manifestou no sentido de que, em breve, serão lançadas considerações a respeito

²⁴ Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

²⁵ Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.

²⁶ Comunicado nº 31.379 de 16 de novembro de 2017.

das temáticas de criptoativos, porém, até o presente momento, não houve manifestação da autarquia neste sentido.

Em 13 de julho de 2022, a CVM publicou a resolução CVM nº 160, que entrará em vigor a partir de 02 de janeiro de 2023. Por meio desta resolução, a autarquia simplificou os procedimentos relacionados às ofertas públicas de valores mobiliários, além de criar arcabouço no que tange registros de ofertas por meio de ritos ordinários e automáticos. Além disso, a CVM disponibilizou uma “Matriz de Ofertas Públicas”, contendo tabelas com os enquadramentos das Ofertas a depender do (i) rito de registro; (ii) valor mobiliário ofertado; (iii) público-alvo e (iv) regime informacional aplicável.

A referida resolução não faz menção aos criptoativos ou a quaisquer ativos *tokenizados*. Além de não incluir a previsão, a autarquia faz, nos anexos da nova regulamentação, uma divisão dos diferentes modelos de prospecto que devem ser utilizados por ativos, ou seja, ações, dívidas, fundos fechados, fundos de investimento em direitos creditórios e securitização. Devido às especificidades dos criptoativos, caso fosse o desejo da autarquia abarcar sua utilização pela atual legislação, seria aplicável um modelo específico aos *tokens*, levando em consideração a sua forma de emissão, guarda e transmissão de dados. Pela omissão, será necessário aguardar eventuais manifestações da CVM a respeito do assunto.

Não obstante, o Senado Federal aprovou em 26 de abril de 2022 o Projeto de Lei nº 4.401/2021, por meio do qual disciplina-se as empresas prestadoras de serviço de ativos virtuais, sendo considerado como o marco regulatório das criptomoedas. No artigo 3º do referido projeto de lei foi definido o que seriam ativos virtuais, sendo estes quaisquer valores que podem ser negociados ou transferidos por meio eletrônico e utilizado para realização de pagamento ou propósito de investimento. O texto exclui destes ativos alguns casos específicos, como (i) a moeda nacional ou estrangeira; (ii) moedas eletrônicas (conforme Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013; (iii) instrumentos que provejam ao seu titular acesso a produtos ou serviços especificados ou benefícios provenientes desses produtos (como pontos de recompensa e fidelidade); e (iv) representação de ativos cuja emissão, escrituração, negociação ou liquidação esteja prevista em lei ou regulamento (como valores mobiliários e ativos financeiros).

Por meio desta redação, é possível extrair que o projeto de lei não abarca os ativos objeto do presente trabalho, ou seja, os caracterizados como valores mobiliários. Ainda, percebe-se que constam excluídos também os *utility tokens*, por meio do item iii mencionado acima, por concederem aos titulares acesso a produtos ou serviços especificados.

Assim, o foco do referido projeto é regular as empresas prestadoras de serviços relacionados aos ativos virtuais, propondo o funcionamento, conceituando prestação de serviços de ativos virtuais, além de inserir crimes no Código Penal que caracterizam fraude nas prestações de serviços que envolvem o tema. Não obstante, o projeto prevê a aplicação do Código de Defesa do Consumidor no que tange as operações realizadas neste mercado, além de propor benefícios fiscais, como alíquotas zeradas em alguns casos.

As discussões acerca desta inovação legislativa são inúmeras e abarcam questionamentos acerca da inclusão ou não dos NTFs na proposta. Algumas visões defendem que este determinado tipo de *token* estaria inserido no artigo 3º supracitado, levando em consideração que são caracterizados em instrumentos que atestam originalidade de determinado item, representando um valor de forma digital, podendo ser negociados eletronicamente, além de utilizados com propósito de investimento.

