



**FACULDADE BAIANA DE DIREITO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**MATHEUS BARRETO MADUREIRA**

**INITIAL COIN OFFERING: DESAFIOS REGULATÓRIOS  
ANTE A POSSIBILIDADE DE CONFIGURAÇÃO DE OFERTA  
PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E POSSÍVEIS  
SOLUÇÕES.**

Salvador  
2021

**MATHEUS BARRETO MADUREIRA**

**INITIAL COIN OFFERING: DESAFIOS REGULATÓRIOS  
ANTE A POSSIBILIDADE DE CONFIGURAÇÃO DE OFERTA  
PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E POSSÍVEIS  
SOLUÇÕES.**

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Abelardo Sampaio Lopes Neto.

Salvador  
2021

**TERMO DE APROVAÇÃO**

**MATHEUS BARRETO MADUREIRA**

**INITIAL COIN OFFERING: DESAFIOS REGULATÓRIOS  
ANTE A POSSIBILIDADE DE CONFIGURAÇÃO DE OFERTA  
PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E POSSÍVEIS  
SOLUÇÕES.**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em  
Direito, Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Salvador, \_\_\_\_/\_\_\_\_/ 2021.

## RESUMO

O presente trabalho se destina a analisar os desafios regulatórios quando *Initial Coin Offerings*, meio de captação pública de recursos que utilizam criptoativos, são configurados como oferta pública de valores mobiliários e propor soluções dentro do arcabouço regulatório do mercado de capitais que viabilizem a prática deste meio de captação no Brasil. *Initial Coin Offerings* são comumente utilizados por *startups* em estágio incipiente de desenvolvimento para captar recursos do mercado através da emissão de *tokens*, espécie de criptoativos que se propõem a representar bens, direitos ou obrigações. Ocorre que a depender das características do *token* emitido, o *Initial Coin Offering* poderá ser classificado como oferta pública de valores mobiliários, e então, estará se sujeitando ao regime jurídico do mercado de capitais. O problema reside no fato de que as regras atinentes ao registro da oferta pública de valores mobiliários e as penalidades decorrentes da ausência de registro da mesma tornam impraticáveis *Initial Coin Offerings* que tenham como objeto *tokens* classificados como valores mobiliários, o que por sua vez é a grande maioria conforme os estudos citados no trabalho. Diante deste contexto, o presente trabalho em primeiro momento analisará os criptoativos e seus conceitos, seguido pela análise dos *Initial Coin Offerings*, e por fim, será analisado os desafios regulatórios objeto do trabalho e como o *sandbox* regulatório se demonstra como a melhor opção dentre as soluções propostas.

**Palavras-chave:** *Initial Coin Offerings*; Valores Mobiliários; Mercado de Capitais; Oferta Pública; Criptoativos; *Crowdfunding* e *Sandbox* Regulatório.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

art.	Artigo
ABCRIPTO	Associação Brasileira de Criptoeconomia
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional
DAO	Decentralized Autonomous Organization
DeFi	Decentralized Finances
ESMA	European Securities and Markets Authority
EUA	Estados Unidos da América
ETH	Ether
FCA	Financial Conduct Authority
ICO	Initial Coin Offering
IPO	Initial Public Offering
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LC	Lei Complementar
NFT	Non-Fungible Token
p2p	Peer-to-Peer
SEC	Securities and Exchanges Commission
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
VPN	Virtual Private Network

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>7</b>
<b>2 CRIPTOATIVOS E SEUS CONCEITOS.....</b>	<b>8</b>
2.1 <i>BITCOIN</i> E O SURGIMENTO DOS CRIPTOATIVOS.....	8
<b>2.1.1 Breve histórico da evolução dos criptoativos.....</b>	<b>9</b>
<b>2.1.2 Fundamento econômico dos criptoativos.....</b>	<b>10</b>
<b>2.1.3 Como funcionam os criptoativos.....</b>	<b>12</b>
2.2 CONCEITO DE CRIPTOMOEDAS.....	13
2.3 CONCEITO DE <i>TOKENS</i> .....	15
<b>2.3.1 <i>Utility tokens</i>.....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.2 <i>Security tokens</i>.....</b>	<b>18</b>
<b>2.3.3 <i>Equity tokens</i>.....</b>	<b>20</b>
2.4 NATUREZA JURÍDICA DOS CRIPTOATIVOS.....	21
<b>3 <i>INITIAL COIN OFFERING (ICO)</i>.....</b>	<b>24</b>
3.1 O MERCADO DE ICO E SUA EVOLUÇÃO HISTÓRICA.....	24
<b>3.1.1 Casos envolvendo ICOs no Brasil.....</b>	<b>28</b>
3.2 MEIOS CONVENCIONAIS DE CAPTAÇÃO PÚBLICA DE RECURSOS.....	30
<b>3.2.1 <i>Initial Public Offering (IPO)</i>.....</b>	<b>30</b>
3.2.1.1 <i>Initial Coin Offering (ICO)</i> x <i>Initial Public Offering (IPO)</i> .....	32
<b>3.2.2 <i>Crowdfunding</i>.....</b>	<b>34</b>
3.2.2.1 <i>Initial Coin Offering</i> x <i>Crowdfunding</i> .....	36
3.3 FINALIDADE E CARACTERÍSTICAS.....	37
<b>3.3.1 ICO como meio de captação pública de recursos.....</b>	<b>37</b>
<b>3.3.2 Vantagens e riscos.....</b>	<b>39</b>
<b>4 <i>INITIAL COIN OFFERING: DESAFIOS REGULATÓRIOS ANTE A POSSIBILIDADE DE CONFIGURAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E POSSÍVEIS SOLUÇÕES</i>.....</b>	<b>42</b>
4.1 DESAFIOS REGULATÓRIOS.....	42

<b>4.1.1 ICO como oferta pública de valores mobiliários.....</b>	<b>43</b>
4.1.1.1 O conceito de valores mobiliários no Direito Brasileiro.....	44
4.1.1.2 A regulamentação da oferta pública de valores mobiliários no Brasil.....	47
4.1.1.2.1 <i>A (in)compatibilidade do ICO com o regramento atual.....</i>	<i>52</i>
4.1.1.2.2 <i>Penalidades em razão da ausência de registro da oferta.....</i>	<i>55</i>
<b>4.1.2 Tratamento regulatório nas demais jurisdições.....</b>	<b>56</b>
4.1.2.1 Estados Unidos.....	56
4.1.2.2 China.....	58
4.1.2.3 União Europeia.....	59
<b>4.2 POSSÍVEIS SOLUÇÕES PARA O DESENVOLVIMENTO DO ICO NO BRASIL</b>	
<b>4.2.1 Autorregulamentação.....</b>	<b>61</b>
<b>4.2.2 Possibilidade de dispensa de registro da oferta pública.....</b>	<b>65</b>
4.2.2.1 Instrução nº 400 da CVM.....	65
4.2.2.2 <i>Crowdfunding</i> de investimento e a Instrução nº 588 da CVM.....	67
<b>4.2.3 <i>Sandbox</i> regulatório.....</b>	<b>72</b>
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>76</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>79</b>

## 1. INTRODUÇÃO

No ano de 2008, o mercado financeiro se viu diante do surgimento de uma das maiores revoluções tecnológicas da história, quando o autor anônimo Satoshi Nakamoto, publicou um *white paper* introduzindo o Bitcoin, dando início, assim, a era dos criptoativos.

No segundo capítulo, analisaremos os criptoativos e seus conceitos, através da exposição de um breve histórico do surgimento e de sua evolução, chegando ao ponto de compreendermos como o desdobramento de suas aplicações passou de um mero meio de pagamentos, para um método eficaz de captação pública de recursos a ser utilizada por empreendedores, o chamado *Initial Coin Offering*.

Diante das diversas aplicações práticas que os criptoativos possuem, o trabalho analisará os diversos tipos de criptoativos, e em consequência, a natureza jurídica de cada caso. A depender da natureza jurídica do criptoativo envolvido no *Initial Coin Offering*, poderá a oferta ser caracterizada como uma oferta pública de valores mobiliários, fato que implicará em sérias consequências dentro do regime jurídico do mercado de capitais.

O capítulo 3, será analisado as peculiaridades do *Initial Coin Offering*, aprofundando no tema, no que diz respeito ao seu conceito, funcionalidade e características, além de um breve histórico, explicando o surgimento e a evolução deste mercado. Tais pretextos configuram ser essencial para o entendimento dos desafios regulatórios do *Initial Coin Offering*, como também para análise das possíveis soluções que viabilizem a prática no Brasil.

Neste capítulo, caberá também a comparação entre outros meio de captação pública de recursos, pelo qual a partir desta análise, poderá servir de fundamento para algumas soluções.

Por fim, no último capítulo, será analisado especificamente como os desafios regulatórios dos ICOs que configurem oferta de valores mobiliários acontecem, analisando logo após, possibilidades de soluções regulatórias que viabilizem a prática de ICOs. Além do mais, será analisado como a situação regulatória do ICO se desenvolveu em outras jurisdições, mais especificamente nos Estados Unidos,

China e Europa.

Neste trabalho, veremos como o *Initial Coin Offering* é um importante meio de inovação tecnológica no mercado de capitais, tendo importância social e econômica para empreendedores que desejem a prática deste tipo de oferta em razão de suas características e funcionalidades, assim como a importância para os investidores que desejem acessar investimentos neste novo mercado em ascensão.

Além disto, tal importância se conecta com a importância jurídica, na medida que ausente uma regulamentação específica para o mercado de ICOs, a proposta de soluções regulatórias que não só viabilizem a prática, também proveja previsibilidade e segurança jurídica tanto para empreendedores quanto investidores que manifestem interesse no mercado de *Initial Coin Offerings*.

Deste modo, o presente trabalho visa buscar possíveis soluções regulatórias, quando a *Initial Coin Offering* ofertada for caracterizada como uma oferta pública de valores mobiliários.

## **2. CRIPTOATIVOS E SEUS CONCEITOS.**

A análise do tema, primeiramente, demanda uma compreensão acerca dos conceitos relacionados aos criptoativos. Tal compreensão é de suma importância para a análise do tema, visto que o mesmo vislumbra tecnologias inovadoras altamente disruptivas, o que por sua vez torna indispensável a análise proposta, principalmente no que tange as diferentes espécies de criptoativos, seus fundamentos e características.

### **2.1 BITCOIN E O SURGIMENTO DOS CRIPTOATIVOS.**

De maneira introdutória, sem dúvidas, não há como entendermos o *Initial Coin Offering* sem antes analisarmos a gênese que possibilita sua prática. O Bitcoin e os criptoativos são tecnologias revolucionárias que mudaram toda uma lógica de pensar as finanças e o mercado financeiro. Deste modo, é imprescindível, para a compreensão do tema, a análise de como surgiu, e quais são os fundamentos do

*Bitcoin* e os criptoativos.

### 2.1.1 Breve histórico da evolução dos criptoativos.

Conforme descreve Fernando Ulrich<sup>1</sup>, em 31 de outubro de 2008, Satoshi Nakamoto, usuário anônimo publicava em uma lista de discussões online o *white paper* “*Bitcoin: a Peer-to-Peer Electronic Cash System*”, tendo como ideia um “dinheiro eletrônico descentralizado e *peer-to-peer*, sem a necessidade de um terceiro fiduciário”.

A concepção básica do Bitcoin se dá através da junção de duas tecnologias: a distribuição de um banco de dados, a *blockchain*, por meio de uma rede *peer-to-peer* e a criptografia<sup>2</sup>.

Ao buscar um conceito, Fernando Ulrich<sup>3</sup> define o Bitcoin como uma forma de dinheiro, semelhante ao real, dólar ou euro, entretanto de forma puramente digital e não ser emitido por nenhum governo, tendo seu valor definido livremente pelos indivíduos no mercado.

Após o surgimento e consolidação do Bitcoin, baseados em seu modelo, logo viu-se surgir um verdadeiro mercado de criptomoedas alternativas ao Bitcoin, as *altcoins*, começando pela criação do Litecoin em 2011, a partir da ideia de uma versão de criptomoeda mais rápida e mais barata que o *Bitcoin*<sup>4</sup>.

Já em 2013, o lançamento da rede Ethereum foi responsável por ampliar significativamente o alcance das tecnologias *blockchain* e criptoativos. Sua principal inovação fora projetar uma plataforma que permite executar “contratos inteligentes” usando *blockchain*, em que programas de computadores executam automaticamente ações necessárias para concretizar acordos entre partes na internet<sup>5</sup>.

---

1 ULRICH, Fernando. **Bitcoin**: a moeda na era digital. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. 2014. p.41.

2 *Ibidem*, p.44-45.

3 *Ibidem*, p.111.

4 CoinMarketCap. c2021. **Litecoin**. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/pt-br/currencies/litecoin/>. Acesso em: 01 maio. 2021.

5 CoinMarketCap. c2021. **Ethereum**. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/pt-br/currencies/ethereum/>. Acesso em: 01 maio. 2021.

Porém, a maior inovação, a qual tem sido mais utilizada, fora a possibilidade da rede suportar outros criptoativos chamados “*tokens*”, ativos digitais que representam bens ou serviços, através do seu padrão de compatibilidade ERC-20. De fato, a popularização dos *tokens* é algo relevante a ser considerado, tendo em vista que os *tokens* comportam 40 dos 100 maiores criptoativos em número de capitalização de mercado, de modo em que podemos considerar o momento atual como uma “tokenização” do mercado de criptoativos<sup>6</sup>. Neste sentido, a IOSCO<sup>7</sup> define: “tokenização é o processo de representação digital de um ativo, ou a titularização de um ativo. *Tokens* representam um ativo ou a titularidade de um ativo.”<sup>8</sup>.

Atualmente, vive-se um momento em que o mercado de criptoativos mais inova e diversifica. É em razão da “tokenização” que tecnologias como NFTs (*non-fungible token*) e DeFi (*decentralized finances*) estão se popularizando, além, claro, do surgimento dos ICOs, que será abordado adiante.

## 2.1.2 Fundamento econômico dos criptoativos.

Para a análise do tema, é necessário compreender de onde advém o valor dos criptoativos e por que cada vez mais pessoas e empresas recorrem a criptoativos e tecnologias baseadas em *blockchain*.

Conforme Fernando Ulrich<sup>9</sup>, os motivos fundamentais que deram origem ao Bitcoin se dá em razão do histórico de intervenção estatal no âmbito do sistema monetário e a perda da privacidade financeira. Segundo o economista, o atual arranjo monetário do Ocidente baseia-se em dois grandes fundamentos: o monopólio da emissão da moeda com leis de curso legal forçado, e a

6 CoinMarketCap. c2021. **Ethereum**. Disponível em:

<https://coinmarketcap.com/pt-br/currencies/ethereum/>. Acesso em: 01 maio. 2021.

7 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **IOSCO Report on Financial Technologies (Fintech)**. 2017. p.75. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 01 maio. 2021. p.51.

8 Tradução livre: “*tokenization is the process of digitally representing an asset, or ownership of an asset. Tokens represents an asset or ownership of an asset*” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **IOSCO Report on Financial Technologies (Fintech)**. 2017. p.75. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 01 maio. 2021. p.51.)

9 ULRICH, Fernando. **Bitcoin: a moeda na era digital**. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. 2014. p.35.

responsabilidade do banco central em organizar e controlar o sistema bancário. As moedas emitidas pelos governos não tem nenhum tipo de lastro, se não a confiança do próprio. Tal fato permite que os bancos centrais imprimam quantidades quase ilimitadas de papel-moeda, causando a perda de valor e desconfiança das pessoas na moeda fiduciária.

Segundo Antony Lewis<sup>10</sup>, a história do dinheiro é caracterizado por falhas como a inflação, diluição, aviltamento, *clipping*, re-cunhagem de moedas e a frequente criação de moedas que valem menos e menos. O autor também evidencia a prática de *quantitative easing* como uma das falhas do sistema monetário atual, que seria um método ao qual as autoridades centrais monetárias dos países aumentam a quantidade de moedas fiduciárias para estimular a economia, o que por sua vez acaba ocasionando a desvalorização da moeda e gerando uma preocupação acerca da sustentabilidade do sistema monetário<sup>11</sup>

Ademais, a perda da privacidade financeira, sob alegação de impedir atividades criminosas como o terrorismo e a lavagem de dinheiro, acabam por prejudicar os cidadãos de bem, ao passo que é criada dificuldades em proteger seus ativos e movê-los sob qualquer jurisdição, resultado do maior controle burocrático na movimentação do patrimônio, apesar dos nobres motivos que a fundamentam<sup>12</sup>.

Neste sentido, Paul Vigna e Michael J. Casey<sup>13</sup> aduzem que, no caso do Bitcoin, Nakamoto descreve um sistema de trocas online que usa criptografia para permitir que duas partes transacionem *tokens* de valor sem que haja a divulgação de informações vulneráveis sobre si ou suas contas financeiras.

