



Na Mídia

17/12/2021 | [O Estado de S. Paulo](#)

Criptoativos: diferentes espécies com implicações jurídicas distintas?

Guilherme Vieira da Silva | Marcelo Simon Ikeziri



Em 1933, Louis Loss, professor emérito da Faculdade de Direito de Harvard, se referiu ao *Securities Act* de 1933 para dizer que “esta lei não impede que uma pessoa faça papel de tolo, mas impede, sim, que outras pessoas o façam de tolo”. O *Securities Act* de 1933 foi editado em meio a grande depressão americana, após o *crash* da Bolsa de Nova York, e permanece um dos mais importantes regulamentos do mercado de capitais americano por estabelecer regras de informação que permitem ao investidor conseguir enxergar fraudes e não ser ludibriado.

No Brasil, cujo arcabouço regulatório é em várias medidas inspirado no americano, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM historicamente sempre manteve uma postura bastante ágil e sensível às demandas do mercado local. Essa agilidade – é preciso ser salientado – tem se manifestado inclusive quando as inovações tecnológicas e sofisticação de produtos emergem em ritmo frenético.

No caso específico do advento da tecnologia de *blockchain*, que permite a criação de uma nova espécie de ativo (criptoativo), que pode ser inclusive completamente descolado da realidade física que estamos acostumados a observar, a CVM tem se apoiado nas leis já existentes para adequadamente endereçar questões críticas. Veja, por exemplo, que se pronunciou por reconhecer (no Ofício Circular nº 11/2018/CVM/SIN) que fundos de investimento – a depender de sua forma organizacional – podem investir indiretamente em criptoativos por meio inclusive da aquisição de quotas de fundos e derivativos negociados em terceiras jurisdições, desde que admitidos e regulamentados naqueles mercados. Criou também o ambiente regulatório experimental denominado *sandbox* para concessão de autorizações temporárias de teste de modelos inovadores de negócios. Além disso, estabeleceu que é preciso avaliar se as características dos criptoativos ofertados os qualificam ou não como valores mobiliários no Brasil. Se positivo, então emissores e demais participantes devem observar todas as regras de oferta pública de valores mobiliários no Brasil.

E é nesse último aspecto que a criatividade na concepção de novos ativos e a análise de sua adequação à regulação aplicável se torna mais interessante a cada dia.

Embora o *blockchain* já tenha surgido há mais de 10 anos, ainda não há uma classificação muito bem estabelecida para o público em geral acerca dos diferentes tipos disponíveis de criptoativos. Os leitores que pesquisarem na rede irão encontrar muitas informações imprecisas e em muitos aspectos ambíguas.

No atual estágio de desenvolvimento deste novo mercado e para maior eficiência na análise jurídica, é preciso enxergar os criptoativos como pertencentes a, no mínimo, quatro grandes classes distintas.

A primeira delas é composta por criptomoedas – que, grosso modo, podem ser comparadas ao dinheiro. Ou seja, são criptoativos geralmente aceitos como contrapartida a qualquer relação de troca dentro de um determinado universo cripto.

A segunda grande classe é composta por *security tokens* que conferem ao seu titular o direito ao recebimento de alguma receita ou ativo subjacente decorrente de esforços de terceiros. São os casos típicos de valores mobiliários e, devem, sempre serem precedidos dos cuidados de registros no Brasil, se ofertados publicamente.

Uma outra classe é composta por *utility tokens*. Diferentemente dos *security tokens*, não dependem de esforços de terceiros e já têm um valor agregado pré-definido. Geralmente, são utilizados em ambientes restritos conferindo ao seu titular determinados direitos de acesso a um produto ou serviço. São criptoativos que refletem uma unidade de valor, como muitos outros tipos de ativos convencionais. Em geral, não são considerados valores mobiliários – e, portanto, não se sujeitas a exigências de registro perante a CVM, quando ofertados publicamente.

Uma quarta grande classe é composta por NFTs (*Non Fungible Tokens*), tão disseminados na mídia nos dias de hoje. Neste caso, estamos falando de um ativo infungível, colecionável e exclusivo. São especialmente atraentes para os jogadores de vídeo games e colecionadores de itens, ambiente no qual a propriedade de uma bolsa de luxo digital pode atingir valor superior à sua versão do mundo real. A ideia é que o proprietário da NFT – e apenas ele – possa ter a propriedade daquele ativo. Aqui, entramos em um mundo da exclusividade virtual – ainda muito pouco tangível para muitas pessoas.

Nesse particular, vale ressaltar que, se forem concebidos para fornecer expectativa de lucro baseado nos esforços de um empreendedor, NFTs podem ser caracterizados como valores mobiliários – e, portanto, sujeitos a todas as formalidades perante a CVM sempre que ofertados publicamente. Um exemplo potencial desse caso são as chamadas *fractional NFTs* ou f-NFT. Nessa espécie de NFT, o detentor de uma f-NFT poderá ter uma pequena fração de um criptoativo – em conjunto com outros titulares desse mesmo f-NFT. Considere, por exemplo, o caso de um

músico que deseje ofertar para seu público a chance de comprar, por meio de f-NFT, parcelas dos direitos autorais de músicas ainda por serem lançadas (recebendo assim todas as receitas associadas ao sucesso da música).

Em suma: embora o mercado de criptoativos ainda não seja regulado por um órgão ou agência reguladora específica, fato é que algumas de suas características podem esbarrar em sérias restrições regulatórias, que, há muito tempo, emanam, sobretudo, do BACEN e do CVM. Nesse cenário, ainda que tais órgãos reguladores estejam realizando um bom trabalho de educação e proteção ao mercado, é necessário que os próprios investidores reconheçam a importância de conhecer e questionar mais a fundo esse mercado, sob pena de se verem no papel dos tolos de 1933.

***Guilherme Vieira da Silva, sócio, e Marcelo Simon Ikeziri, advogado do Demarest**