4.3.3 *Sandbox* regulatório de 2021

Sandbox regulatório é a viabilização que permite que instituições possam testar projetos inovadores de produtos ou serviços experimentais com os consumidores reais. Em relação à CVM, trata-se de um ambiente experimental no qual os participantes autorizados pela autarquia recebem algumas autorizações de atuação temporária, com condicionantes, para exercerem atividades inovadoras ainda não reguladas pelo mercado. A CVM, por sua vez, monitora os cenários criados e utiliza os resultados obtidos como balizadores, seja para o fortalecimento ou para declarar a inviabilidade da atividade praticada.

Dentre os benefícios do *Sandbox* Regulatório, tem-se o fomento às atividades inovadoras, aprimoramento do arcabouço regulatório, tanto para as atividades já reguladas quanto para as que carecem de regulação e orientação dos participantes do mercado para que seja aumentada a segurança jurídica no desenvolvimento de atividades.

Em 2021, a CVM comunicou o resultado do primeiro processo de admissão de participantes nessa modalidade de ambiente de teste, conforme regulamentado pela Resolução CVM nº 29²⁷ e pela Portaria CVM/PTE75/20²⁸. Duas das três propostas aprovadas são relacionadas à emissão, à distribuição pública e à negociação, em mercado de balcão

²⁷ Resolução CVM nº 29, de 11 de maio de 2021, que versa sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental.

²⁸https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/portaria_cvm_pte_75_2020_comite_sandbox.pdf-58b184bf48494336b0cf43e47feb009c.

organizado, de valores mobiliários emitidos ou representados em forma de *tokens*, sediados na rede *blockchain*.

Neste experimento do Brasil, a CVM concedeu autorização à Vortex QR Tokenizadora para que realize oferta, intermediação, distribuição, custódia e liquidação de produtos 100% *tokenizados*, sendo cotas de fundo de investimentos, debêntures e cédulas de certificados de depósitos de valores mobiliários.

Não obstante, no primeiro ciclo de *sandbox* regulatório do Banco Central do Brasil, aprovou-se o projeto da Bolsa OTC. No caso, os ativos registrados nesta plataforma seriam *tokens* digitais registrados em *blockchain*, emitidos por companhias de capital fechado, lastreados em títulos de dívida conversíveis em ações ou outras modalidades. Com o projeto, objetiva-se conceder acesso a empresas que não possuiriam condições financeiras para realização de ofertas públicas nos termos da Instrução CVM nº 400²⁹. Além disso, inclui-se a possibilidade de adicionar pessoas físicas como pequenos investidores do mercado de balcão organizado, mediante a possibilidade de fracionar títulos de dívida *tokenizados*.

4.3.4 Parecer de orientação CVM 40

Em 11 de outubro de 2022, a CVM publicou o Parecer de Orientação 40³⁰ relacionado à regulação de criptoativos, consolidando alguns conceitos anteriormente não esclarecidos pela entidade e entendimentos em relação ao tema.

Seguindo a classificação de *tokens* já mencionada neste trabalho, a CVM categoriza os tipos de *tokens* de acordo com critérios parecidos com o da FINMA, com exceção dos chamados “*asset-backed token*”, ou “*Token referenciado a ativo*”. Neste tipo de *token*, além dos já mencionados *securitry tokens*, a CVM inclui também as *stablecoins* e os NFTs. Destaca ainda que a classificação não é exaustiva ou sequer exclusiva, fazendo com que um *token* possa pertencer a mais de uma categoria e com que os a divisão mencionada possa ser ampliada ou subdividida futuramente.

Na orientação, a autarquia diz que:

[...] o fato de um serviço ou ativo ser desenvolvido ou ofertado digitalmente, por meio criptográfico ou baseado em tecnologia de registro distribuído, é irrelevante para o enquadramento de um ativo como valor mobiliário ou para a submissão de determinada atividade à regulamentação da CVM.³¹

²⁹ Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

³⁰ Parecer de Orientação 40, de 11 de outubro de 2022, referente aos criptoativos e mercado de valores mobiliários.

³¹ Trecho retirado do Parecer de Orientação 40, página 3.