Portanto, vemos que a intervenção estatal, a desvalorização da moeda e a perda da privacidade financeira como fatores que levam a crescente valorização das criptomoedas, já que sua natureza descentralizada e *peer-to-peer* permitem que o indivíduo proteja seu patrimônio contra as deficiências decorrentes do sistema monetário convencional.

---

10 LEWIS, Antony. **The Basics of Bitcoins and Blockchains: An Introduction to Cryptocurrencies and the Technologies That Powers Them**. Coral Gables: Mango Publishing Group. 2018. Kindle. posição 1118.

11 *Ibidem*, posição 1079.

12 ULRICH, Fernando. **Bitcoin: a moeda na era digital**. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. 2014. p.43.

13 VIGNA, Paul; CASEY, Michael J. **The Age of Cryptocurrency: How Bitcoin and Digital Money are Challenging the Global Economic Order**. Nova Iorque: Picador, 2015. Kindle. posição 723.

### 2.1.3 Como funcionam os criptoativos.

Utilizando o Bitcoin como paradigma em razão de ser a primeira e principal criptomoeda, é necessário um breve entendimento acerca do funcionamento do Bitcoin e os demais criptoativos.

O Bitcoin funciona através de uma rede de computação distribuída chamada *blockchain*. Segundo Don Tapscott<sup>14</sup>, podemos definir *blockchain* como um grande livro-razão, que aproveita os recursos de uma determinada rede p2p para verificar e aprovar cada operação da moeda digital. Cada *blockchain* em que um determinado criptoativo se baseia, é distribuído conforme é executado através de computadores fornecidos por voluntários ao redor do mundo. O *blockchain* é público e criptografado, qualquer pessoa pode vê-la a qualquer momento, dado o fato de que o *blockchain* reside na rede distribuída, e não em uma instituição central encarregada das operações e registros. Ainda, é criptografado, pois envolve um esquema de chaves públicas e privadas para realizar operações e manter a segurança da rede.

No caso do Bitcoin, todas as transações realizadas são verificadas, liberadas e armazenadas em um “bloco” de informações criptografadas a cada dez minutos, tal “bloco” é sempre conectado a outro anterior, sendo que todo “bloco” deve-se referir ao anterior para que seja válido. Tal estrutura possibilita a marca permanentemente do momento e armazena as trocas de valor, impedindo que um terceiro altere os registros feitos na *blockchain*. Caso alguém queira roubar um Bitcoin, ele terá que reescrever todos os registros feitos na *blockchain*, o que é praticamente impossível<sup>15</sup>.

Tais aspectos possibilitam que os criptoativos baseados na tecnologia *blockchain* resolvam o problema do gasto duplo, em que uma única unidade da moeda poderia ser gasta duas vezes. Antes do Bitcoin, o gasto duplo era um problema para os projetos de dinheiro digital, razão pela qual demandava uma autoridade central para transmitir e validar as transações<sup>16</sup>.

---

14 TAPSCOTT, Don; TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution**: como a tecnologia por trás do Bitcoin está mudando o dinheiro, os negócios e o mundo. São Paulo: SENAI-SP Editora. 2016. p.36-37

15 *Ibidem*, p.37

16 ANTONOPOULOUS, Andreas. **Mastering Bitcoin**: Tradução para o português brasileiro do guia

Quanto aos criptoativos, a necessidade de um agente que realize e valide as transações é totalmente dispensável por operarem através de uma rede descentralizada. Por exemplo, para praticar transferências em moedas fiduciárias como o real ou dólar, necessitamos de terceiros como bancos, operadores de cartão, corretoras de câmbio e instituições financeiras. Estes terceiros garantem a confiança e a segurança para que possa ser realizada as transações.

No caso dos criptoativos, a rede *blockchain* permite que a confiança e a segurança das transações sejam intrínsecas ao ativo, afastando a necessidade de uma autoridade central para que as transações sejam operadas. A partir daí podemos dizer que os criptoativos possuem natureza puramente descentralizada.

É importante notar que quando aplicado em outras áreas, o principal efeito da *blockchain* é eliminar intermediários e reduzir custos de transação. O *blockchain* é uma plataforma que promove a automação, em que códigos de computador substituem seres humanos gerenciando ativos e pessoas<sup>17</sup>.

Exemplificando, ao eliminar intermediários e reduzir custos, o uso do *blockchain* e criptoativos pode ajudar a pequenos empresários arrecadarem recursos e levantar capital, proteger bens e propriedades intelectuais, e ainda, permitir que milhões de pessoas se tornem titulares de ações de empresas<sup>18</sup>.

Em síntese, deve-se entender a *blockchain* como uma tecnologia promotora da independência e autonomia do indivíduo, ao passo que quando aplicada ao mundo dos negócios, reduz custos e aumenta a eficiência, e sob a ótica da relação com Estado, promove a liberdade do indivíduo.

## 2.2 CONCEITO DE CRIPTOMOEDAS.

É importante notar que o termo “criptoativos” é um gênero que comporta várias espécies. A compreensão do tema demanda diferenciar as principais espécies de criptoativos, as criptomoedas (*cryptocurrencies*) e os *tokens*<sup>19</sup>, através

---

completo para o mundo do bitcoin e blockchain. 2019. Kindle. p.188.

17 TAPSCOTT, Don; TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution**: como a tecnologia por trás do Bitcoin está mudando o dinheiro, os negócios e o mundo. São Paulo: SENAI-SP Editora. 2016. p. 321.

18 *Ibidem*, p.320.

19 LEWIS, Antony. **The Basics of Bitcoins and Blockchains**: An Introduction to Cryptocurrencies

da análise de seus conceitos, funções e utilidades.

Conforme exposto anteriormente, as criptomoedas nasceram como uma proposta alternativa ao sistema monetário atual, tendo se originado com o Bitcoin e diversificado conforme outras criptomoedas apareciam, a exemplo do Litecoin.

Os estudiosos da tecnologia conceituam as criptomoedas a partir do propósito originário do seu criador Satoshi Nakamoto<sup>20</sup>. Segundo seu próprio criador<sup>21</sup>, o propósito do Bitcoin é definido a partir da ideia de que “Uma versão de dinheiro eletrônico puramente pessoa-a-pessoa poderia permitir que pagamentos realizados *online* sejam enviados diretamente de uma parte para a outra sem passar por uma instituição financeira”<sup>22</sup>.

Ou seja, a função principal das criptomoedas é servir como meio de pagamento, substituindo os meios de pagamento tradicionais que utilizam moedas fiduciárias emitidas e controladas pelos governos, e ainda, eliminando intermediários responsáveis por realizar e controlar as transações.

Deste modo, a utilidade que as criptomoedas propõe é reduzir os custos de transação a partir de novos sistemas de pagamentos<sup>23</sup>. Segundo Fernando Ulrich<sup>24</sup>, criptomoedas como o Bitcoin podem ser atrativas para pequenas empresas que procuram reduzir os custos de transação na condução de seus negócios. Apesar dos cartões de crédito expandirem consideravelmente a facilidade de transacionar, o meio de pagamento ainda expõem seus usuários a custos exorbitantes. Negócios que desejam oferecer cartões de crédito como meio de pagamento, devem primeiro contratar uma conta com as empresas de cartões. A depender dos termos de cada empresa, os comerciantes devem pagar uma variedade de taxas de autorização, taxas de transação, taxas de extrato e afins, estas taxas se acumulam de modo a

---

and the Technologies That Powers Them. Coral Gables: Mango Publishing Group. 2018. Kindle. p.137.

20 LEWIS, Antony. **The Basics of Bitcoins and Blockchains**: An Introduction to Cryptocurrencies and the Technologies That Powers Them. Coral Gables: Mango Publishing Group. 2018. Kindle.p.138.

21 NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin**: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. 2008. p.9. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 01 maio. 2021 p.1.

22 Tradução livre: “*A purely peer-to-peer version of electronic cash would allow online payments to be sent directly from one party to another without going through a financial institution*” (NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin**: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. 2008. p.9. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 01 maio. 2021 p.1.)

23 ULRICH, Fernando. **Bitcoin**: a moeda na era digital. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. 2014. p.23.

24 *Ibidem*, p.23.

impor um aumento significativo aos custos do negócio.

De fato, os custos de transação são visíveis no dia a dia, ao notarmos diferentes preços de produtos e serviços conforme o meio de pagamento. Pagamentos com cartões de crédito costumam ser mais caros do que pagamentos realizados por boleto bancário ou cartão de débito, por exemplo. Este é o efeito dos custos de transação advindo dos meios de pagamento.

Criptoativos identificados como criptomoedas normalmente são propostas de meio de pagamentos livres ou com custos de transações reduzidos. O Litecoin, por exemplo, propõe uma moeda digital *peer-to-peer* que permite transações instantâneas com custo quase nulo para qualquer lugar do mundo<sup>25</sup>. Nano, outra criptomoeda, propõe um sistema de pagamentos sem taxas e de transações quase instantâneas<sup>26</sup>.

A conceituação das diferentes espécies de criptoativos é importante para o estudo do tema. Conforme será visto adiante, para entender o fenômeno dos *Initial Coin Offerings*, é necessário compreender que os criptoativos ao qual envolvem o procedimento possuem funções e utilidades diferentes das que propõem as criptomoedas.

### 2.3 CONCEITO DE *TOKENS*.

Ao passo que novas aplicações da tecnologia *blockchain* se desenvolve, é natural que os criptoativos abriguem novas utilidades. Em tradução literal, a palavra *token* significa símbolo<sup>27</sup>, uma representação de algo. Contudo, o termo “*token*” pode ter diferentes significados a depender do contexto em que utilizado quando relacionado aos criptoativos<sup>28</sup>.

---

25 LITECOIN PROJECT. **Litecoin** – Open source P2P digital currency. c2020. About. Disponível em: <https://litecoin.org/>. Acesso em: 02 maio. 2021.

26 LEMAHIEU, Colin. **Nano**: Uma Criptomoeda com Rede Distribuída sem Taxas. 2018. p.8. Disponível em: [https://content.nano.org/whitepaper/Nano\\_Whitepaper\\_br.pdf](https://content.nano.org/whitepaper/Nano_Whitepaper_br.pdf). Acesso em 02 maio. 2021. p.1.

27 Token. In: Cambridge Dictionary. Cambridge: Cambridge University Press. c2021. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles-portugues/token>. Acesso em: 04. maio. 2021.

28 LEWIS, Antony. **The Basics of Bitcoins and Blockchains**: An Introduction to Cryptocurrencies and the Technologies That Powers Them. Coral Gables: Mango Publishing Group. 2018. Kindle. posição. 3667.

Por exemplo, criptomoedas como o Bitcoin podem ser classificadas em sentido genérico como *digital tokens*, no sentido de representarem a detenção de certas unidades da criptomoeda<sup>29</sup>. Ocorre que a utilização do termo não é capaz de explicar a utilidade de um criptoativo, ao qual pode variar, podendo causar confusão ao determinar a espécie de criptoativo.

O termo mais adequado para classificar criptomoedas como o Bitcoin seria o chamado *currency token*, ou “tokens moeda”, em tradução livre, se referindo a ativos digitais nativos de um *blockchain* com o propósito de serem utilizados como moeda, não havendo muitas características senão a transferência de ativos dentro da rede *blockchain* em que a criptomoeda se baseia.<sup>30</sup>

Porém, o tipo de *tokens* a qual envolve o objeto do presente trabalho são *tokens* que se propõem a representar ativos ou direitos. São os tipos de *tokens* que normalmente são emitidos em um ICO<sup>31</sup>.

Conforme já debatido, a evolução da tecnologia *blockchain* propiciou um novo escopo de uso dos criptoativos, de modo que sua utilização passou a ser além da mera transferência de ativos dentro uma rede baseada em *blockchain*.

A tokenização de ativos reais é algo que está em crescimento. Segundo Emília Malgueiro Campos<sup>32</sup>, a tokenização pode abarcar diversos tipos de ativos, desde *commodities*, obras de arte e imóveis, sendo possível até a tokenização de participações societárias. É a propagação do uso das tecnologias baseadas em *blockchain* para além das criptomoedas.

Assim, para fins didáticos, cabe discorrer acerca das principais espécies de *tokens*.

### **2.3.1 Utility tokens.**

---

29 LEWIS, Antony. **The Basics of Bitcoins and Blockchains**: An Introduction to Cryptocurrencies and the Technologies That Powers Them. Coral Gables: Mango Publishing Group. 2018. Kindle. posição. 3667.

30 *Ibidem*, posição. 3698.

31 CAMPOS, Emília Malgueiro. **Criptomoedas e blockchain**: o direito no mundo digital. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. Kindle. posição. 1315.

32 *Ibidem*, posição. 633.

Segundo Antony Lewis<sup>33</sup>, chamam-se *utility tokens* aqueles que o possuidor utiliza para converter em produtos ou serviços de um determinado emissor, em vez da representação de um ativo. São os tipos de *tokens* mais populares.

Ao adquirir um *utility token* em um ICO, os investidores contribuem para a capitalização do projeto em que o *token* se baseia, possibilitando sua conversão em produtos e serviços em uma plataforma, ou negociando no mercado secundário<sup>34</sup>, possibilitando o investidor se beneficiar da valorização do criptoativo.

Estes tipos de *tokens* são dotados de maior funcionalidade do que aqueles destinados somente a representação de ativos, embora também possa ser usados para transações na rede *blockchain* em que o *token* se baseia<sup>35</sup>.

Por exemplo, a Filecoin é uma rede descentralizada de armazenamento de informações digitais onde usuários podem disponibilizar espaços de armazenamento em discos rígidos particulares em troca do próprio *token* da rede, o Filecoin<sup>36</sup>.

Outro exemplo de *utility token*, o BitTorrent possibilita aos detentores do criptoativo obterem maior velocidade de conexão em *downloads* realizados no cliente da rede<sup>37</sup>.

Também muito popular atualmente são os *fan tokens* de times de futebol, que são uma espécie de *utility token* utilizado pelos clubes para gerar receita e promover aos detentores dos *tokens* benefícios como descontos e conteúdos exclusivos relacionado aos seus times<sup>38</sup>.

Diferentemente de outras espécies de *tokens*, os *utility tokens* não costumam chamar atenção dos órgãos reguladores, visto que sua utilização não

---

33 LEWIS, Antony. **The Basics of Bitcoins and Blockchains: An Introduction to Cryptocurrencies and the Technologies That Powers Them**. Coral Gables: Mango Publishing Group. 2018. Kindle. posição. 3871.

34 CAMPOS, Emília Malgueiro. **Criptomoedas e blockchain: o direito no mundo digital**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. Kindle. posição. 1342.

35 HACKER, Philipp; THOMALE, Chris. Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law. **European Company and Financial Law Review**, v. 15, n. 4, p. 645-696, 2018. p.28.

36 CAMPOS, Emília Malgueiro. *op. cit.*, 2020, posição. 1342.

37 BITTORRENT INC. **BitTorrent Token (BTT)**, c2021. Disponível em: <https://www.bittorrent.com/token/btt/>. Acesso em: 05. maio. 2021.

38 CHINAGLIA, Rafael. **Fan tokens podem até ajudar os clubes financeiramente, mas não são um bom investimento**, 2021. Cointelegraph. Disponível em: <https://cointelegraph.com.br/news/broker-says-that-fan-tokens-help-clubs-bring-fans-closer-but-they-are-not-a-good-investment>. Acesso em 20. set. 2021.

representa riscos financeiros consideráveis<sup>39</sup>.

De fato, vemos que *utility tokens* representam obrigações fora do escopo de regulamentação do mercado financeiro, pois como será visto adiante, estes tipos de *tokens* não são considerados valores mobiliários, ao passo que a discussão regulatória acerca destas espécies de *tokens* estão mais relacionadas ao direito civil e do consumidor no geral.

### 2.3.2 Security tokens.

Chamam-se *security tokens*, *tokens* de investimento ou *tokens* de valor mobiliário, os *tokens* que garantem ao investidor adquirente alguma forma de remuneração sobre o capital investido<sup>40</sup>.

Conforme a própria classificação deste tipo de criptoativo indica, esta espécie de *token* configura um valor mobiliário (*securities*, no direito americano), conforme prevê o art. 2º, inciso IX da Lei 6.385/76<sup>41</sup>.

Nos EUA, a SEC (*Securities and Exchanges Commission*), autoridade reguladora do mercado financeiro americano, costuma analisar se um determinado ativo possui a qualidade de um valor mobiliário a partir do *Howey Test*, caso emblemático do direito americano que definiu as premissas necessárias para que um contrato de investimento coletivo seja considerado um valor mobiliário (*security*)<sup>42</sup>, quais são:

Investimento em dinheiro (*Investment of money*), em que segundo Mendelson<sup>43</sup>, apesar da maioria dos investidores utilizarem criptomoedas, como

39 HACKER, Philipp; THOMALE, Chris. Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law. **European Company and Financial Law Review**, v. 15, n. 4, p. 645-696, 2018. p.29.

40 RODRIGUES, Carlos Alexandre. **Blockchain e Criptomoedas**. In: TEIXEIRA, Tarcísio. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p.99.

