

DESAFIOS REGULATÓRIOS

em torno da emissão e negociação de
criptoativos e o *sandbox* como uma
possível solução

Autores: José Luiz Homem de Mello, Tatiana Guazzelli,
Alessandra Carolina Rossi Martins, Giovana Grupenmacher

Setembro 2019

INTRODUÇÃO

- O mercado de criptoativos vêm ganhando grande destaque nos últimos anos
- Relevância facilmente compreendida pelos números que este mercado movimenta, sendo reforçada pela crescente utilização dos ICOs – Initial Coin Offerings – ou ITOs – Initial Token Offerings - como uma nova alternativa de captação de recursos
- Dados recentes mostram que o valor total do mercado de criptomoedas chega a cerca de US\$260 bilhões.

Total Market Capitalization



O QUE SÃO CRIPTOATIVOS?

- Criptoativos são ativos criados em formato **digital** denominados em sua própria unidade de conta, criados e transacionados com utilização de **criptografia**, em tecnologia de registro distribuído (***distributed ledger technology***).
- O ***blockchain*** inovou na maneira de realizar transações econômicas e atividades financeiras, trazendo uma nova forma de representação dos ativos financeiros e dos valores mobiliários.
- Há muita discussão sobre a **natureza jurídica** dos criptoativos e, conseqüentemente, qual o regime jurídico que deve disciplinar as relações e transações envolvendo tais ativos.
- A natureza jurídica é de difícil definição, havendo discussão se os criptoativos teriam uma natureza própria ou uma natureza conforme o uso que se dá a ele (por exemplo, se utilizado como um meio de troca e de investimento, com propriedades econômicas semelhantes às de uma moeda, ou como uma representação de valores mobiliários, entre outras).

CATEGORIAS DE CRIPTOATIVOS

- Os criptoativos podem ser empregados para diferentes fins, podendo ser classificados como:
 - **Utility Tokens** - servem como uma espécie de ficha para o uso futuro de um serviço e/ou produto.
 - **Cryptocurrencies** - possuem funções que se assemelham a de uma moeda, uma vez que possuem valor de troca, servindo para transferência e armazenamento de valores.
 - **Securities Tokens** - ativos que permitem a captação de recursos junto ao público, com características de investimento, e que se enquadram na definição de valores mobiliários como título/contrato de investimento coletivo:
 - ✓ passíveis de serem ofertados publicamente
 - ✓ geram direito de participação, parceria ou remuneração
 - ✓ possuem seus rendimentos advindos do esforço do empreendedor ou de terceiros
 - **Tokens Híbridos** - determinados tokens poderão ser utilizados meramente como *utility* por certos sujeitos e terem caráter de *securities* para outros. Portanto, a função de um criptoativo não é, necessariamente, única.
- Atualmente, não há um arcabouço jurídico próprio para os *utility tokens*, criptomoedas ou tokens híbridos.
- O enquadramento como *security token* atrai a competência da CVM, sendo neste caso aplicável os normativos do mercado de capitais tradicional.

CRIPTOEXCHANGES

- As **criptoexchanges** são plataformas destinadas à **negociação** de ativos criptografados entre diferentes indivíduos e funcionam como **intermediários**, facilitando as trocas com criptoativos e garantindo a liquidação de tais operações.
- As plataformas são, muitas vezes, a porta de entrada dos indivíduos para o mundo de criptoativos. Estas constituem a forma mais popular para a compra de criptoativos com a utilização de moeda corrente nacional, sendo o ponto de contato do mercado financeiro tradicional com a realidade em blockchain.
- O primeiro conceito foi criado pela IN 1.888/2019, artigo 5º, o qual define como exchange de criptoativos a pessoa jurídica *“ainda que não financeira, que oferece **serviços** referentes a **operações realizadas com criptoativos**, inclusive **intermediação, negociação ou custódia**, e que pode aceitar quaisquer meios de pagamento, inclusive outros criptoativos”*
- Segundo o parágrafo único do artigo 5º da IN 1.888/2019, *“incluem-se no conceito de intermediação de operações realizadas com criptoativos, a **disponibilização de ambientes** para a realização das operações de compra e venda de criptoativo realizadas entre os próprios usuários de seus serviços.”*
- Atualmente, não há, no Brasil, um arcabouço regulatório que enderece as questões relacionadas a tais plataformas.