Conforme já abordado neste trabalho, orientar a respeito da necessidade de submissão à CVM de ofertas de valores mobiliários apenas reforçou a regulação já existente e é o que já é praticado pelo mercado nos demais tipos de ativos já largamente ofertados. Os procedimentos e ritos inerentes às ofertas já existentes – que nos casos dos *tokens*, seriam as ofertas públicas e *crowdfunding* – entretanto, não exaurem a necessidade de regulação específica para a emissão de criptoativos, conforme já afirmado. Os criptoativos – no caso, os que são de relevância para regulação pela CVM – possuem nuances diferentes dos demais valores mobiliários, que necessitam de prismas de análises distintos, não passíveis de adequação aos modelos existentes e utilizados atualmente no mercado. De forma exemplificativa, a necessidade de diretrizes claras para o conteúdo do *whitepaper* seria uma das necessidades inerentes aos ativos ora tratados.

Apesar de importante e de demonstrar uma visão amigável da autarquia sobre as novas tecnologias, ao colocar no mercado orientações genéricas a respeito da *tokenização* de ativos, o tema ainda carece de um ambiente mais esclarecido. Sem regras claras e posicionamentos bem consolidados, a probabilidade é de que os *players* do mercado não encontrem segurança jurídica para realização da emissão de *tokens*. A incerteza a respeito das possíveis interpretações para cada caso pode gerar uma mitigação deste mercado, fazendo com que empresas que pudessem captar por meio da *tokenização*, sintam-se inibidas para tais ofertas. Assim, mesmo com o parecer de orientação da CVM, faz-se mister a consolidação de um ambiente regulado, o que a autarquia diz inclusive que acontecerá em breve.

Ainda referente ao parecer, em relação à aplicabilidade do *Howey Test* já mencionado, a CVM enfatiza as características necessárias à compreensão de valor mobiliário e contrato de investimento coletivo, de acordo com o que já foi esmiuçado nos capítulos acima. Entretanto, a autarquia diz que para caracterização de oferta pública é necessário levar em consideração diversos fatores que não somente os esforços dos ofertantes, mas também o número de investidores atingidos e subscritores. Não são mencionados quais números seriam esses ou quaisquer parâmetros para sua adequação, fazendo com que exista uma subjetividade em relação ao assunto e persista uma certa insegurança. Trata-se de um ponto aberto às interpretações caso a caso para caracterização de ofertas públicas ou privadas, fazendo com que ambas possam ser confundidas e encaradas pelo mercado e pelos reguladores de forma distinta. Desta forma, tem-se que a caracterização de oferta pública ou não seria uma das grandes questões para definir se um ativo precisaria ou não ter sua emissão regulada pela CVM e demais órgãos.

Em suma, o parecer enfatizou conceitos já consolidados no mercado e práticas esperadas dos *players*, só que antes constavam dispersas em diversos processos administrativos e deliberações, conforme será exemplificado mais adiante. Por não ser o objetivo, não houve inovações quanto ao tema com a edição deste parecer. A autarquia enfatiza que é mister, independente do caso, a valorização do regime informacional e valorização da transparência pelos emissores.

4.4 Ofertas irregulares – ICONIC Intermediação de Negócios e Serviços Ltda. E HashCoin Brasil

Com as inseguranças em relação à regulação, alguns processos administrativos sancionadores e posicionamentos da CVM foram comunicados ao mercado nos últimos anos. Por meio destes, é possível verificar o direcionamento da autarquia quanto à regulação deste mercado, conforme será visto a seguir.

4.4.1 ICONIC Intermediação de Negócios e Serviços Ltda.

Em 2020, por meio do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 19957.003406/2019-91³², a autarquia deliberou sobre irregularidade de ICO realizada pela ICONIC Intermediação de Negócios e Serviços Ltda., por meio do qual a empresa ofertou *tokens* entendidos como valores mobiliários.

No caso em tela, o projeto da Iconic envolvia a criação de uma plataforma dividida em três ambientes, que permitiam:

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

³²

Para financiamento do projeto, a empresa buscou recursos por meio da emissão de *tokens* criptográficos (ICO), que, de acordo com a Iconic, seriam caracterizados como *Utility Tokens* por serem moeda exclusiva para aquisição de determinados serviços na plataforma.