41 *Ibidem*, p.100.

42 RODRIGUES, Carlos Alexandre. **Blockchain e Criptomoedas**. In: TEIXEIRA, Tarcísio. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p.100.

43 MENDELSON, Michael. From initial coin offerings to security tokens: A US Federal Securities law analysis. **Stan. Tech. L. Rev.**, v. 22, p. 52, 2019. Disponível em: [https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson\\_20180129.pdf](https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson_20180129.pdf). Acesso em: 06 maio. 2021. p.73.

Bitcoin ou Ether na compra de *tokens*, isto não quer dizer que a premissa seja afastada, já que a jurisprudência americana reconhece que o *investment of money* pode abarcar ativos, bens e outras formas de compensação.

Empreendimento em comum (*Common enterprise*), princípio ao qual demanda uma identidade de interesses entre os participantes, na esperança de receber lucros com o sucesso do empreendimento<sup>44</sup>.

Expectativa de remuneração ou lucro (*Expectation of profits*). A expectativa de lucro é premissa essencial para a configuração de um valor mobiliário. Contudo, sua análise não deve ser apenas elencada ao mero aspecto contábil, mas sim podendo significar qualquer outro tipo de rendimento, podendo ser originado de dividendos, aumento do valor do investimento ou qualquer tipo de pagamento periódico<sup>45</sup>.

Por fim, a dependência do esforço alheio (*Solely from the efforts of others*), é uma das premissas necessárias para se configurar um valor mobiliário<sup>46</sup>. Contudo, tal premissa não pode ser interpretada de modo literal, sob pena de ser afastada a configuração de um valor mobiliário acaso haja uma mínima participação do investidor na condução do negócio<sup>47</sup>. Ao invés, a premissa deve ser interpretada a partir da análise do grau de controle gerencial sobre o empreendimento, quanto maior o controle gerencial que o investidor exerce sobre o negócio, menor é a possibilidade de configuração de um valor mobiliário<sup>48</sup>.

A possibilidade de um *token* ser considerado um valor mobiliário é uma peça central na análise do fenômeno do *Initial Coin Offering*, considerando que, conforme será visto em capítulo dedicado, ao realizar um ICO que tenha como objeto a

---

44 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p.79.

45 *Ibidem* p.82.

46 RODRIGUES, Carlos Alexandre; TEIXEIRA, Tarcísio. **Blockchain e Criptomoedas**. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p.101.

47 REMOR, Ivan Pereira. *op. cit.*, p.82.

48 MENDELSON, Michael. From initial coin offerings to security tokens: A US Federal Securities law analysis. **Stan. Tech. L. Rev.**, v. 22, p. 52, 2019. Disponível em: [https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson\\_20180129.pdf](https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson_20180129.pdf). Acesso em: 06 maio. 2021. p.80.

emissão de *security tokens*, o emissor atrairá para si o regramento acerca das ofertas públicas de valores mobiliários, ocasionando diversas consequências.

### 2.3.3 *Equity tokens*.

Por último, cabe ainda mencionar os chamados *equity tokens* (*tokens* de participação), que são nada mais que representação de ativos virtuais, que quando possuídas, geram direito de participação societária nos resultados de uma empresa, ou mesmo direito a voto em assembleias e outras formas de definição gerencial da empresa emissora<sup>49</sup>.

É importante esclarecer que este tipo de *token* se equipara as ações preferenciais e ordinárias previstas nos artigos 15 e 17 da Lei. 6.404/76<sup>50</sup>, o que por sua vez será um valor mobiliário conforme art. 2º, inciso I da Lei. 6.385/76. Deste modo, pode-se referir ao *equity token* como sendo uma espécie de *security token*, considerando ser cabível distinguir ante suas aplicações práticas<sup>51</sup>.

Ao refletir sobre os benefícios da “tokenização” das participações societárias, Emília Malgueiro Campos<sup>52</sup>, afirma que o mercado de ações listadas em bolsas é muito inacessível aos investidores em razão do alto custo inerente ao processo de listagem nas corretoras internacionais. O custo reduzido advindo dos criptoativos baseados em *blockchain* poderia ajudar a aumentar o número de investidores na área, além de impor transparência e redução das possibilidades de fraudes.

Assim, considerando os benefícios e a disrupção ocasionada pela emissão deste tipo de *token*, não podemos deixar de pensar em uma tendência futura de *Initial Coin Offerings* que tenham como objeto a emissão de *equity tokens*, ao que sua vez detêm discussões regulatórias consideráveis conforme será debatido adiante.

---

49 RODRIGUES, Carlos Alexandre. **Blockchain e Cripto moedas**. In: TEIXEIRA, Tarcísio. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p.100.

50 *Ibidem*, p.100.

51 *Ibidem*, p.99.

52 CAMPOS, Emília Malgueiro. **Cripto moedas e blockchain: o direito no mundo digital**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. Kindle. posição. 633.

## 2.4 NATUREZA JURÍDICA DOS CRIPTOATIVOS.

Segundo Maria Helena Diniz<sup>53</sup>, a natureza jurídica pode ser definida como “A Afinidade que um instituto Jurídico tem, em diversos pontos, com uma grande categoria jurídica, podendo ser nela incluído a título de classificação”.

Para o objeto do presente estudo é muito importante a análise da natureza jurídica dos diferentes tipos de criptoativos que envolvem a oferta de ICO's. Isto porque as diferentes definições jurídicas iram definir o tratamento jurídico ao bem sob análise, assim como definir o órgão regulamentar competente para tratar conforme suas diferentes atribuições legais e expertises<sup>54</sup>.

Conforme visto anteriormente, os criptoativos possuem diversas espécies que se diferenciam entre si no que tange suas características e funções. É diante desta variabilidade, que os criptoativos poderão assumir naturezas jurídicas distintas.

Diante do termo, discute-se se criptomonedas como o Bitcoin poderiam ser caracterizadas como moeda do ponto de vista jurídico. A resposta é definitivamente não, já que para que um bem seja aceito como moeda fiduciária em um país, este deve ser alçado como a tal condição através de dispositivos legais<sup>55</sup>. No caso do Brasil, a Lei 9.069/95, ao regulamentar o Sistema Monetário Nacional, em seu art. 1º define que “A partir de 1º de julho de 1994, a unidade do Sistema Monetário Nacional passa a ser o REAL (Art. 2º da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994), que terá curso legal em todo o território nacional”<sup>56</sup>.

De fato, o dispositivo de lei deixa claro que não haverá no país outra moeda de curso legal forçado senão o Real, de modo a afastar a possibilidade de se tratar juridicamente qualquer outro meio de troca como moeda.

Neste sentido, diante do crescente interesse do público nas criptomonedas, o

---

53 DINIZ, Maria Helena. **Dicionário Jurídico**. São Paulo: Saraiva, 1998. v.7. p.337.

54 SILVA, Luiz Gustavo Doles. **Bitcoins & outras criptomonedas: teoria e prática à luz da legislação brasileira** 1. ed. Curitiba: Juruá, 2018. p.39.

55 RODRIGUES, Carlos Alexandre. TEIXEIRA, Tarcísio. **Blockchain e Criptomonedas**. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p.50.

56 BRASIL. **Lei Nº 9.065**, de 26 de Junho de 1995. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9069.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm). Acesso em: 15 de jul. 2021.

Banco Central do Brasil (BACEN), através do Comunicado 31.379/2017 de 16/11/2017, reforça que o BACEN não regula e nem supervisiona as operações com moedas virtuais, aproveitando o respectivo comunicado também para esclarecer a diferença entre as criptomoedas e a chamada moeda eletrônica prevista na Lei. 12.865, de 9 de outubro de 2013, na qual se trata de recursos em reais armazenadas em sistemas eletrônicos destinados a transações de pagamento<sup>57</sup>.

Ao se declarar incompetente para supervisionar e regular as criptomoedas, o BACEN reforça o disposto no art. 1º da Lei 9.069/95, que prevê o Real como a única moeda por definição jurídica.

Afastada a possibilidade de se tratar as criptomoedas como moedas no sentido jurídico, cabe então analisar a possibilidade de configurá-las como *commodities*.

O termo *commodity* pode ser definido como “substância ou produto que pode ser comercializado, comprado ou vendido”<sup>58</sup>, termo que pode ser incluído no conceito jurídico de bens<sup>59</sup>, especificamente. Silvio de Salvo Venosa ao descrever o conceito de bens define: “bens ou coisas (res) são todos os objetos suscetíveis de conceder uma utilidade ao homem (...). para nós, “bens” tem este sentido, pois aqui incluímos as coisas não materiais, como os créditos por exemplo”<sup>60</sup>. Criptomoedas como o Bitcoin poderiam ser caracterizados como *commodities* em razão de suas propriedades matemáticas, assim como em razão do seu comportamento econômico, que se assemelha ao mercado de *commodities*<sup>61</sup>.

Tendo em vista esta possibilidade, a utilização de criptomoedas como meio de pagamento em produtos ou serviços não será caracterizada pelo negócio jurídico típico de compra e venda previsto no art. 481 e consequentes do Código Civil, mas sim como um contrato de troca ou permuta em razão da natureza jurídica das criptomoedas, além do mais, o *status* de *commodity* evitaria que os contratos que utilizem criptomoedas como meio de pagamento atendam a previsão de nulidade

---

57 BRASIL. Banco Central do Brasil. **Comunicado Nº 31.379 de 16/11/2017**, 2017. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=352560>.

58 Commodity. In: Cambridge Dictionary. Cambridge: Cambridge University Press. c2021. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles-portugues/commodity>. Acesso em: 15. de jul. 2021.

59 SILVA, Luiz Gustavo Doles. **Bitcoins & outras criptomoedas: teoria e prática à luz da legislação brasileira** 1. ed. Curitiba: Juruá, 2018. p.52.

60 VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2015. v.1 p. 309.

61 SILVA, Luiz Gustavo Doles. *op. cit.* p. 53.

disposta no art. 318 do Código Civil<sup>62</sup>.

Deste modo, a utilização do conceito para definir a natureza jurídica das criptomoedas se demonstra a mais adequada, tanto do ponto de vista econômico quanto do arcabouço jurídico nacional<sup>63</sup>. Os *utility tokens* também cabem se aproximar do conceito de *commodity*, já que suas propriedades tecnológicas não se diferem substancialmente das criptomoedas, salvo a existência de utilidades e obrigações conferidas pelo emissor/criador do *token*, o que não é suficiente para alterar sua natureza jurídica.

Contudo, para aqueles criptoativos que mais se classificam como investimentos, como os *security tokens*, por força legal terá natureza jurídica de valor mobiliário, que, ao contrário de conceitos como moeda e *commodity*, seu conceito é claramente definido pelo ordenamento jurídico através do art. 2º da Lei. 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários<sup>64</sup>.

Conforme já debatido, o direito americano define um valor mobiliário (*security*) a partir do *Howey Test*, que analisa a existência de 4 premissas necessárias para que um título seja considerado um valor mobiliário: investimento em dinheiro; empreendimento em comum; expectativa de lucro e dependência do esforço alheio.

Já no direito brasileiro, além dos títulos tipificados nos incisos I ao VIII do art. 2º da Lei 6.385/76, o inciso IX do referido artigo se propõe a apresentar um conceito aberto e flexível de valor mobiliário, tendo seus critérios assemelhados a aqueles definidos pela Suprema Corte americana no caso *SEC v. Howey*<sup>65</sup>.

A inclusão do inciso IX no artigo através da Lei 10.303/2001 foi responsável por permitir a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) supervisionar e fiscalizar todas as operações que envolvam a captação de investimentos junto ao público<sup>66</sup>,

62 SILVA, Luiz Gustavo Doles. **Bitcoins & outras criptomoedas: teoria e prática à luz da legislação brasileira** 1. ed. Curitiba: Juruá, 2018.p. 54.

63 SILVA, Luiz Gustavo Doles. *op. cit.* p. 55.

64 SILVA, Luiz Gustavo Doles. *op. cit.* p. 55.

65 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 85

66 *Ibidem*, p. 85

justamente por ser possível qualificar qualquer título que apresente as características de um valor mobiliário, já que antes da vigência da referida lei, o artigo 2º da Lei 6.385/76 apresentava um rol taxativo de valores mobiliários, o que limitava a atuação o órgão fiscalizador junto a títulos e contratos de investimento coletivo de captação pública. Além disto, o referido inciso possibilita a adequação do direito as inovações comerciais e tecnológicas, na medida que estes são abrangidos pelo conceito aberto e flexível insculpido no inciso IX, art. 2º da Lei 6.385/76, permitindo, assim, a inclusão de *security tokens* no rol de valores mobiliários sujeitos a regulamentação da CVM.

### 3. INITIAL COIN OFFERING (ICO).

*Initial Coin Offering*, ou também conhecido como *Token Sale*, é um modelo descentralizado de arrecadação de fundos através da emissão e distribuição de criptoativos conhecidos como *tokens*<sup>67</sup>. A nomenclatura é, sem dúvida, baseada na Oferta Pública Inicial, ou *Initial Public Offering* (IPO), no direito americano, como uma adaptação do termo e da ideia<sup>68</sup>, ao passo que invés da oferta de ações, se propõe a oferta de criptoativos.

#### 3.1 O MERCADO DE ICO E SUA EVOLUÇÃO HISTÓRICA.

O primeiro exemplo de ICO ofertado como proposta de arrecadação de fundos para um empreendimento foi o MasterCoin, ao qual arrecadou 5000 bitcoins no ano de 2013<sup>69</sup>. No caso, a *token sale* ocorria em uma plataforma própria, de modo que os investidores enviavam bitcoins para uma endereço que detinha todos os fundos, com o propósito de trocá-los em um novo *token*, o *mastercoin*<sup>70</sup>.

No ano seguinte, em 2014, a MaidSafe, plataforma que possibilita o aluguel

67 CAMPOS, Emília Malgueiro. **Criptomoedas e blockchain: o direito no mundo digital**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. Kindle. posição. 1315.

68 RODRIGUES, Carlos Alexandre. **Blockchain e Criptomoedas**. In: TEIXEIRA, Tarcísio. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p.94.

69 DELL'ERBA, Marco. Initial coin offerings. a primer. the first response of regulatory authorities. **NYU Journal of Law & Business**, v. 14, p. 1109, 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3063536](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3063536). Acesso em 07 maio. 2021. p.7-8.

70 *Ibidem*, p.8.

de armazenamento computacional entre computadores domésticos, arrecadou cerca de 7 milhões de dólares em bitcoins pela venda de *tokens* da rede, os *safecoins*<sup>71</sup>.

Em 2015, o lançamento da plataforma Ethereum transformou significativamente o mercado de ICOs por disponibilizar uma plataforma que possibilita a operação de *smart contracts*<sup>72</sup>. *Smart Contracts*, por sua vez, é a automatização por meios de códigos de computador da execução de contratos juridicamente constituídos ou não<sup>73</sup>. Os *smart contracts* da rede Ethereum possibilitaram a execução automática da troca de sua criptomoeda nativa, o Ether (ETH), entre *tokens* através do protocolo ERC-20<sup>74</sup>. O uso deste novo protocolo lançado pela Ethereum foi responsável por padronizar o processo de emissão de *tokens*, simplificando o meio ao qual emissores possam criar *tokens* e consequente ofertem publicamente através de um ICO<sup>75</sup>.

Na ocasião, o ICO levantado pelos desenvolvedores arrecadaram cerca de 17.3 milhões de dólares em bitcoins ao vender aproximadamente 60 milhões de unidades de ethers<sup>76</sup>. Hoje, sua grande aceitação no mercado tornou o Ethereum peça chave na indústria das criptomoedas, se tornando a principal plataforma de criação e emissão de *tokens*<sup>77</sup>.

No ano de 2016, a The DAO, abreviatura para “organização descentralizada autônoma”, em tradução livre, arrecadou aproximadamente 150 milhões de dólares em ethers (ETH) ao ofertar e vender cerca de 1.15 bilhões de DAO *Tokens*<sup>78</sup>. O The DAO, propunha uma espécie de fundo de investimentos em ICOs de empresas que

71 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p.45.

72 DELL'ERBA, Marco. Initial coin offerings. a primer. the first response of regulatory authorities. **NYU Journal of Law & Business**, v. 14, p. 1109, 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3063536](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3063536). Acesso em 07 maio. 2021. p.8.

73 CAMPOS, Emília Malgueiro. **Criptomoedas e blockchain: o direito no mundo digital**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. Kindle. posição. 1457.

74 CoinMarketCap. c2021. **Ethereum**. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/pt-br/currencies/ethereum/>. Acesso em: 01 maio. 2021.

75 REMOR, Ivan Pereira. *op. cit.* p. 46.

76 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021.p.8.

77 *Ibidem*, p.8.

78 *Ibidem*, p.6.

utilizassem a *blockchain* da rede Ethereum, como uma maneira de rivalizar com os tradicionais fundos de *venture capital*<sup>79</sup>.