VISÃO DOS ÓRGÃOS REGULADORES SOBRE CRIPTOATIVOS

- A Receita Federal foi a primeira autoridade a se manifestar sobre o tema, explicando por meio do documento de “Perguntas e Respostas – Imposto de Renda Pessoa Física”, em 2017, que as criptomoedas devem ser declaradas na ficha de bens e direitos como outros bens, equiparando-se a um ativo financeiro para tal fim.
- O Banco Central se manifestou, em 2014, no sentido de diferenciar as criptomoedas das “moedas eletrônicas” por meio do Comunicado 25.306, de 19.2.2014. Neste Comunicado, o Bacen deixa claro que as criptomoedas são denominadas em unidade de conta distinta das moedas emitidas por governos soberanos e não caracterizam dispositivo ou sistema eletrônico para armazenamento em reais. O regulador esclarece que as criptomoedas não são reguladas, autorizadas ou supervisionadas pelo Banco Central.
- A CVM, por meio de comunicados ao mercado buscou alertar os investidores dos riscos relacionados a tais ativos, além de ter publicado nota esclarecendo que estariam enquadrados em sua competência regulatória quando tiverem por objeto *securities tokens*, separando estes dos demais criptoativos.
- Recentemente a Receita Federal editou a Instrução Normativa n.º 188/2019 que traz a seguinte definição de criptoativo, mas a qual se aplica apenas para fins das obrigações assessorias das criptoexchanges previstas em tal Instrução:

*“criptoativo: a representação **digital** de valor denominada em sua **própria unidade de conta**, cujo preço pode ser expresso em moeda soberana local ou estrangeira, transacionado **eletronicamente** com a utilização de **criptografia** e de **tecnologias de registros distribuídos**, que pode ser utilizado como forma de investimento, instrumento de transferência de valores ou acesso a serviços, e que não constitui moeda de curso legal”.*

DESAFIOS REGULATÓRIOS NO ATUAL CENÁRIO

- A ausência de arcabouço regulatório próprio para o mercado de criptoativos é vista, assim, como um dos entraves para o melhor desenvolvimento deste mercado, principalmente em decorrência da:
 - insegurança jurídica; e
 - imprevisibilidade geradas.
- Prejuízo ao desenvolvimento do mercado, além de expor os investidores a maiores riscos.
- Preocupações de reguladores em diversas jurisdições com os riscos existentes neste mercado, incluindo:
 - risco de fraude
 - vulnerabilidade a ataques cibernéticos (por exemplo, risco de perda de ativos)
 - riscos de operações de lavagem de dinheiro e de evasão fiscal
 - manipulação de mercado
 - ausência de mecanismos voltados a proteção dos investidores (por exemplo, ausência de regras de divulgação de informações, suitability)
- Por outro lado, no caso do mercado de *securities tokens*, a aplicação de todo o arcabouço regulatório do mercado de capitais tradicional impossibilita o seu desenvolvimento.
- A grande complexidade do mercado de criptoativos e suas significativas diferenças em relação aos mercados tradicionais impõem um grande desafio para a criação de um marco regulatório adequado à realidade de tal mercado.

SANDBOX REGULATÓRIO

- Diante deste cenário, mostra-se interessante a adoção do modelo de *sandbox* regulatório para permitir a realização de testes controlados de novos modelos de negócio com autorização temporária.
- Solução já utilizada em outros países para testar a aplicação no mercado financeiro e de capitais de novas tecnologias, que não se adequam à regulamentação até então existente, mas cuja pronta negativa pode se apresentar como barreira à inovação.
- Permitirá a avaliação, dentro de um ambiente controlado, do modelo regulatório que melhor atende às necessidades do mercado de criptoativos.
- Há diferentes modelos de sandbox regulatórios em outras jurisdições, porém como regra geral possuem os seguintes objetivos:
 - incentivar o desenvolvimento de atividades inovadoras no mercado financeiro e de capitais
 - permitir a oferta de melhores serviços para os usuários
 - Incentivar a concorrência sem que se exponha o mercado a riscos desnecessários.

CONCLUSÕES E DESAFIOS

- Os criptoativos criaram uma nova realidade que exige a adequação dos antigos conceitos jurídicos, que não são mais capazes de responder aos novos problemas existentes.
- No caso dos *security tokens*, desafio de adequação da regulação do mercado de capitais à nova realidade.
- É preciso compreender o funcionamento do mercado de criptoativos, os benefícios introduzidos pela tecnologia e os potenciais riscos gerados, para se pensar em um possível arcabouço normativo.
- A estrutura de sandbox regulatório é vista como uma possível solução diante da complexidade da nova realidade. Porém, há desafios para sua implementação:
 - Modelos de negócios que envolvem diferentes mercados regulados
 - Definição dos critérios de elegibilidade
 - Definição das dispensas e flexibilizações necessárias