³²https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20201026_PAS_CVM_SEI__19957_0034_06_2019_91_relatorio_diretor_gustavo_gonzalez.pdf

Diante do exposto, a CVM entendeu que constou configurada a emissão de valor mobiliário por meio da utilização do já mencionado *Howey Test*, com os seguintes questionamentos: (i) Há investimento? (ii) Esse investimento é formalizado por um título ou um contrato? (iii) O investimento é coletivo? (iv) Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores? (v) A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?

A resposta a todos os questionamentos foi positiva e a CVM concluiu “Logo, para a Acusação, a proposta de investimento oferecida pela ICONIC deve ser entendida como um valor mobiliário.”³³

Não obstante, a autarquia ainda verifica a realização de oferta pública do ativo ofertado, com base no inciso III do § 3º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976³⁴, regulamentado pelo artigo 3º da Instrução CVM nº 400³⁵. No caso da oferta da Iconic, os participantes aceitaram as condições da emissão através de um documento chamado de “*Simple Agreement for Future Tokens*” e o total arrecadado pela emissão foi de a US\$ 27.977,19 – cotação da moeda ETH = US\$ 570,87 – e R\$104.075,17 – cotação do dólar comercial em US\$ 1,00 = R\$ 3,72.

4.4.2. Hashcoin brasil

Em 2017, por meio da plataforma da Hashcoin Brasil, foi realizada a captação de recursos por meio deste website através da qual foram ofertadas quotas de participação em um financiamento de um procedimento de criação de *bitcoins*. Era anunciado que o investidor passava a receber *bitcoins* diariamente provenientes da mineração correspondente ao poder de processamento de suas quotas. Neste caso, a CVM determinou por meio da Deliberação CVM nº 785³⁶ e Deliberação CVM nº 790³⁷ o *stop-order*³⁸ para a emissão, sendo caracterizada a oferta pública irregular de valores mobiliários. A irregularidade foi verificada por meio do já mencionado *Howey Test*, levando em consideração que havia promessa de remuneração aos investidores oriundos dos esforços de terceiros.

³³Trecho retirado do Processo Administrativo Sancionador CVM No 19957.003406/2019-91, página 7 de 13.

³⁴ Art. 2º da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

³⁵ Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos [...].

³⁶ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0700/deli785.pdf>

³⁷ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0700/deli790.pdf>

³⁸ *Stop order* pela CVM é uma medida cautelar que possui como objetivo evitar ou corrigir situações anormais de mercado detectadas pela comissão, fazendo com que sejam suspensos os atos que estiverem sendo praticados.

Por meio da análise dos dois casos supracitados, percebe-se a irregularidade de *tokens* que, ofertados publicamente, concedem direitos de participar em resultados de empresas emissoras, com remuneração derivada dos esforços de terceiros. Nos casos, fica evidente o prejuízo decorrente da falta de uma regulamentação direcionada, tendo em vista que as especificidades dos criptoativos não são abarcadas pelos moldes das ofertas já conhecidas atualmente, por se tratar de uma forma não usual de captação de recursos. Mesmo que as empresas supracitadas tivessem realizadas ofertas públicas, no molde na Instrução CVM nº 400³⁹, os requisitos não seriam suficientes para fornecer segurança aos investidores, com desfalque em relação aos detalhes previstos nos *whitepapers*, forma de utilização e funcionamento da *blockchain*, incluindo sua forma de governança, e demais informações que são aplicáveis somente a este tipo de ativo.

³⁹ Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

5 CONCLUSÃO

Com a análise do mercado de capitais brasileiro, incluindo os órgãos reguladores e alterações sofridas ao longo dos anos, percebe-se que cada vez mais há uma tendência de modernização e de progressão das formas de captação de investimentos por parte das empresas e demais instituições do mercado. Os novos adventos tecnológicos tornam possível que estes investimentos sejam feitos de forma descentralizada e sem a intermediação de instituições financeiras, aumentando a confiabilidade dos investidores e promovendo ainda mais a competitividade dos *players* do mercado.