O ICO do The DAO foi um caso marcante no direito americano e no tema tocante a regulamentação dos ICOs em geral. Em julho de 2017, a Securities and Exchanges Commission (SEC), agência reguladora do mercado financeiro americano, decidiu que o ICO com a conseqüente venda de *tokens*, realizados pela startup que organizou o The DAO, deveria ser caracterizado como uma oferta de valores mobiliários (*securities*), de modo a estar sujeitas as regulações americanas sobre o tema<sup>80</sup>.

Para chegar a tal conclusão a SEC buscou aplicar ao caso, o já mencionado, *Howey test* para analisar se o *token* ofertado seria um valor mobiliário, o que por sua vez concluiu, conforme Tarcísio Teixeira<sup>81</sup> resume: a existência de investimento em dinheiro (*Investment of money*), em que por sua vez não se deu necessariamente através de dinheiro como espécie de moeda fiduciária, mas sim através de ethers (ETH), em troca de DAO Tokens; havia uma expectativa de lucro no investimento, em razão do fato de que os materiais promocionais da DAO enfatizavam o objetivo de criar uma organização como fins lucrativos, financiando projetos em troca de retorno sobre o investimento original em DAO Tokens (*Expectation of profits e Common enterprise*), e por fim, em razão da sistemática das decisões do DAO quanto aos projetos que seriam financiados, o que por sua vez dependia das análises de fundadores e editores da organização (*Solely from the efforts of others*).

O caso The DAO se tornou paradigmático, na medida que fora um dos primeiros ICOs reconhecidos como uma oferta pública de valores mobiliários<sup>82</sup>.

A partir do ano de 2017, o mercado de ICOs tem se intensificado com novos e valiosos ICOs, de modo a bater recordes em valores arrecadados. Para efeitos de comparação, no ano de 2016, o total de valores estimados em arrecadações através de ICOs não superou 100 milhões de dólares, enquanto em 2017, estimou-se o valor

---

79 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021. p.6.

80 RODRIGUES, Carlos Alexandre. **Blockchain e Criptomoedas**. In: TEIXEIRA, Tarcísio. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p. 103.

81 *Ibidem*, p. 103.

82 *Ibidem*, p. 101.

arrecadado em cerca de 6 bilhões de dólares<sup>83</sup>.

No ano seguinte, em 2018, os valores arrecadados em ICOs chegaram a marca aproximada de 14 bilhões de dólares<sup>84</sup>. Neste ano, destaca-se a realização dos maiores ICOs em números absolutos arrecadados. No ano, o Telegram, conhecido aplicativo de mensagens, tentou lançar seu próprio *token* e arrecadou cerca de 1.7 bilhões de dólares, contudo, o aplicativo foi posteriormente impedido de distribuir os *tokens* aos investidores, sendo-lhe obrigada a restituição dos valores pagos<sup>85</sup>.

Neste caso, a SEC entendeu que a venda dos *tokens* “Grams” para 171 investidores constituiu uma oferta irregular de valores mobiliários (*securities*), ante a ausência de registro da oferta na autoridade competente, além do descumprimento de obrigações de *disclosure* previsto na *Securities Act* de 1933<sup>86</sup>.

Além do ICO do Telegram, destaca-se também a oferta inicial de moedas da EOS, plataforma destinada a criação de aplicativos descentralizados, arrecadou cerca de 4.1 bilhões de dólares, se tornando o maior ICO em números absolutos até então arrecadados<sup>87</sup>.

Por fim, de 2016 até 2019, estimativas apontam que o total arrecadado por ICOs chegam a quantia aproximada de 31 bilhões de dólares mundialmente, sendo que somente no ano de 2019, pelo menos 20 ICOs arrecadaram 100 milhões de dólares<sup>88</sup>

83 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p.47.

84 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021. p. 3.

85 Telegram vê ICO de 1,7 bilhão barrado pela SEC. **Cointimes**, 2020. Disponível em: <https://cointimes.com.br/telegram-ve-ico-de-17-bilhao-barrado-pela-sec/#:~:text=O%20aplicativo%20de%20mensagens%20Telegram,problemas%20judiciais%20nos%20Estados%20Unidos>. Acesso em: 06 maio. 2021.

86 JAEGER, Jaclyn. **Telegram to pay back investors \$1.2B for failed ICO**, 2020. Compliance Week. Disponível em: <https://www.complianceweek.com/regulatory-enforcement/telegram-to-pay-back-investors-12b-for-failed-ico/29129.article>. Acesso em 20. set. 2021.

87 ZETZSCHE, Dirk A. et al. The ICO Gold Rush: It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators. **University of Luxembourg Law Working Paper**, n. 11, p. 17-83, 2017. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/321381542\\_The\\_ICO\\_Gold\\_Rush\\_It%27s\\_a\\_Scam\\_It%27s\\_a\\_Bubble\\_It%27s\\_a\\_Super\\_Challenge\\_for\\_Regulators](https://www.researchgate.net/publication/321381542_The_ICO_Gold_Rush_It%27s_a_Scam_It%27s_a_Bubble_It%27s_a_Super_Challenge_for_Regulators). Acesso em: 07 maio. 2021. p.1.

88 HOWELL, Sabrina T.; NIESSNER, Marina; YERMACK, David. Initial coin offerings: Financing

Os números demonstram que o mercado de ICOs continuam a crescer e evoluir. Conforme este crescimento acontece, é de se esperar maior discussão acerca de sua regulamentação na medida que novas propostas surgem, atraindo mais investidores e inovando em novas aplicações e funcionalidades.

### 3.1.1 Casos envolvendo ICOs no Brasil.

No Brasil, o mercado de ICOs se encontra em um estado inicial e pouco explorado por empresas e startups. Contudo, há exemplos de casos notáveis que chegaram a ensejar manifestação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a respeito da oferta.

Primeiramente, em 2017, a CVM, atenta ao recente crescimento do mercado de ICOs no exterior, divulgou comunicado esclarecendo seu posicionamento a respeito do tema. Na nota divulgada, a CVM alerta aos investidores os riscos decorrentes de ICOs, e principalmente, ao fato de que ICOs podem ser classificados como uma oferta pública de valores mobiliários a depender do contexto econômico e dos direitos conferidos aos investidores, sujeitando-se, por sua vez, as regras acerca do registro de ofertas públicas<sup>89</sup>.

Após a divulgação da nota, a CVM se manifestou acerca de alguns casos de ICOs no Brasil.

Em 2018, a CVM, através da Deliberação 790, de 28/02/2018<sup>90</sup>, impôs uma “*stop order*”, para que a empresa “HashBrasil” se abstenha de ofertar nas redes sociais cotas de participação de investimentos em mineração de Bitcoin, sob a alegação de que se tratava de uma oferta pública irregular de valores mobiliários.

A empresa, por meio das redes sociais Facebook e Twitter, divulgava

---

growth with cryptocurrency token sales. **The Review of Financial Studies**, v. 33, n. 9, p. 3925-3974, 2020. Disponível em: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w24774/w24774.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w24774/w24774.pdf). Acesso em: 07 maio. 2021. p.1.

89 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Nota**. Initial Coin Offering (ICO), 2017. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offering—ico--a0e4b1d10e5a47aa907191d5b6ce5714>. Acesso em: 08 maio. 2021.

90 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM Nº 790, de 28 de Fevereiro de 2018**, 2018. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0700/deli790.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021.

oportunidades de investimentos em *tokens* que representavam cotas de participação em grupos de mineração de Bitcoin, recebendo o investidor a remuneração decorrente dos lucros obtidos com a mineração da criptomoeda<sup>91</sup>. Apesar de não ser mencionado a existência de um ICO, o processo se deu de uma forma muito semelhante, ao ofertar publicamente através das redes sociais representação em um grupo de investimentos relacionado a criptomoedas.

Na decisão, a autoridade reguladora buscou aplicar os mesmos princípios do *Howey test* praticado no direito americano<sup>92</sup>, chegando a conclusão de que as cotas ofertadas seriam valores mobiliários, ou seja, se verificou: investimento em dinheiro, empreendimento comum, expectativa de lucro (resultante da renda advindo da mineração de criptomoedas), e dependência de esforço alheio (administração do grupo de investimentos encabeçada pela empresa).

Em outra ocasião, contudo com manifestação em sentido diverso do primeiro caso, a CVM, através do Memorando nº19/2017-CVM/SRE<sup>93</sup>, entendeu que o *Initial Coin Offering* do *token* Niobium Coin não teria natureza jurídica de valor mobiliário, afastando a competência da CVM em relação ao ICO.

Segundo os emissores do *token*, a utilização do Niobium Coin seria apenas para servir como uma ferramenta de troca entre ativos lançados na plataforma BOMESP, um projeto lançado com objeto de intermediar a realização de ICOs de modo a disponibilizar ativos, criptoativos ou serviços em troca do *token* da plataforma, o Niobium Coin<sup>94</sup>.

Por servir somente como uma ferramenta de troca dentro da plataforma da empresa emissora dos criptoativos, a CVM entendeu que a proposta se tratava de um *utility token*<sup>95</sup>, conforme proposto no ICO, ou seja, estava ausente as

91 HASHBRASIL. HashBrasil. 2018. Facebook: @hashbrasil. Disponível em: <https://www.facebook.com/hashbrasil/>. Acesso em: 10 maio. 2021.

92 RODRIGUES, Carlos Alexandre. **Blockchain e Criptomoedas**. In: TEIXEIRA, Tarcísio. Salvador: Editora JusPodivm, 2019. p.105

93 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando nº 19/2017-CVM/SRE**, 2017. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2018/20180130/088818\\_ManifestacaoSRE.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2018/20180130/088818_ManifestacaoSRE.pdf). Acesso em: 10 maio. 2021.

94 NIOBIUM FOUNDATION. **BOMESP (Bolsa de Moedas Virtuais Empresariais de São Paulo) White Paper**, 2017. Disponível em: <https://www.chainwhy.com/upload/default/20181011/f056c40fcc567ae5148e39bad8b1bfd2.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021.

95 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando nº 19/2017-CVM/SRE**, 2017. Disponível em:

características necessárias para caracterizar o ativo como valor mobiliário, já que ausente as premissas decorrentes do *Howey test*.

Os exemplos acima são uma demonstração de que há o interesse de empreendedores brasileiros no mercado dos criptoativos. Apesar de pouco explorado, é de se esperar que novos e ambiciosos projetos surjam neste mercado, demandando o esforço dos reguladores brasileiros para equilibrar as proteções aos investidores junto a viabilização de novos negócios e projetos.

### 3.2 MEIOS CONVENCIONAIS DE CAPTAÇÃO PÚBLICA DE RECURSOS

A seguir, para efeito de comparação, cabe explicar quais são, atualmente, os meios de captação pública de recursos utilizados no mercado de capitais. Conforme explicado, o *Initial Coin Offering* muito se equipara a outros métodos de captação, contudo, com características distintas, ao qual podem influenciar empreendedores a utilizarem um ou outro método, a depender do empreendimento que se queira financiar.

#### 3.2.1 *Initial Public Offering* (IPO)

*Initial Public Offering*, ou, Oferta Pública Inicial, em tradução livre, é o método em que uma companhia promove a abertura de seu capital, no intuito de arrecadar recursos perante o mercado de capitais, também conhecido como mercado de valores mobiliários. É a transformação de uma companhia de capital fechado, em uma companhia de capital aberto<sup>96</sup>.

A primeira etapa de um IPO começa com sua estruturação legal, ou também chamado de pré-IPO. É a fase em que a empresa se prepara para realizar o IPO, no intuito de atender as exigências legais da autoridade reguladora do mercado de valores mobiliários quanto da bolsa de valores em que se planeja negociar as

---

[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2018/20180130/088818\\_ManifestacaoSRE.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2018/20180130/088818_ManifestacaoSRE.pdf). Acesso em: 10 maio. 2021.

96 CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**, 8. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Método, 2018. p.360-361.

ações<sup>97</sup>.

No Brasil, as empresas que desejam começar um IPO devem atender as regras relativas ao pedido de registro de oferta pública na CVM conforme as Instruções nº 400 e nº 480, como também, deve atender aos regulamentos acerca do pedido de listagem de ações na B3, a bolsa de valores brasileira, quais sejam: Regulamento de Registro de Emissores e de Valores Mobiliários; Regulamento da Comissão de Listagem e Regulamento de Listagem dos Segmentos Diferenciados de Governança Corporativa<sup>98</sup>.

Entre os documentos necessários para que um IPO seja realizado, deve-se destacar o prospecto, ou *prospectus*, em inglês, ao qual deve conter certas informações, dentre outras: perspectivas e planos da companhia; situação do mercado em que ela atua; os riscos do negócio e o quadro administrativo da empresa. O prospecto é um documento essencial para auxiliar a tomada de decisão do investidor quanto ao investimento que lhe é ofertado<sup>99</sup>.

Um procedimento importante para realizar o IPO é o chamado *bookbuilding*, ao qual é o processo de formação de preço do valor mobiliário, que considera a quantidade que cada investidor deseja comprar e o preço máximo por ativo que cada um deseja pagar. É um processo que auxilia a precificação do valor mobiliário pela companhia, levando em consideração a demanda dos investidores institucionais<sup>100</sup>.

A segunda etapa de um IPO consiste na estruturação de vendas. É a etapa em que a companhia, com a utilização do marketing, busca maximizar a demanda final pelo ativo<sup>101</sup>. Para atrair os potenciais investidores, a companhia poderá utilizar vários métodos, como, divulgação dos fundamentos da empresa e a destinação dos recursos arrecadados, visitação dos administradores aos potenciais investidores previamente identificados (*roadshow*) e dentre outros recursos de marketing para aumentar a procura pelo ativo<sup>102</sup>.

---

97 PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**, 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019. Kindle. p.269.

98 *Ibidem*, p.270.

99 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**, 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.p.218.

100 *Ibidem*, p.218-219.

101 PINHEIRO, Juliano Lima. *op. cit.*, p.273.

102 PINHEIRO, Juliano Lima. *op. cit.*, p. 273.

Por fim, a última etapa do IPO consiste na estruturação do pós-venda<sup>103</sup>. É a etapa em que ocorre o processo de estabilização da oferta, destinada a diminuir as oscilações significativas no preço das ações. Geralmente é exercido através da contratação de um banco para a atividade, no intuito de evitar que a empresa emissora seja surpreendida com oscilações atípicas do preço de suas ações<sup>104</sup>.

Além disto, a empresa também poderá contratar um formador de mercado (*market maker*) para buscar a manutenção da liquidez de suas ações, que se dá através da obrigação do contratado em apresentar, de maneira contínua, ofertas firmes de compra e venda das ações<sup>105</sup>.

Após distribuídas através do procedimento de IPO, as ações por sua vez se tornam livremente negociáveis no mercado de capitais através de operações de compra e venda<sup>106</sup>.

### 3.2.1.1 *Initial Coin Offering (ICO) x Initial Public Offering (IPO)*.

Adiante, cabe destacar alguns pontos em que ambos os meios de captação mais se diferem, de modo a destacar as vantagens e desvantagens de cada método. É através desta comparação, que empreendedores podem escolher entre um método ou outro, a depender de suas necessidades ou mercado em que atua.

Primeiramente, a característica que mais se destaca no ICO em contraponto ao IPO são os custos decorrentes do procedimento. Segundo John P. Conley<sup>107</sup>, para que um IPO tradicional seja realizado, ele deve custar milhões de dólares mais aproximadamente 7% do capital levantado.

De fato, conforme visto no item anterior, para que uma companhia inicie um procedimento de IPO ela deverá se conformar com as exigências advindas de diversas regras e regulamentos imposta tanto pelo órgão regulador do mercado de

103 PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**, 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019. Kindle.p. 278.

104 *Ibidem*, p. 278.

105 *Ibidem*, p. 279.

106 CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**, 8. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Método, 2018 p. 360.

107 CONLEY, John P. et al. Blockchain and the economics of crypto-tokens and initial coin offerings. **Vanderbilt University Department of economics working papers**, n. 17-00008, 2017. Disponível em: <https://johnpconley.com/wp-content/uploads/2019/11/VUECON-17-00008.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021.p.15.

capitais quanto da bolsa de valores em que se pretende realizar a listagem das ações.

Obviamente, cada exigência necessária para iniciar um IPO é acompanhada de custos, que envolve desde a contratação de advogados até instituições financeiras. Isto configura uma dependência de intermediários para a realização do procedimento.

No caso dos ICOs, o processo se demonstra muito diferente, considerando que os ICOs são ofertados e comercializados diretamente com o investidor, dispensando a atuação de intermediários como bancos e bolsa de valores<sup>108</sup>, ao contrário do que acontece em um processo de IPO.

Outro fato relevante acerca da economia propiciada pelo ICO, é de que a tecnologia utilizada para sua realização é simples e acessível quando se utiliza protocolos padronizados como o ERC-20 da plataforma Ethereum, considerando que para se programar um *token* na rede Ethereum é necessário somente, ao menos, 57 linhas de código<sup>109</sup>.

Contudo, o procedimento de IPO demonstra vantagem quando se trata da questão relativa a assimetria de informações. Geralmente, por, até o presente o momento, não estarem sujeitos a regulamentação específica, os emissores de criptoativos não são obrigados a cumprir com obrigações relativas a prestação de informações aos investidores, a exemplo do prospecto e outras obrigações de *disclosure* ou *reporting*<sup>110</sup>.

Já na hipótese do IPO, conforme visto em item anterior, uma das obrigações exigidas pelos órgãos reguladores do mercado de capitais é confecção de prospectos, que detalham diversas informações necessárias para convencer o potencial investidor a aderir a oferta, dentre elas, o risco do negócio e a situação do mercado em que ela atua. Isto possibilita que o investidor tenha consciência dos fundamentos do investimento, auxiliando na sua tomada de decisão.

Por fim, para realizar um ICO inexistente a barreira legal referente ao tipo

---

108 MAUME, Philipp; FROMBERGER, Mathias. Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws. **Chicago Journal of International Law**, v. 19, p. 548, 2018. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1748&context=cjil>. Acesso em: 10 maio. 2021.p. 560.

109 *Ibidem*, p. 561.

110 *Ibidem*, p. 561.

societário da empresa emissora<sup>111</sup>, considerando que para emitir ações em um IPO a empresa deverá ser necessariamente ser uma sociedade anônima<sup>112113</sup>, por sua vez excluindo outros tipos legais de sociedade realizarem um IPO.

Apesar de ambas as nomenclaturas fazerem referências umas as outras, os procedimentos são bastantes distintos. Isto faz com que o ICO seja voltado para empresas com perfil de *startups* que se envolvem em projetos relacionados a tecnologias *blockchain*<sup>114</sup>, enquanto o IPO é mais voltado para grandes empresas que não fazem parte deste mercado, considerando todos os requisitos para sua execução.

### 3.2.2 Crowdfunding

Outro meio de captação pública de recursos muito utilizado por empreendedores é o *crowdfunding*. Pode-se definir o *crowdfunding* como o “financiamento de um projeto por um grupo independente de indivíduos, realizado por meio da internet sem intermediários profissionais”<sup>115</sup>. Sua denominação se dá através da junção da palavra *crowd* (multidão), que faz menção a pluralidade de pessoas, e *funding*, que é a junção de pequenos valores repassados por estes na qualidade de investidores<sup>116</sup>.

Há vários tipos de *crowdfunding*, o que por sua vez podem ser de doação, recompensa (*reward*), empréstimo ou investimento (*equity*)<sup>117</sup>, a depender da forma

111 MAUME, Philipp; FROMBERGER, Mathias. Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws. **Chicago Journal of International Law**, v. 19, p. 548, 2018. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1748&context=cjil>. Acesso em: 10 maio. 2021. p. 561.

112 BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 10 maio. 2021.

113 Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

114 CONLEY, John P. et al. Blockchain and the economics of crypto-tokens and initial coin offerings. **Vanderbilt University Department of economics working papers**, n. 17-00008, 2017. Disponível em: <https://johnpconley.com/wp-content/uploads/2019/11/VUECON-17-00008.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021. p.15.

115 SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. Equity Crowdfunding no Brasil: Características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor. **XX SEMEAD (Seminário de Administração)**, 2017. p.2.

116 *Ibidem*, p.2.

117 DE MENDONÇA, Rafael Uttempergher; MACHADO, Luiz Henrique Mourão. Análise do crowdfunding no empreendedorismo brasileiro—características e tendências. **South American**

de recompensa destinada investidores.

No *crowdfunding* doação, também chamado de patrocínio ou caridade, o doador colabora com uma causa e realiza uma doação sem esperar nenhum tipo de retorno material. Tal modalidade geralmente é utilizada por organizações sem fins lucrativos para financiar algum tipo de projeto<sup>118</sup>.

Quanto ao *crowdfunding* na modalidade recompensa (*reward*), o apoiador do projeto pode receber diferentes tipos de recompensas. É uma modalidade que não envolve diretamente o repasse de receitas por juros ou lucros gerados pela atividade<sup>119</sup>. Este tipo de *crowdfunding* também pode ser utilizado para gerar venda antecipada, de modo a aumentar o interesse no lançamento de um produto<sup>120</sup>.

Na modalidade empréstimo, empresas e pessoas que tenham interesse em contrair empréstimos utilizam uma plataforma intermediadora para solicitar empréstimos ao público, em troca de juros<sup>121</sup>.

Por fim, há o modelo de *equity crowdfunding*, em que consiste na oferta para investidores em receber participação acionária ou remuneração advinda dos resultados da empresa<sup>122</sup>.

Além de serem um meio de arrecadação de recursos, o *crowdfunding* também se torna um canal eficiente de cortar custos com pesquisa e desenvolvimento ao buscar uma parceria com o público-alvo, através da participação deste no *design*, ou melhoria do produto, reduzindo os prazos e custos de criação<sup>123</sup>.

A seguir, veremos como o *crowdfunding* se assemelha ao ICO, na medida

---

**Development Society Journal**, v. 1, n. 3, p. 37-53, 2017. Disponível em: <http://www.sadsj.org/index.php/revista/article/download/21/20>. Acesso em: 10 maio. 2021. p.41-42.

118 SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. Equity Crowdfunding no Brasil: Características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor. **XX SEMEAD (Seminário de Administração)**, 2017. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/323014007\\_EQUITY\\_CROWDFUNDING\\_NO\\_BRASIL\\_CARACTERISTICAS\\_DESSA\\_MODALIDADE\\_DE\\_INVESTIMENTOS\\_NOVOS\\_ASPECTOS\\_REGULATORIOS\\_E\\_O\\_PERFIL\\_DO\\_INVESTIDOR](https://www.researchgate.net/publication/323014007_EQUITY_CROWDFUNDING_NO_BRASIL_CARACTERISTICAS_DESSA_MODALIDADE_DE_INVESTIMENTOS_NOVOS_ASPECTOS_REGULATORIOS_E_O_PERFIL_DO_INVESTIDOR). Acesso em: 10 maio. 2021. p.2.

119 DE MENDONÇA, Rafael Uttempergher; MACHADO, Luiz Henrique Mourão. Análise do crowdfunding no empreendedorismo brasileiro—características e tendências. **South American Development Society Journal**, v. 1, n. 3, p. 37-53, 2017. Disponível em: <http://www.sadsj.org/index.php/revista/article/download/21/20>. Acesso em: 10 maio. 2021. p.42.

120 SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. *op. cit.*, p.2.

121 DE MENDONÇA, Rafael Uttempergher; MACHADO, Luiz Henrique Mourão. *op. cit.*, p.42.

122 SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. *op. cit.*, p.2.

123 DE MENDONÇA, Rafael Uttempergher; MACHADO, Luiz Henrique Mourão. *op. cit.* p. 43.

que possuem características e públicos-alvo semelhantes, razão pela qual o *Initial Coin Offering* poderia ser considerado uma espécie de *crowdfunding*.

### 3.2.2.1 *Initial Coin Offering x Crowdfunding*

O *Initial Coin Offering*, de certo modo, imita o *crowdinvesting* tradicional tanto em suas funcionalidades, quanto no volume de mercado disponível<sup>124</sup>, isto é, o financiamento de negócios e projetos em troca de vantagens ou retorno financeiro ofertado para o público.

Contudo, a principal vantagem apresentada pelo ICO, é a facilidade do investidor acessar mercados secundários de alta liquidez através da negociação dos *tokens* em *exchanges* de criptoativos. Tal fato incentiva os investidores a investirem mais nos empreendimentos, como também possibilita diversas estratégias de saída, caso o investidor queira desistir do investimento<sup>125</sup>.

No caso do *crowdfunding*, as opções de saída são poucas, se limitando a venda da participação acionária, ao qual pode se realizar através da negociação direta ou através de cláusulas que prevejam *buyback* da participação<sup>126</sup>. Tal desvantagem se dá justamente pela ausência de mercados secundários para os ativos adquiridos através de *crowdfunding*, de modo a limitar as opções de investimento e o número de investidores disponíveis para investir<sup>127</sup>.

Outra importante desvantagem que assola o *crowdfunding* são os altos custos decorrentes da intermediação realizada pelas plataformas que veiculam as campanhas<sup>128</sup>, enquanto para realizar um ICO não é necessário, normalmente, de um intermediário, o que causa uma disparidade entre os custos da oferta/campanha de cada instrumento.

Por outro lado, a facilidade de negociação inerente aos ICO's tende a atrair

---

124 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021. p.3.

125 *Ibidem*, p.3.

126 ROTH, Jakob; SCHÄR, Fabian; SCHÖPFER, Aljoscha. The Tokenization of assets: using blockchains for equity crowdfunding, 2019. **SSRN Electronic Journal**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3443382](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3443382). Acesso em: 20. set. 2021. p.3.

127 *Ibidem*, p.3.

128 *Ibidem*, p.3.

apostadores que optam investir pela euforia causada por um projeto em vez dos fundamentos que o envolvem, apostando no alto retorno a curto prazo, fato que pode causar grave depreciação do ativo na mínima ausência de cumprimento das expectativas do projeto, impactando negativamente o desenvolvimento do projeto<sup>129</sup>. Em outra vez, o *crowdfunding* tradicional costuma atrair investidores e projetos mais qualificados em decorrência do regramento bem delineado e a menor acessibilidade a este tipo de captação<sup>130</sup>.

Deste modo, temos que o ICO se demonstra como uma evolução do *crowdfunding*, porém, as inovações tecnológicas trazidas por este método de captação envolvem mudanças na dinâmica de mercado que as torna distinguíveis entre si.

### 3.3 FINALIDADE E CARACTERÍSTICAS.

É importante destacar as finalidades e características do ICO para entender subsequentemente sua abordagem regulatória. Fatores como finalidade, tecnologia e mercado ajudam a melhor solucionar discussões regulatórias acerca do mecanismo, de modo a conciliar a proteção ao investidor e a liberdade de empreendedores financiarem projetos e negócios.

#### 3.3.1 ICO como meio de captação pública de recursos.

A finalidade de um ICO é ser utilizado pelos empreendedores para financiar projetos em estágios anteriores ao desenvolvimento ou em estágio muito incipiente de desenvolvimento, sendo opção para aqueles que queiram captar recursos sem necessariamente abdicarem de parte do capital social da empresa<sup>131</sup>.

129 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021. p.3.

130 ROTH, Jakob; SCHÄR, Fabian; SCHÖPFER, Aljoscha. The Tokenization of assets: using blockchains for equity crowdfunding, 2019. **SSRN Electronic Journal**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3443382](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3443382). Acesso em: 20. set. 2021. p.3-4.

131 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504->

Geralmente, empresas que desejam iniciar um ICO confeccionam um *white paper* para explicar o modelo de negócio que desejam financiar, e os aspectos técnicos que envolvem a oferta<sup>132</sup>. Além disto, o *white paper* tem o objetivo de explicar detalhes das funcionalidades que os *tokens* possuem e como serão criados<sup>133</sup>.

Exemplificando, um grupo de pessoas pretendem criar uma empresa para vender um produto, contudo, eles não possuem capital suficiente para largarem seus trabalhos e venderem seus produtos para o mercado. Recorrendo ao mercado de capitais tradicional, o grupo poderá abrir uma empresa e pedir um empréstimo de capital de giro, ou abordar investidores de *venture capital*. Caso obtenha sucesso o empreendimento, poderá até abrir o capital da empresa na bolsa de valores, dividindo suas ações com o mercado. Ao comprar as ações, os compradores podem deter diversos direitos para a companhia, incluindo a distribuição de lucros para os acionistas<sup>134</sup>.

No caso de um ICO, em vez de títulos que confirmam direitos contra a companhia, a empresa poderá emitir *tokens* que, por exemplo, poderá ser determinado pela empresa como o único meio de compra de seus produtos que ainda não foram lançados no mercado, e ou, possibilite que os detentores dos *tokens* decidam sobre a política de preços do produto, além de ser possível que a empresa remunere seus fornecedores com o *token* emitido. Se o produto for bastante vendido, os *tokens* da empresa terão valor, e se os *tokens* puderem ser convertido em reais, os fornecedores não importaram de serem remunerados com os *tokens*<sup>135</sup>.

Apesar de “inicial”, a maioria dos ICOs ocorrem após uma “pré-venda” destinada a um grupo de investidores fechado antes da oferta para o público em

---

D.pdf?sequence=-1. Acesso em: 06 maio. 2021. p.48.

132 CONLEY, John P. et al. Blockchain and the economics of crypto-tokens and initial coin offerings. **Vanderbilt University Department of economics working papers**, n. 17-00008, 2017. Disponível em: <https://johnpconley.com/wp-content/uploads/2019/11/VUECON-17-00008.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021. p.1-2.

133 *Ibidem*, p. 2.

134 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 50.

135 *Ibidem*, p. 50.

geral. Tais pré-venda são destinadas a levantar recursos para a realização do ICO, como para sinalizar o mercado sobre a precificação dos *tokens* oferecidos<sup>136</sup>.

Finalizado a arrecadação, dados empíricos demonstram que no ano de 2017, ICOs arrecadaram aproximadamente em média 15 milhões de dólares<sup>137</sup>, enquanto outro estudo avaliou que dentre 253 ICOs realizados entre 2014 e 2017, 50 arrecadaram 10 milhões de dólares ou mais<sup>138</sup>.

### 3.3.2 Vantagens e riscos.

Ao contrário de métodos de captação tradicionais a exemplo do IPO, no caso dos ICOs, os limites de captação territorial não se aplicam, ICOs podem ser ofertados globalmente através da internet sem estarem adstritos a uma determinada jurisdição<sup>139</sup>. Sua natureza livre e desregulada, permite que qualquer pessoa, em qualquer lugar do mundo, mesmo as mais pobre e mais distantes, possam se tornar investidoras<sup>140</sup>.

Para o empreendedor, outra vantagem importante é a ausência de regras claras que tratam do ICO. Neste mercado, as *startups* detêm maior liberdade para propor inovações e novos modelos de negócios baseados em criptoativos. Tal liberdade propicia maior flexibilidade para o empreendedor, o que se demonstra positivo em um mercado dinâmico como o de *blockchain*<sup>141</sup>.

136 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 51.

137 LYANDRES, Evgeny; PALAZZO, Berardino; RABETTI, Daniel. **Do tokens behave like securities? an anatomy of initial coin offerings**, 2019. SSRN Electronic Journal. Disponível em: <https://www.idc.ac.il/en/schools/business/annual-conference/documents/2019-annual-conference/do-tokens-behave-like-securities-lyandres.pdf>. Acesso em 20. set. 2021. p. 16.

138 ADHAMI, Saman; GIUDICI, Giancarlo; MARTINAZZI, Stefano. Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin. **Journal of Economics and Business**, Philadelphia, v. 100, 2018, p. 64-75. Disponível em: <https://re.public.polimi.it/retrieve/handle/11311/1056221/292387/JEP%20published%20>. Acesso em 20. set. 2021. p.69.

139 REMOR, Ivan Pereira. *op. cit.* p. 49.

140 TAPSCOTT, Don; TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution: como a tecnologia por trás do Bitcoin está mudando o dinheiro, os negócios e o mundo**. São Paulo: SENAI-SP Editora. 2016. p. 119.

141 CONLEY, John P. et al. Blockchain and the economics of crypto-tokens and initial coin offerings. **Vanderbilt University Department of economics working papers**, n. 17-00008, 2017. Disponível em: <https://johnpconley.com/wp-content/uploads/2019/11/VUECON-17-00008.pdf>.

Além do mais, o custo de começar um ICO é basicamente zero. Conforme já mencionado, basta poucas linhas de código para programar um *token*, o que torna os custos de transação praticamente nulos, se comparados com outros meios de captação como o IPO ou *crowdfunding*<sup>142</sup>.

Pela visão do investidor, investir em uma *startup* através de um ICO pode-se demonstrar vantajoso na medida que o investimento provem de rápida liquidez<sup>143</sup>. Emitido o *token* em um ICO, ele imediatamente poderá negociar o ativo em uma *exchange* em que o *token* esteja listado, possibilitando aos investidores diversas estratégias de saída caso deixem de acreditar no negócio, ou queiram lucrar com a valorização do ativo.

Contudo, iniciar um ICO detêm riscos consideráveis. O primeiro deles é a assimetria de informações. Por não precisarem se ater a regulamentações específicas, os emissores não são obrigados a disporem de informações importantes acerca do investimento, o que causa uma disparidade de conhecimento entre investidor e emissor. Ademais, a assimetria de informações tende a chamar atenção de fraudadores que desejam se aproveitar do desconhecimento dos investidores sobre o projeto<sup>144</sup>.

Outro ponto de preocupação que ronda os ICOs é a ausência de mecanismos de precificação. Normalmente, os emissores definem o preço dos *tokens* a partir de uma lógica “pegar ou largar”, sendo comum a oferta de 40% a 50% de desconto para os primeiros investidores. No ICO não são utilizados mecanismos de precificação como o *bookbuilding* ou afins<sup>145</sup>.