Neste sentido, a utilização da *blockchain*, não restrita às criptomoedas, mostrou-se uma inovação de grande relevância e que tende a tomar cada vez mais espaço, tanto no setor privado quanto no público, justamente pela sua confiabilidade e barateamento. Desta forma, é necessário levar em consideração que uma adequação regulatória e a criação de um arcabouço legislativo apropriado, com posicionamento bem delimitado da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil, seria fundamental para estimulação do mercado. Frente à atual insegurança, a tendência é que as empresas se sintam desestimuladas à realização de ICO, diante da possibilidade de configuração de ofertas irregulares e culminação de eventuais penalidades e multas. Regular este assunto é, de forma direta, incentivar o mercado às diferentes possibilidades de captação de recursos, fazendo com as empresas possam ter um crescimento ainda mais vertiginoso e expressivo, com consequente estimulação da economia.

De forma empírica, é possível perceber o movimento em outros países que saíram na frente quanto às novidades regulatórias. Em 2021, a Suíça criou arcabouço regulatório para ativos digitais em DLT, alterando diversas leis pré-existentes e criando um ambiente favorável para desenvolvimento deste mercado. Assim, ao invés de criar uma legislação única e exclusiva para o tema, adaptou-se a já vigente no país, na tentativa de contornar os obstáculos existentes. Neste mesmo ano, a bolsa de valores da Suíça recebeu permissão da FINMA para lançar a primeira bolsa de valores digital, a *SIX Digital Exchange (SDX)*, integrando as etapas de listagem, negociação, liquidação e custódia para valores mobiliários e títulos *tokenizados*.

Além da Suíça, governo de Liechtenstein anunciou em 2019 uma nova regulação para *tokenização*, com objetivo de aprimorar a proteção de investidores, evitar lavagem de dinheiro e oferecer maior clareza ao mercado. No caso, a lei regulou os “sistemas de transação baseados em tecnologias confiáveis”, não se restringindo apenas à *blockchain*. Assim, percebe-se o que poderia ser uma tendência em relação à regulação deste novo mercado, ao evitar delimitar em

demasiado os conceitos e deixar redações em aberto, tanto para conseguir regular o já existente quanto para abarcar eventuais novas tecnologias que possam surgir.

De acordo com o relatório do *Boston Consulting Group* (BCG)⁴⁰, apenas nos últimos dois anos, o volume diário de negociação de ativos digitais globais subiu de 30 bilhões de euros em 2020 para 150 bilhões de euros em 2022, observando que ainda é pouco se for levado em consideração todo o potencial de ativos passíveis de *tokenização* no mundo. Através da relevância desses valores é possível mensurar a importância de uma regulação eficaz em relação ao *Initial Coin Offering*.

⁴⁰ <https://web-assets.bcg.com/1e/a2/5b5f2b7e42dfad2cb3113a291222/on-chain-asset-tokenization.pdf>

REFERÊNCIAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicado n° 31.379**, de 16 de novembro de 2017. Alerta sobre os riscos decorrentes de operações de guarda e negociação das denominadas moedas virtuais. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=31379>>. Acesso em: 15/10/2022
- BARSAN, Iris M.. **Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)** (November 2, 2017). *Revue Trimestrielle de Droit Financier (RTDF)*, n° 3, 2017, pp. 54-65. Available at SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=3064397>>. Acesso em: 17/10/2022
- BRASIL. **Lei no 6.385**, de 07 de dez. de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Casa Civil, 1976. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385compilada.htm> Acesso em: 14/10/2022
- BRASIL. **Lei no 10.198**, de 14 de fev. de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Congresso Nacional, 2001. Disponível em:
<<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2001/lei-10198-14-fevereiro-2001-365666-publicacaooriginal-1-pl.html>> Acesso em: 14/10/2022
- BERNARDO, Kaluan. **Bitcoins. Você ainda nem sabe direito com usar e ela já é uma das moedas mais procuradas do mundo**. Draft, 16 de jul de 2015. Disponível em
<<https://www.projetodraft.com/bitcoins-voce-ainda-nem-sabe-direito-com-usar-e-ela-ja-e-uma-das-moedas-mais-procuradas-do-mundo/>> Acesso em: 05/10/2022
- BOURVEAU at al. **Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market** (July 2018). Available at SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=3193392> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3193392>>. Acesso em: 12/10/2022
- COSTA, I. S.; PRADO, V. M; GRUPENMACHER, G. T. **CryptoLaw: Inovação, direito e desenvolvimento**. São Paulo: Almedina, 2020.
- CVM. **Initial Coin Offerings (ICO)**. 16 de nov. de 2017. Disponível em:
<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offerings--icos--88b47653f11b4a78a276877f6d877c04>>. Acesso em: 11/10/2022
- CVM. **Oferta irregular – cotas de mineração de Bitcoin Sandbox Regulatório**. 19 de nov. de 2017. Disponível em: < <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/oferta-irregular--cotas-de-mineracao-de-bitcoin-48fce6c5be74c7d9e1b3735011817d9>>. Acesso em: 11/10/2022
- CVM. **Instrução CVM 400**, de 29 de dezembro de 2003. Diário Oficial da União, retificada em 25 de fevereiro de 2004. Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>> Acesso em: 11/10/2022

CVM. **Instrução CVM 588**, de 13 de julho de 2017. Diário Oficial da União, retificada em 04 de agosto de 2017. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>> Acesso em: 11/10/2022

CVM. **Instrução CVM 626**, de 15 de maio de 2020. Diário Oficial da União, 18 de maio de 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html> Acesso em: 11/10/2022

CVM. **Instrução CVM 785**, de 19 de dezembro de 2017. Diário Oficial da União, 20 dez. de 2017. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0700/deli785.html>> Acesso em: 11/10/2022

CVM. **Memorando nº 17/2017-CVM/SRE**, de 18 de dezembro de 2017. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171219/0882.pdf>> Acesso em: 11/10/2022

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

CVM. **Regulamentação CVM 29**, de 11 de maio de 2021. Diário Oficial da União, 12 de maio de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol029.html>> Acesso em: 11/10/2022

CVM. **Parecer de Orientação CVM 40**, de 11 de out. de 2022. Diário Oficial da União, 14 de out. de 2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html>> Acesso em: 14/10/2022

CVM. **Processo Administrativo Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/6346**, de 07 de julho de 2009. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6565-0.pdf>> Acesso em: 02/10/2022

CVM. **Processo Administrativo Sancionador Cvm Nº 19957.003406/2019-91**, de 26 de outubro de 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/20201027_PAS_CVM_19957_003406_2019_91_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf-9ea05f756b614752adbd8b5f20380887> Acesso em: 02/10/2022

DOURADO, Maurício Custódio. **A sujeição do Initial Coin Offering (ICO) à regulação do mercado de capitais no Brasil**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais - RDB, São Paulo, v.21, n.79, jan./mar. 2018, p.77-98.

DUARTE, Pauleandro Miranda. **Crowdfunding de participação: regulação pela CVM no direito brasileiro**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais vol. 85 anos 22. P. 89-108. São Paulo: Ed. RT jul-set 2019.

EROLES, P.; Mosqueta, R. Q.; Pinto, A. E. **Criptoativos Estudos Regulatórios e Tributários**. Quartier Latin, 1 edição, 2019.

ETHEREUM. **Ethereum Whitepaper**. (October 18, 2022). Disponível em: <<https://ethereum.org/en/whitepaper/>> Acesso em: 06/10/2022

GIRASA, R. **Regulation of Cryptocurrencies and blockchain Technologies: National and International Perspectives**. London: Palgrave Macmillan, 2018, p. 45.

KAAL, Wulf A. **Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses** (February 2, 2018). CodeX Stanford Journal of Blockchain Law & Policy (2018); U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 18-07.