Para Lars Klöhn *et al.*<sup>146</sup>, elementos de precificação como quantidade máxima de *tokens* e tempo máximo em que o financiamento deve ser completado ou

---

Acesso em: 10 maio. 2021. p. 16.

142 HOWELL, Sabrina T.; NIESSNER, Marina; YERMACK, David. Initial coin offerings: Financing growth with cryptocurrency token sales. **The Review of Financial Studies**, v. 33, n. 9, p. 3925-3974, 2020. Disponível em: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w24774/w24774.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w24774/w24774.pdf). Acesso em: 07 maio. 2021. p. 23.

143 *Ibidem*, p. 22

144 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021. p. 12-13.

145 *Ibidem*, p. 13.

146 *Ibidem*, p. 13.

chegar a certo patamar não são observados em ICOs. Os emissores podem de livre arbítrio e a qualquer tempo aumentar a quantidade de *tokens*, como estender o tempo da oferta a seu bel prazer.

Segundo os autores, a lógica de “pegar ou largar” previne que os investidores com informações negativas do ICO influenciem o preço da oferta. No caso de outros meios de precificação, como o *bookbuilding*, informações negativas levam a queda do preço das ações. Ademais, a lógica do “pegar ou largar” dificulta aos investidores subsequentes receberem informações negativas acerca do investimento<sup>147</sup>. Tal fato pode levar a queda abrupta dos preços dos *tokens* após o início das negociações no mercado secundário, causando prejuízo aos investidores.

Períodos de oferta extensíveis também podem causar problemas. Se as ofertas estiverem limitadas a um período de tempo, havendo uma meta mínima de captação, os investidores receberiam o investimento de volta caso a oferta não cumprisse a meta mínima no limite de tempo, o que incentivaria os emissores a definirem preços mais apropriados para o mercado. Se os emissores não se atermem a um período determinado de oferta, eles podem estendê-la até que todos os *tokens* sejam vendidos, causando uma precificação duvidosa por parte do emissor<sup>148</sup>.

Outro problema é a ausência de intermediários para realizar um ICO. Segundo Lars Klöhn *et al*<sup>149</sup>, no mercado de capitais a realização de ofertas únicas, como no ICO, geralmente são acompanhadas de intermediários que mediam os interesses de investidores e emissores além de eliminar ou aliviar a assimetria de informações. Como atuam repetidamente em ambos os lados do mercado, os intermediários têm amplos incentivos para equalizar os interesses de ambos, além de buscarem manter sua reputação, já que se precificarem excessivamente uma ação, no caso do IPO por exemplo, sua reputação com o mercado será abalada.

Por fim, outro motivo de preocupação com o ICO é a ausência de regulamentação específica, que será abordada em capítulo subsequente.

---

147 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021. p. 14.

148 *Ibidem*, p. 14.

149 *Ibidem*, p. 15.

#### 4. INITIAL COIN OFFERING: DESAFIOS REGULATÓRIOS ANTE A POSSIBILIDADE DE CONFIGURAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E POSSÍVEIS SOLUÇÕES.

Como é de costume, o direito está sempre atrás do avanço tecnológico. Quando se trata de criptoativos e *blockchain*, vemos que o lapso temporal em que a tecnologia se desenvolveu é muito curto, se contarmos com a criação do Bitcoin em 2008<sup>150</sup> e a realização do primeiro ICO, em 2013 pela MasterCoin<sup>151</sup>. Isto são 5 anos entre o lançamento do primeiro criptoativo até a primeira utilização no mercado de capitais. Para efeito de contraste, a atual lei que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários brasileiro tem vigência datada de 1976, com última alteração significativa no ano de 2001<sup>152</sup>, além da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965<sup>153</sup>.

Tal situação ocasiona um limbo regulatório, fazendo que os empreendedores que utilizam as tecnologias relacionadas aos criptoativos operem a margem da estrutura regulatória brasileira, já que não se enquadram nos tipos definidos pelo sistema jurídico, criando assim uma situação de insegurança jurídica e imprevisibilidade<sup>154</sup>.

Diante deste panorama, o presente estudo busca analisar as medidas que empresas e reguladores possam tomar, utilizando o arcabouço jurídico existente, para viabilizar a realização de ICOs no país.

##### 4.1 DESAFIOS REGULATÓRIOS.

150 Conforme apresentado no item 2.1.1.

151 Conforme apresentado no item 3.1.

152 BRASIL. **Lei Nº 6.385**, de 7 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 15. de jul. 2021.

153 BRASIL. **Lei Nº 4.728**, de 14 de Julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm). Acesso em 20. set. 2021.

154 MELLO, José Luiz Homem de Mello *et al.* **Desafios regulatórios em torno da emissão e negociação de criptoativos e o sandbox como uma possível solução.** [S.l.: s.n.]. [2019]. Disponível em: [https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821\\_Desafios\\_regulatorios\\_em\\_torno\\_da\\_emissao\\_negociacao\\_criptoativos\\_e\\_sandbox\\_possivel\\_solucao.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821_Desafios_regulatorios_em_torno_da_emissao_negociacao_criptoativos_e_sandbox_possivel_solucao.pdf). Acesso em: 16. de jul. 2021. p. 3-4

Desde o primeiro ICO realizado em 2013, a onda de ICOs vem ocasionando desafios regulatórios de modo a colocar reguladores e empreendedores em uma situação de incerteza quanto as regras a serem aplicadas tendo em vista as inovações tecnológicas trazidas pelo mecanismo. Assim, cabe aprofundar a análise dos principais pontos que ocasionam o cenário de dúvida e incerteza jurídica sobre a realização do procedimento.

#### 4.1.1 ICO como oferta pública de valores mobiliários.

Conforme já debatido, o ICO vem sendo utilizado por empresas em projetos anteriores ou incipientes de desenvolvimento para captação de recursos<sup>155</sup>. A partir desta premissa, cabe destacar que o ICO muito se assemelha aos processos praticados no mercado de capitais, a entender, pela transferência de recursos do público para a empresa captadora de recursos<sup>156</sup>.

Segundo Juliano Lima Pinheiro, “O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização de recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores”<sup>157</sup>. Para o autor, isto significa que o conceito de mercado de capitais está intrinsecamente ligado ao conceito de valores mobiliários<sup>158</sup>.

Ocorre que na nossa jurisdição, o mercado de capitais é regulamentado. O que significa que certas atividades importam o estabelecimento de limites a atuação dos agentes econômicos, ao qual inexistem quando o mercado é inteiramente livre<sup>159</sup>.

155 Conforme apresentado no item 3.3.1.

156 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 59.

157 PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**, 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019. Kindle. posição. 4332.

158 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 60.

159 EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais: regime jurídico**, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin,

Deste modo, regulamentação significa que há normas que limitam a liberdade dos participantes do mercado, quer quanto a conduta, quanto aos bens negociados<sup>160</sup>. Regulação pode ter origem de modo voluntário ou contratual denominada de “autorregulação”, ou de modo jurídico, quando contida em normas legais ou regulatórias, caracterizando a intervenção do Estado na economia como agente regulador, e não como empresário<sup>161</sup>.

Neste sentido, incumbe a CVM normatizar as ofertas públicas de valores mobiliários, cabendo deixar claro que está fora de seu âmbito de regulamentação as ofertas privadas ou particulares, já que não há captação da poupança da coletividade, somente a dos atores envolvidos na negociação<sup>162</sup>.

Conforme já debatido, ICO é um instrumento utilizado por empreendedores para ofertar para o público *tokens* como meio de financiamento aos seus projetos<sup>163</sup>.

Diante de tais premissas, podemos concluir que quando um ICO tiver como objeto um valor mobiliário, ao qual, diga-se de passagem, é a grande maioria dos ICOs<sup>164</sup>, este deverá se ater as normas que regulamentam o mercado de capitais brasileiro. Na prática, isto será principalmente aplicado aos ICOs que se proponham a emissão de *security tokens*, em razão da sua natureza jurídica de valor mobiliário<sup>165</sup>. Contudo, deve-se destacar a possibilidade de *utility tokens* serem enquadradas como valores mobiliários na medida que apresentem as qualidades previstas no *Howey test*, ou aquelas previstas no inciso IX, art. 2º da Lei 6.385 de 1976, ganhando, portanto, a natureza jurídica de valor mobiliário.

#### 4.1.1.1 O conceito de valores mobiliários no Direito Brasileiro.

---

2019. p. 45.

160 EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais: regime jurídico**, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 45.

161 *Ibidem*, p. 45.

162 DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. 2005. Tese. (Mestrado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-RJ. Rio de Janeiro. Orientador: Prof. Alejandro Bugallo Alvarez. p. 54.

163 Conforme apresentado no item 3.3.1.

164 MENDELSON, Michael. From initial coin offerings to security tokens: A US Federal Securities law analysis. **Stan. Tech. L. Rev.**, v. 22, p. 52, 2019. Disponível em: [https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson\\_20180129.pdf](https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson_20180129.pdf). Acesso em: 06 maio. 2021. p. 52.

165 Conforme apresentado no item 2.4.

Até a edição da Medida Provisória nº 1.637/1998, o direito brasileiro não seguia os princípios do Direito americano estabelecidos no *Howey test*. Na ocasião, o direito brasileiro era influenciado pelo Direito Societário francês, já que a intenção do legislador era conferir um caráter restrito ao conceito de valor mobiliário<sup>166</sup>.

Para Nelson Eizirik *et al*, a expressão “valor mobiliário” da época designava os títulos emitidos por sociedades anônimas ou representativos de direitos sobre tais títulos, passíveis de distribuição no mercado e de negociação nas Bolsas de Valores ou no mercado de balcão<sup>167</sup>.

Na sua feição original, a Lei nº 6.385/1976 somente considerava como valores mobiliários em seu art. 2º: as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões destes títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critérios do Conselho Monetário Nacional (CMN)<sup>168</sup>.

Em 1986, o Decreto-Lei nº 2.286 estabeleceu em seu art. 3º, que também será incluído no rol de valores mobiliários: os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários<sup>169</sup>. Posteriormente, a lei e a regulamentação incluíram no rol de valores mobiliários: as notas promissórias emitidas por sociedades de ações quando destinadas à oferta pública (Resolução nº 1.723/1990 do Conselho Monetário Nacional); os direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósito (Resolução CMN nº 1.907/1992); as cotas de fundos imobiliários (artigo 3º, Lei nº 8.668/1993); os certificados de investimentos audiovisuais (Lei nº 8.685/1993); os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica (Resolução CMN nº 2.405/1997 e Instrução CVM nº 267/1997); os certificados de recebíveis mobiliários (artigo 6º da Lei nº 9.514/1997 e Resolução CMN nº 2.517/1998)<sup>170</sup>.

Embora o legislador tenha ampliado consideravelmente o rol de valores mobiliários desde a edição da Lei. 6.385/1976 até a Medida Provisória nº 1.637/1998, o sistema legislativo brasileiro ainda consagrava a acepção restrita de

---

166 EIZIRIK, Nelson *et al*. **Mercado de capitais**: regime jurídico, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 90.

167 *Ibidem*, p. 90.

168 *Ibidem*, p. 91.

169 *Ibidem*, p. 91.

170 *Ibidem*, p. 91-92.

valores mobiliários<sup>171</sup>.

Segundo Nelson Eizirik *et al*, apesar da concepção restritiva de valor mobiliário até então, a doutrina há muito salientava a necessidade de adoção de um conceito mais amplo de valores mobiliários que pudesse abarcar novas modalidades de empreendimentos, inclusive os contratos negociados em Bolsas de Mercadorias e Futuros, assim como quaisquer contratos de investimento oferecido publicamente<sup>172</sup>.

Atendendo a esta demanda, a Lei nº 10.198/2001 trouxe importante marco no mercado de capitais brasileiro, ao conferir uma acepção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação, ao nosso sistema legal, do conceito de *security* do Direito norte-americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais<sup>173</sup>.

A Medida Provisória nº 1.637/1998, convertida na Lei nº 10.198/2001, estabelece que será considerado “valor mobiliário”, nos termos do artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/1976 quando ofertados publicamente, os 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<sup>174</sup><sup>175</sup>.

Tal dispositivo foi responsável por afastar o direito brasileiro da concepção restrita de valor mobiliário, passando a conferir a concepção mais ampla de valor mobiliário advinda do Direito norte-americano<sup>176</sup>. Assim, com o advento da nova lei, passou-se a ser considerado como valor mobiliário não apenas aquelas já elencados na legislação em vigor, mas também quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público investidor, que aplica os seus recursos na expectativa de obter lucro enquanto não haja controle direto do investidor diretamente sobre o empreendimento, já que este compete para o empreendedor<sup>177</sup>.

---

171 EIZIRIK, Nelson *et al*. **Mercado de capitais**: regime jurídico, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 92.

172 *Ibidem*, p. 93.

173 *Ibidem*, p. 93.

174 *Ibidem*, p. 93.

175 BRASIL. **Lei Nº 6.385**, de 7 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 15. de jul. 2021.

176 EIZIRIK, Nelson *et al*. **Mercado de capitais**: regime jurídico, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 93.

177 *Ibidem*, p. 93.

Assim, a mudança da acepção do conceito de valor mobiliário passou a trazer uma vantagem em afastar a necessidade de reformulação periódica da legislação sobre mercado de capitais<sup>178</sup>. Para Nelson Eizirik *et al*<sup>179</sup>, o alargamento do conceito de valores mobiliários passou a obter a capacidade de incluir situações futuras em que se oferta novos produtos ao investidor, aumentando, por consequência, o âmbito de atuação e fiscalização da CVM.

Deste modo, vê-se que a evolução do conceito de valor mobiliário como um importante fator relacionado aos desafios regulatórios que envolvem ICOs, já que seu conceito abrangente permite o alcance da norma a novos produtos de investimentos lançados no mercado com o passar do tempo, como os *tokens*, o que pressupõe a necessidade de cumprimento das regras vigentes direcionadas as ofertas de valores mobiliários para o público, que será debatida adiante.

#### 4.1.1.2 A regulamentação da oferta pública de valores mobiliários no Brasil.

Em um ICO, o objetivo do empreendedor é oferecer ao público a venda de *tokens* no intuito de financiar um empreendimento. Quando o *token* objeto da oferta é caracterizado, conforme a lei, como um valor mobiliário, estamos diante de uma oferta pública de valores mobiliários. Deste modo, cabe analisar como é regulamentado o procedimento ordinário de oferta pública de valores mobiliários no Brasil.

No mercado de capitais, o objetivo básico das sociedades empresariais é o acesso a poupança popular, o que torna fundamental prover os investidores um adequado sistema de proteção<sup>180</sup>. Contudo, a proteção aos investidores não pode ser feita de modo a restringir demasiadamente a capacidade de captação de recursos pelas companhias, de modo a inviabilizar o próprio funcionamento do mercado de capitais, assim, a tutela estatal visa conciliar estes dois objetivos, encampando uma política de *disclosure* de divulgação de informações<sup>181</sup>.

---

178 EIZIRIK, Nelson *et al*. **Mercado de capitais**: regime jurídico, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 94.

179 *Ibidem*, p. 95.

180 *Ibidem*, p. 202 - 203.

181 *Ibidem*, p. 203.

Esta política de *disclosure*, por sua vez se materializa em um sistema de registro perante a CVM, em que se canaliza as informações consideradas necessárias para o público investidor efetuar suas decisões de investimento de maneira consciente<sup>182</sup>.

A necessidade de registros das ofertas públicas de valores mobiliários é primeiramente prevista no art. 19 da Lei. 6.385/1976, ao qual prevê que “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”<sup>183</sup>. Em atenção ao §5º do art. 19<sup>184</sup> da Lei. 6.385/1976, a CVM através da Instrução nº400, de 29 de Dezembro de 2003, traz as regras gerais que disciplinam as ofertas públicas primárias e secundárias de valores mobiliários<sup>185186</sup>.

Em resumo, o processo de registro de oferta perante a CVM deverá ser realizado em conjunto pelo emissor de valores mobiliários e instituição financeira intermediário, nos termos do art. 7º da Instrução nº400, além de uma série de documentos previstos no Anexo II da referida Instrução<sup>187</sup>.

Citando-se de passagem, é importante notar que a tutela da CVM sobre as emissões públicas de valores mobiliários não recai sobre o mérito da companhia em propor a emissão, não podendo a CVM realizar juízos sobre a qualidade ou a veracidade dos documentos envolvidos no procedimento de registro, salvo na hipótese de nova constituição de companhia mediante subscrição pública, conforme

---

182 EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais**: regime jurídico, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 203.

183 BRASIL. **Lei Nº 6.385**, de 7 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 15. de jul. 2021.

184 Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;

185 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 100.

186 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº400**, de 29 de Dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em 16. de jul. 2021.

187 REMOR, Ivan Pereira. *op. cit.* p. 102.

art. 82, §2 da Lei 6.404/1976<sup>188</sup>.

Além dos documentos necessários, o processo de registro também deverá conter o prospecto, o que por sua vez deve conter todas as informações contidas no Anexo III da Instrução, ao qual não poderá omitir de informações relevantes a análise da oferta, nem incluir informações que podem instigar os investidores ao erro, também é possível o emissor apresentar um prospecto preliminar a ser distribuído antes da análise do registro<sup>189</sup>.

Ainda, para que uma sociedade empresária possa ofertar publicamente valores mobiliários no Brasil, a companhia deverá ser registrada na CVM sob a organização de sociedade anônima, salvo nos casos previstos em que a Instrução prever de modo diverso, nos termos do art. 1º, §2º da Instrução nº 480 da CVM, que dispõe “sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários”<sup>190</sup>. Além disto, ao se registrar como emissor na CVM, a companhia deve se comprometer a fornecer informações periódicas sobre suas atividades, devendo também comunicar ao mercado informações relevantes que envolvam suas atividades<sup>191</sup>.

Além do mais, a Instrução nº 480 da CVM apresenta dois tipos de registros diferentes, as categorias A e B, que se diferenciam pela quantidade de informações que a companhia deve apresentar, tendo a categoria B exigências mais brandas se comparadas com a categoria A, porém a companhia estará impedida de emitir ações

---

188 DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. 2005. Tese. (Mestrado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-RJ. Rio de Janeiro. Orientador: Prof. Alejandro Bugallo Alvarez. p.58.

189 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 103.

190 Instrução 480 CVMBRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 480**, de 7 Dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 17. de jul. 2021.

191 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 105.

ou títulos conversíveis em ações, conforme o art. 2º da referida instrução<sup>192</sup>.

Antes do início do processo de registro, é possível que o emissor realize uma consulta a potenciais investidores sobre a viabilidade de eventual oferta, porém a consulta deverá ser limitada a 50 investidores sem que haja nenhum caráter vinculante a oferta<sup>193</sup>. Também é autorizada, antes do protocolo do pedido e antes do deferimento do registro, a coleta de intenções de investimento, o chamado *bookbuilding*, procedimento voltado em apurar o interesse do mercado e ajudar a fixar o volume e/ou preço da oferta<sup>194</sup>.

Havendo a realização do prospecto preliminar e/ou *bookbuilding*, deve ser confeccionado o documento denominado aviso ao mercado, considerado o primeiro documento público da oferta ao se tratar da ciência do público no geral, devendo conter entre outras informações, o cronograma da oferta e as condições de realização de reservas, caso opte a companhia<sup>195</sup>.

Outra regra importante é a irrevogabilidade da oferta pública de distribuição de valores mobiliários prevista no art. 22º da Instrução nº400, apesar da previsão do condicionamento da oferta a certos eventos que correspondam a um legítimo interesse do ofertante<sup>196</sup>.

O art. 54, da Instrução nº400 considera iniciada a oferta pública de distribuição após publicada o Anúncio de Início de Distribuição e a disponibilização do prospecto definitivo aos investidores nas páginas de internet da emissora; do ofertante; da instituição intermediária; das entidades administradoras do mercado organizado em que ocorrer a oferta e da própria CVM (artigo 54-A), devendo ser publicado no prazo de 90 a partir do deferimento do registro sob pena de caducidade (artigo 17), tendo a oferta duração máxima de 6 meses (artigo 18)<sup>197 198</sup>.

---

192 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 105.

193 *Ibidem*, p. 107.

194 *Ibidem*, p. 108.

195 *Ibidem*, p. 108.

196 *Ibidem*, p. 109.

197 *Ibidem*, p. 110.

198 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº400**, de 29 de Dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em:

Já o art. 30 da Instrução nº 400, prevê a obrigatoriedade da companhia emissora dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários previstos para a oferta pública ou a captação total do montante previsto para a oferta pública, sendo possível a restituição dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários caso a hipótese aconteça ( art. 30, §4º)<sup>199</sup>.

Por fim, distribuído todos os valores mobiliários destinados a oferta, ou encerrado o prazo previsto para a distribuição, deve ser comunicado ao mercado o encerramento da oferta por meio do Anúncio de Encerramento de Distribuição, conforme o artigo 29 da Instrução<sup>200201</sup>.

Porém, há ainda alguns aspectos importantes sobre o regramento que valem a pena serem elucidados. Primeiro, o art. 3º, §2º da Instrução nº 400, condiciona o registro da oferta pública de distribuição a intermediação por uns dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários previstos no art. 15 da Lei. 6.385/1976, atribuição geralmente exercida por instituições financeiras<sup>202</sup>. Este papel de intermediação na captação de recursos para as companhias é denominado *underwriting*, considerada uma das principais atividades desenvolvidas no mercado de capitais, e sua ausência em uma distribuição pública de valores mobiliários é uma infração grave de acordo com o artigo 59 da Instrução nº 400 da CVM, sujeitando o emissor as penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976<sup>203</sup>.

Segundo, conforme o disposto nos artigos e 19 e 20 da Instrução nº 400, a CVM poderá suspender ou cancelar a oferta de distribuição de valores mobiliários

---

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em 16. de jul. 2021.

199 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº400**, de 29 de Dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em 16. de jul. 2021.

200 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. p. 111.

201 Art. 29. O resultado da oferta deverá ser divulgado, nos termos do Anexo V, tão logo terminado o prazo nela estipulado ou imediatamente após a distribuição da totalidade dos valores mobiliários que dela são objeto, o que ocorrer primeiro.

202 WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1986. p. 253.

203 *Ibidem*, p. 253.

em virtude de fatos e circunstâncias não decorrentes da vontade das partes. A suspensão acontece quando se verifica as hipóteses contida no artigo 19 da Instrução, são elas: “I – esteja se processando em condições diversas das constantes da presente Instrução ou do registro; ou II – tenha sido havida por ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro”<sup>204</sup>. Sobre a suspensão da oferta pela CVM, Ivan Pereira Remor<sup>205</sup>, afirma que a finalidade da suspensão não é simplesmente punitiva, mas sim no sentido de proteção ao mercado. A suspensão poderá ser revertida sempre quando a irregularidade seja sanada, e sua falha na correção sempre ensejará o cancelamento da oferta, e acaso ocorra o cancelamento, deve ser restituído todos os valores captados<sup>206</sup>.

Deste modo, temos um recorte dos principais pontos que regem o regramento aplicado as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, já que as normas aplicáveis ao registro da oferta são inúmeras e diversas, contudo, o panorama realizado se demonstra suficiente para a discussão da compatibilidade entre o ICO e o regramento previsto pela CVM.

#### 4.1.1.2.1 A (in)compatibilidade do ICO com o regramento atual.

Em 2017, a Comissão de Valores Mobiliários<sup>207</sup> emitiu comunicado alertando potenciais investidores sobre os riscos acerca dos investimentos em ICOs. No texto emitido, além de elencar os diversos riscos inerentes, a autarquia destaca que até o momento do comunicado, nenhum ICO fora registrado na autarquia, ou dispensado de registro no Brasil.

204 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº400**, de 29 de Dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em 16. de jul. 2021.

205 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. p. 113.

206 *ibidem*, p. 113.

207 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Nota**. Initial Coin Offering (ICO), 2017. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offering-ico--a0e4b1d10e5a47aa907191d5b6ce5714>. Acesso em: 08 maio. 2021.

No ano de 2018, a CVM emitiu comunicado semelhante através da série Alertas<sup>208</sup>, afirmando que, além da ausência de qualquer registro de ICOs até a data de emissão do comunicado, “as ofertas de ativos virtuais que se enquadrem na definição de valores mobiliários e estejam em desconformidade com a regulamentação serão tidas como irregulares e estarão sujeitas as regras aplicáveis”.

Conforme visto em item anterior<sup>209</sup>, ICOs são alternativas inovadoras e eficazes de arrecadação de fundos para o financiamento de negócios inovadores e em estágio incipiente de desenvolvimento, sobretudo aqueles que envolvem tecnologias baseadas em *blockchain*. Contudo, a possibilidade dos *tokens* emitidos serem caracterizados como valores mobiliários torna a Comissão de Valores Mobiliários competente para fiscalizar e submeter os procedimentos de ICO as regras que regulam as ofertas públicas de valores mobiliários<sup>210</sup>, sujeitando os procedimentos realizados fora da regulamentação as penalidades previstas na Lei nº 6.385/1976.

Ocorre que o sistema de registro de ofertas públicas de valores mobiliários que a lei e a CVM desejam submeter aos ICOs destoam completamente da natureza e das características do procedimento. Dito isto, cabe analisar alguns pontos contraditórios que inviabilizam os ICOs conforme as regras aplicáveis as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A primeira regra que já se demonstra extremamente excludente é prevista no art. 1, §2º da Instrução nº 480 da CVM<sup>211</sup>, ao qual prevê que o emissor de valores mobiliários deverá estar constituído sob a forma de sociedade anônima. A regra se demonstra bastante excludente, já que as sociedades anônimas são formas societárias complexas com diversos órgãos corporativos obrigatórios previstos em lei, o que se torna um tipo societário voltado para grandes empreendimentos<sup>212</sup>,

208 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Criptoativos**, 2018. Série Alertas. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta\\_CVM\\_CRIPTOATIVOS\\_10052018.pdf](https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf). Acesso em: 20. set. 2021. p. 4.

209 Conforme apresentado no item 3.

210 Conforme apresentado no item 4.1.1.

211 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 480**, de 7 Dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 17. de jul. 2021.

212 CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**, 8. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Método, 2018. p.

enquanto por outro lado, as empresas que predominantemente recorrem ao ICO são *startups* de tecnologia com projetos em estágios anteriores ou incipientes de desenvolvimento, o que significa a utilização de tipos societários mais simples e econômicos, como as sociedades limitadas.

Neste sentido, podemos dizer que o perfil de empreendedor que recorre ao ICO não é o mesmo que o exigido pelo sistema de registro de oferta da CVM, o que torna a regulamentação subjetivamente excludente perante o ICO.

Outra regra que não se adéqua ao ICO é a exigência de intermediários para a realização da oferta pública de distribuição. Previsto no art. 3º, §2º da Instrução nº 400 da CVM, para que uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários opere, deverá ser realizada mediante atuação de instituições intermediárias<sup>213</sup>.

Para realizar um ICO, não é necessário qualquer tipo de intermediação. Como visto em capítulo anterior<sup>214</sup>, basta poucas linhas de código para criar um *token* e iniciar a distribuição utilizando a plataforma de *blockchain* Ethereum, por exemplo. Exigir que a emissão de *tokens* utilizem intermediários está em descompasso com um mercado caracterizado pela desintermediação<sup>215</sup>, o que torna pouco atrativo para o empreendedor interessado em realizar ICO cumprir as regras da oferta pública, preferindo, por sua vez, se manter a margem do sistema de registro da CVM, considerando o custo inevitável de se contratar intermediadores para a realização da oferta.

Contudo, apesar da atuação de intermediários desvirtuarem os princípios que envolvem o ICO, a sua hipótese de adoção não pode ser imediatamente excluída, já que a atuação de intermediários poderá compor uma das soluções regulatórias, conforme será visto em capítulo subsequente.

Por fim, a densa quantidade de obrigações relacionada a política de *disclosure* acaba por tornar o registro de oferta um processo caro e burocrático, o

---

351.

213 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº400**, de 29 de Dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em 16. de jul. 2021.

214 Conforme apresentado no item 3.2.1.1.

215 ANDRÉS, Pablo de et al. **Regulatory and Market Challenges of Initial Coin Offerings**. Law Working Paper, n. 461. Bruxelas: European Corporate Governance Institute, 2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=3413117](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3413117). Acesso em 17. de jul. 2021.p. 3.

que não é compatível com um mercado digital, descentralizado e global como o de ICOs<sup>216</sup>. Tal constatação é respaldada pelo mestrando Ivan Pereira Remor, que afirma: “A Instrução 400 da Comissão de Valores Mobiliários não se afigura adequada para reger a realização de um ICO em virtude de seus elevados custos, uma vez que foi desenhada para grandes companhias”<sup>217</sup>.

Assim, temos que o principal desafio regulatório do ICO é a incompatibilidade entre o ICO e as regras que tangem a oferta pública de valores mobiliários, ocasionando consequências negativas para os empreendedores que tenham interesse no mercado.

#### 4.1.1.2.2 Penalidades em razão da ausência de registro da oferta.

Se não bastasse a incompatibilidade entre o ICO e o registro da oferta pública de valores mobiliários, o emissor que realizar uma oferta pública sem o prévio registro na CVM pode ter consequências relevantes nas esferas administrativa, civil e penal<sup>218</sup>.

No âmbito administrativo, caberá a CVM determinar a suspensão ou cancelamento da oferta pública de valores mobiliários não registrada, sendo que o ato de suspensão tem a natureza de medida cautelar, seu objetivo é sustar, de ponto, a colocação de valores mobiliários no mercado, visando a proteção aos investidores<sup>219</sup>.

A suspensão e cancelamento da oferta pública realizada sem o prévio registro operam efeitos *ex tunc*, e retroagem no tempo, tornando ineficazes os atos de distribuição desde o seu início, porém uma vez corrigidos (efetivação do registro), pode a autarquia revogar o ato administrativo suspensivo, permitindo a retomada da

---

216 ANDRÉS, Pablo de. et al. **Regulatory and Market Challenges of Initial Coin Offerings**. Law Working Paper, n. 461. Bruxelas: European Corporate Governance Institute, 2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=3413117](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3413117). Acesso em 17. de jul. 2021.p. 3.

217 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 168.

218 EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais: regime jurídico**, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 246.

219 *Ibidem*, p. 247.

oferta<sup>220</sup>. Note-se que ainda, o parágrafo único do artigo 20 da Instrução nº 400 da CVM prevê o direito a restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, a todos os investidores que tenham aceitado a oferta, na hipótese de cancelamento, e aos investidores que revogaram sua aceitação na hipótese de suspensão da oferta<sup>221</sup>.

Na esfera civil, o ofertante responderá civilmente pelos prejuízos causados aos investidores, não se exigindo aos investidores produção de provas de culpa ou dolo do ofertante, no caso, presume-se a culpa do ofertante em caso de distribuição pública de valores mobiliários sem o devido registro<sup>222</sup>.

Por fim, na esfera penal, o artigo 7º da Lei nº 7.492 de 16 de junho de 1986<sup>223</sup>, que dispõe sobre os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, prevê a pena de reclusão de dois a oito anos além de multa, para quem emitir, oferecer ou negociar, valores mobiliários sem registro prévio de emissão junto a autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados.

#### 4.1.2 Tratamento regulatório nas demais jurisdições.

A seguir, antes da análise das possíveis soluções regulatórias para a realização de ICOs no país, é de grande relevância analisarmos as experiências em outras jurisdições relevantes ante o tratamento dado ao ICO pelas agências reguladoras e legisladores.

##### 4.1.2.1 Estados Unidos.

A primeira abordagem regulatória a ocorrer nos Estados Unidos se deu em 25 de Julho de 2017, quando a *Securities and Exchanges Commission* (SEC), órgão

---

220 EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 247.

221 *Ibidem*, p. 247.

222 *Ibidem*, p. 249.

223 BRASIL. **Lei Nº 7.492**, de 16 de Junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7492.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm). Acesso em 20. jul. 2021.

regulador do mercado de capitais americano, apresentou um relatório sobre a possibilidade de aplicação das regras de valores mobiliários ao DAO Token<sup>224</sup>. Como já visto anteriormente neste trabalho, o caso DAO Token se tornou paradigmático nos Estados Unidos por ser o primeiro caso de ICO a ser reconhecido como uma oferta de valores mobiliários através da aplicação do *Howey test*<sup>225</sup>.

Após o *report* do caso DAO Token, até o momento a SEC procurou somente alertar a indústria e o mercado de que ICOs podem ser caracterizados como *securities* e serem submetidos a regulamentação, além de fiscalizar e aplicar penalidades para as ofertas consideradas irregulares, tendo como paradigma o caso DAO Token<sup>226</sup>. A SEC<sup>227</sup> disponibiliza em seu sítio eletrônico uma extensa lista de ações tomadas contra ofertas consideradas irregulares de *tokens*, dentre as quais exemplos que envolvem nomes famosos como as celebridades Steven Seagal, Floyd Mayweather, Jr e DJ Khaled.

A SEC ainda disponibiliza<sup>228</sup> em seu sítio um informativo didático destacando informações e alertas importantes sobre os ICOs realizados na jurisdição: (I) ICOs podem ser ofertas de valores mobiliários; (II) elas devem ser registradas; (III) *tokens* vendidos em ICOs podem ter diversos significados; (IV) ICOs podem implicar riscos substanciais; (V) faça perguntas antes de investir. Para os investidores, a SEC informa que: (I) os produtos podem ser negociados e vendidos internacionalmente; (II) estude o investimento; (III) Se o investimento aparenta ser muito bom para ser verdade, seja cauteloso; (IV) entenda como o produto é negociado. Já para os profissionais de mercado, a SEC dispõe algumas informações necessárias: (I) seja cauteloso antes de promover ofertas e vender *tokens*; (II) a SEC protege o investidor, e espera isto também do profissional; (III) conheça o *report* sobre o DAO

224 MAUME, Philipp; FROMBERGER, Mathias. Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws. **Chicago Journal of International Law**, v. 19, p. 548, 2018. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1748&context=cjil>. Acesso em: 10 maio. 2021. p. 564.