KAUL, A. et al. **Relevance of on-chain asset tokenization in 'crypto winter'**. BCG & ADDX, sept. 12, 2022. <<https://web-assets.bcg.com/1e/a2/5b5f2b7e42dfad2cb3113a291222/on-chain-asset-tokenization.pdf>>. Acesso em: 16/10/2022

LEITE, Marcelo P. **A BM&F Bovespa: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e de futuros no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas) – Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011.

LUX, T.; Vinzenz, M. **FINMA publishes ICO guidelines**. (February 16, 2018). Disponível em: <<https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>> Acesso em: 16/10/2022

MACHIONI, Jarbas Andrade. **'ICO' e as criptomoedas: regime jurídico e suas incertezas**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais - RDB, São Paulo, v.21, n.80, abr./jun. 2018, p.15-32.

MELLO, José Luiz Homem de; GUAZZELLI, Tatiana; MARTINS, Alessandra Carolina Rossi. **ICO (Initial Coin Offering): nova alternativa à captação de recursos e seu tratamento jurídico**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais - RDB, São Paulo, v.21, n.82, out. 2018, p.159-178.

MOMTAZ, Paul P. **Initial Coin Offerings** (July 7, 2018). Available at SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=3166709>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3166709>>. Acesso em: 10/10/2022

MURPHY, F. & Supreme Court Of The United States. **(1945) U.S. Reports: S.E.C. v. Howey Co., 328 U.S. 293**. [Periodical] Retrieved from the Library of Congress. Disponível em <<https://www.loc.gov/item/usrep328293>>. Acesso em 28/12/2019.

NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (2008)**. Disponível em: <<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>> Acesso em: 04/10/2022

RAWET, Dov. **A visão da CVM sobre ICOs**. CFA, 10 de agosto de 2018. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/Evento/2018/Palestra_ICOs_Dov_Ago2018.pdf> Acesso em: 11/10/2022

RODRIGUES, C. A. **As criptomoedas, o Initial Coin Offering (ICO) e os aspectos regulatórios - em que estágio está o Brasil em relação ao resto do mundo**. Revista dos Tribunais, São Paulo, v.107, n.995, set./2018, p.613-633.

RODRIGUES, C. A.; TEIXEIRA, T. **Blockchain e criptomoedas: aspectos jurídicos**. Salvador: Editora Juspodivm, 2019.

ROHR, J.; WRIGHT, A.. **Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets** (October 4, 2017). Cardozo Legal Studies Research Paper No. 527; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 338. Available at SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=3048104>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3048104>.> Acesso em: 13/10/2022

VIGNA, P.; CASEY, M. J. **The age of cryptocurrency: How Bitcoin and the Blockchain are challenging the global economic order**. New York: Picador, 2016.

SILVA, Paulo Ferreira Dias da. **A evolução da CVM e do conceito de valor mobiliário**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB. Vol. 67, ano 18, p. 67-108. São Paulo: ed. RT, jan-mar 2015.

STUBER, W. D. Intermediação de operações e oferta de valores mobiliários no exterior via internet. In: WALD, Arnaldo (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 333-344.

SOUZA, D. P. de. Tratamento jurídico da *Initial Coin Offering* (ICO) e *Security Token Offering* (STO). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais** vol. 85 anos 22. P. 17-45. São Paulo: Ed. RT jul-set 2019.

UHDRE, Dayana de Carvalho. **Blockchain, tokens e criptomoedas: análise jurídica**. São Paulo: Almedina, 2021.

WELLISCH, Julya S.M. **Despacho ao parecer PFE-CVM/Nº 002/2007**. 02 de março de 2007. Disponível em: <<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/f7c7ee2ed59d5cf71b61e9ffeeab0af0.pdf>> Acesso em: 12/10/2022

ZILLIOTO, Mirela Miró. **Tecnologia Blockchain nas Contratações Públicas no Brasil**. Belo Horizonte: Fórum, 2022. 178 p. ISBN 978-65-5518-318-4.