225 Conforme apresentado no item 3.1.

226 EMTSEVA, S. S; MOROZOV, N. V. Comparative Analysis of Legal Regulation of ICO in Selected Countries. **III Network AML/CFT Institute International Scientific and Research Conference “FinTech and RegTech: Possibilities, Threats and Risks of Financial Technologies”**, Dubai, p. 77-84. Disponível em: <https://knepublishing.com/index.php/KnE-Social/article/view/1527/3620>. Acesso em: 18. de jul. 2021. p. 79

227 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Cyber Enforcement Actions**. Disponível em: <https://www.sec.gov/spotlight/cybersecurity-enforcement-actions>. Acesso em 18. jul. 2021.

228 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Spotlight on Initial Coin Offerings (ICOs)**. Disponível em: <https://www.sec.gov/ICO>. Acesso em 18. jul. 2021.

Token; (IV) saiba quando a *exchange* deve ser registrada.

Na esfera prática, advogados e profissionais do mercado financeiro americano<sup>229230</sup> recomendam que ao realizar um ICO, o emissor submeta a oferta sob a tutela da Rule 504 da *Regulation D*<sup>231</sup> da SEC, que exige o emissor do registro da oferta e da contratação de intermediários, permitindo ainda, que a oferta seja dirigida a um número ilimitado de investidores, qualificados ou não, contudo a oferta fica limitada a uma captação máxima de USD 10,000,000,00 em um período máximo de 12 meses de oferta. Neste caso, vê-se um exemplo prático de solução regulatória que utiliza as normas vigentes para possibilitar a realização de ICOs sem a preocupação da imposição de penalidades pelo órgão regulador, gerando segurança tanto para o emissor quanto ao investidor.

#### 4.1.2.2 China.

Ao contrário do que acontece no ocidente, a China, refletindo um modo de governo controlador e autoritário, tomou atitude radical ao decidir no dia 5 de setembro de 2017, proibir a realização de ICOs após o Banco Central chinês os declarar ilegais e disruptivas para a estabilidade econômica e financeira, acusando muitos ICOs de serem esquemas fraudulentos, e assim necessário o banimento a arrecadação de fundos através de *tokens*<sup>232</sup>. Contudo, apesar da proibição, os chineses continuam facilmente a acessar o mercado através da utilização de *virtual private networks* (VPNs), assim contornando a proibição e fiscalização do governo chinês<sup>233</sup>.

Tal fato demonstra que a simples proibição não impede a realização de

229 HARNOY, Alon. **Initial Coin Offerings (ICOs): SEC Regulation and Available Exemptions From Registration**. Disponível em: <https://www.sgrlaw.com/initial-coin-offerings-icos-sec-regulation-and-available-exemptions-from-registration/>. Acesso em 18. jul. 2021.

230 NEAD, Nate. **How Initial Coin Offerings May Utilize Regulation D Exemptions**. Disponível em: <https://investmentbank.com/reg-d-ico/>. Acesso em 18. jul. 2021.

231 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities Act of 1933**. Part 230 - General Rules and Regulations. Disponível em: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230#230.504>. Acesso em 20. jul. 2021.

232 ZHAO, Wolfie. **China's ICO Ban: A Full Translation of Regulator Remarks**. Coindesk. Disponível em: <https://www.coindesk.com/markets/2017/09/05/chinas-ico-ban-a-full-translation-of-regulator-remarks/>. Acesso em 18. jul. 2021.

233 RAZA, Ali. **Analyzing China's Ultimate Ban on All Crypto and ICO Websites**. Cryptoslate. Disponível em: <https://cryptoslate.com/analyzing-chinas-ultimate-ban-crypto-ico-websites/>. Acesso em 18. jul. 2021.

ICOs, nem ao menos protege os investidores de ICOs fraudulentos, já que a natureza descentralizada e distribuída dos criptoativos<sup>234</sup> impossibilitam que medidas coercitivas por parte de governos impeçam o seu funcionamento. Havendo interesse de investidores no mercado, basta o acesso à internet que ele poderá ser acessado, independente da restrição do governo A ou B.

Dito isto, considerando a ausência de benefícios em se proibir ou restringir o mercado de ICOs, medidas regulatórias pró-mercado são necessárias, gerando a oportunidade de criação de novos negócios e riqueza, ao mesmo tempo em que se combate fraudes e esquemas criminosos. Tais medidas poderão ser alcançadas por instrumentos a exemplo do *sandbox* regulatório, que será analisado adiante no presente trabalho.

#### 4.1.2.3 União Europeia.

No cenário europeu, a abordagem regulatória seguiu-se de maneira semelhante ao ocorrido no Brasil. Em novembro de 2017 a União Europeia através da European Securities and Market Authority (ESMA) emitiu comunicado afirmado que "... quando moedas e *tokens* forem qualificados como instrumentos financeiros, provavelmente as empresas que se envolvem em ICOs conduzem atividades de investimentos reguladas."<sup>235</sup>, sem, contudo, esclarecer o significado de "instrumentos financeiros" para quais os *tokens* seriam considerados, o que por sua vez revela uma vagueza no comunicado<sup>236</sup>.

No Reino Unido, a *Financial Conduct Authority* (FCA) emitiu algumas considerações regulatórias acerca dos ICOs, destacando que a condução de atividades reguladas relativas a investimentos sem obedecer as regras poderiam ser consideradas ofensas criminais<sup>237</sup>. Contudo, a FCA resolveu manter uma posição

---

234 Conforme apresentado nos itens 2 e 3.

235 Tradução livre: "... where the coins or tokens qualify as financial instruments it is likely that the firms involved in ICOs conduct regulated investment activities." (Initial coin offering reconciling us and EU security p. 566-567.)

236 MAUME, Philipp; FROMBERGER, Mathias. Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws. **Chicago Journal of International Law**, v. 19, p. 548, 2018. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1748&context=cjil>. Acesso em: 10 maio. 2021. p. 566-567.

237 *Ibidem*, p. 567.

genérica quanto a classificação dos *tokens*, aduzindo que alguns poderiam ser caracterizados como valores mobiliários transferíveis e portanto seriam aplicáveis o regime de prospecção, além de manter o público informado das cautelas necessárias ao investir em ICOs<sup>238</sup>.

Já na Alemanha, o órgão regulatório competente, diferente do Reino Unido, emitiu um alerta mais contido, afirmando que os *tokens* devem ser analisados caso a caso, evitando uma classificação genérica quanto aos *tokens*, aduzindo que os *tokens* que garantam direitos de acionistas e semelhantes deveriam ser classificados como valores mobiliários<sup>239</sup>. A França manteve posição semelhante, ao admitir a possibilidade de *tokens* serem classificados como “*equity securities*” ao conferir direitos econômicos e de governança semelhantes encontrados nas ações comuns e preferenciais<sup>240</sup>.

Contudo, no cenário europeu, merece atenção especial o pequeno território britânico de Gibraltar, que em 2018, divulgou um comunicado à imprensa anunciando o desenvolvimento de uma legislação voltada para ativos digitais tokenizados (*tokens*) criados e negociados utilizando tecnologias baseadas em *blockchain*<sup>241</sup>. Segundo a *Gibraltar Financial Services Commission* (GFSC), a entidade planeja uma legislação para regulamentar: a promoção, venda e distribuição de *tokens* por pessoas relacionadas a Gibraltar, e as atividades no mercado secundário relativo a *tokens*, realizadas para dentro ou para fora de Gibraltar<sup>242</sup>. Além disso, a regulação proposta tratará sobre regras de *disclosure*, demandando informações adequadas, acuradas e balanceadas para qualquer pessoa que deseja adquirir *tokens*, além de medidas voltadas para prevenir e detectar crimes financeiros como lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo<sup>243</sup>.

---

238 MAUME, Philipp; FROMBERGER, Mathias. Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws. **Chicago Journal of International Law**, v. 19, p. 548, 2018. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1748&context=cjil>. Acesso em: 10 maio. 2021. p. 567.

239 *Ibidem*, p. 567.

240 *Ibidem*, p. 568.

241 GIBRALTAR. Gibraltar Financial Services Commission. **HM Government of Gibraltar and the Gibraltar Financial Services Commission announce plans for token legislation**, 2018. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/ico-statements/Gibraltar%20-%20GFSC%20-%20Legislation%20Pertaining%20to%20Digital%20Tokens.pdf>. Acesso em 18. jul. 2021. p.1.

242 *Ibidem*, p.1.

243 *Ibidem*, p.2.

Infelizmente, até o momento de confecção do presente trabalho, a legislação proposta ainda não foi instituída. Para o mundo, a medida seria inédita, e Gibraltar seria o primeiro estado a apresentar legislação regulando especificamente os ICOs<sup>244</sup>. Caso entre em vigor, a depender de seu sucesso, a lei poderia servir de modelo para o Brasil e o resto do mundo propor leis específicas para suas jurisdições, afetando positivamente o mercado de ICOs.

## 4.2 POSSÍVEIS SOLUÇÕES PARA O DESENVOLVIMENTO DO ICO NO BRASIL.

Diante de todo o contexto apresentado, analisaremos algumas possíveis medidas que possibilitem a realização de ICOs no Brasil de maneira lícita e segura, sem a preocupação de possíveis sanções impostas pela CVM, considerando sua caracterização como oferta pública de valores mobiliários, além da ausência de legislação e regulamentação específica para este meio de captação.

### 4.2.1 Autorregulamentação.

A autorregulamentação não é um fenômeno recente, sua existência pode ser observada desde os tempos medievais. Arnoldo Wald e Nelson Eizirk<sup>245</sup> afirmam que “a noção de auto-regulação é bastante antiga e remonta às ‘cidades livres’ dos Séculos XI e XII, cuja emergência caracteriza os primeiros sinais de insurreição contra a ordem feudal”.

Neste tempo, entidades buscavam implementar um sistema paralelo daqueles comandados pelos senhores feudais, dentro das cidades livres medievais, tendo como função básica coordenar as atividades das corporações profissionais<sup>246</sup>.

---

244 SMITH, Bryan. **Gibraltar plans to introduce ‘World’s First’ ICO regulations**. Coin Insider, 2018. Disponível em: <https://www.coininsider.com/gibraltar-ico-regulations/>. Acesso em 18. jul. 2021.

245 WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1986. p. 6

246 FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**. 2012. Tese. (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/BUOS-8XNLXN>. Acesso em 20. jul. 2021. p. 61.

Tal coordenação era fundamental para o desenvolvimento do comércio, pois na Idade Média os comerciantes lidavam com um ambiente jurídico e social averso as práticas mercantis, assim necessitando associações por meio de organizações de classe com o objetivo de obterem maior liberdade para a realização de suas atividades, maior capacidade de influência política, especialização de resolução de conflitos e dentre outros<sup>247</sup>.

A partir da Idade Média, a autorregulamentação veio a sofrer momentos de restrições e incentivos durante a história<sup>248</sup>. Durante a revolução francesa, em 1791 a Assembleia Nacional abolia a corporação de mestres, e em junho do mesmo ano, a Lei Le Chapelier proibia associações por parte de cidadãos do mesmo estado ou profissão, operários e companheiros de qualquer ofício com o fim de regulamentar interesses comuns<sup>249</sup>. Já ao final do século XIX, começou a surgir em vários países as primeiros ordens profissionais, com funções de representação pública das suas respectivas profissões com poderes de regulação e disciplina profissional, assim como surgiu as câmaras de comércio e indústria voltadas para a representação oficial de empresas de cada região, e com poderes de gestão de serviços públicos de interesse econômico<sup>250</sup>.

Porém, o período de maior destaque da evolução da autorregulação se deu nos anos 80, que diante do contexto de liberalização e redução do Estado na economia, as entidades privadas profissionais passaram a ter um papel de destaque na coordenação das atividades econômicas<sup>251</sup>.

Diante deste pretexto, vemos que a autorregulação é uma noção antiga, na qual é manifestada diversas vezes durante a história.

Quanto ao seu conceito, autorregulação seria uma forma de coordenação do mercado realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente em entidades profissionais privadas, ao qual se materializa através da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e entre outros

---

247 FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas.** 2012. Tese. (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/BUOS-8XNLXN>. Acesso em 20. jul. 2021. p. 61.

248 *Ibidem*, p. 62.

249 *Ibidem*, p. 62.

250 *Ibidem*, p. 62.

251 *Ibidem*, p. 62.

documentos de conteúdo normativo, assim como preza pela fiscalização das atividades e aplicação de sanções disciplinares aos seus membros<sup>252</sup>.

Quanto a sua relação com o Estado, existem quatro tipos de associação entre a autorregulação e o Estado: (I) a autorregulação voluntária, ao qual não há nenhum tipo de envolvimento do Estado, seja de maneira direta ou indireta; (II) a autorregulação compulsória, ao qual um coletivo econômico específico, através de designação do próprio governo, formula e aplica normas inseridas dentro de uma estrutura definida pelo mesmo governo; (III) a autorregulação sancionada, ao qual o coletivo primeiro apresenta os termos para criação das normas autorreguladoras, e posteriormente sancionada pelo governo e (IV) a autorregulação coercitiva, ao qual a formulação e imposição das normas reguladoras partem do próprio grupo de atividade econômica ela é destinada, o que por sua vez é impulsionada pela força coercitiva do governo ao prometer impor seu próprio conjunto de normas caso haja omissão pelos agentes privados responsáveis. Esta seria a forma mais comum e eficiente de autorregulamentação<sup>253</sup>.

No Brasil, podemos citar alguns exemplos de autorregulação, sobretudo no mercado de capitais, que mantêm relação com o objeto do presente estudo. Um destes é a autorregulação de base legal das atividades exercidas pelas Bolsas de Valores prevista na Instrução Normativa nº 461/2007 da CVM, ao qual prevê competências autorregulatórias para fiscalizar e propor normas relativas a atividade<sup>254</sup>.

Outro exemplo de autorregulação no âmbito do mercado de capitais é autorregulação voluntária no âmbito da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que prevê uma série de códigos de conduta para seus associados que aderem aos seus estatutos<sup>255</sup>. Através de

---

252 FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO**: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas. 2012. Tese. (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/BUOS-8XNLXN>. Acesso em 20. jul. 2021. p. 72.

253 FLEICHMAN, Natalia Cordeiro de; VIANNA, Vicente Lotito de Brito. DINÂMICAS JURÍDICAS EMERGENTES NA ORDEM ECONÔMICA GLOBALIZADA: A AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS. **Fronteiras Interdisciplinares do Direito**, São Paulo, v. 1, nº 1, 2019, p. 198-210, Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/fid/article/view/41954>. Acesso em 20. jul. 2021. p. 202.

254 FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *op. cit.* p. 100

255 FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *op. cit.* p. 100

organismos de supervisão do mercado, a ANBIMA monitora os associados e aplica penalidades para aqueles que descumprirem suas regras<sup>256</sup>.

Semelhante a autorregulamentação voluntária no âmbito da ANBIMA, uma parcela do mercado de criptoativos se movimentou através da Associação Brasileira de Criptomoedas (ABCRIPTO), para criar um código de autorregulação “com o propósito de colaborar com o aperfeiçoamento das práticas e condutas seguidas pelos Associados e de propiciar um padrão de atuação capaz de ampliar a eficiência e transparência do mercado<sup>257</sup>”. Contudo, a autorregulamentação proposta pela associação somente é voltada para as plataformas de intermediação de compra e venda de criptoativos (*exchanges*), sendo ausente a previsão de regras voltadas para ICOs.

Observando os exemplos citados, podemos considerar a autorregulação do mercado de ICOs como uma possibilidade. Por exemplo, participantes do mercado poderiam propor um código de boas práticas e condutas voltados para a prática de ICOs, abrangido, sobretudo, a redução da assimetria de informações, tido como um dos principais vetores de fraudes e golpes no âmbito dos ICOs<sup>258</sup>, com a posterior sanção do Estado e transferência da responsabilidade de fiscalização para uma associação privada que representasse o mercado de ICOs.

Contudo, mesmo que tais regras sejam propostas através da autorregulação, há dúvidas quanto a sua eficácia devido as próprias características do mercado, já que a ausência de intermediação quanto a descentralização e liberdade inerente aos criptoativos não propicia uma coesão suficiente no mercado para que uma parcela suficiente de seus participantes aderem a tais regras, além do mais, a recepção por parte do Estado de tais regras é improvável, já que diante da grande probabilidade da configuração de uma oferta pública de valores mobiliários pelo ICO, dificilmente reguladores e legisladores concordariam em transferir a responsabilidade da CVM de regular e fiscalizar tais ofertas para uma associação

---

256 FLEICHMAN, Natalia Cordeiro de; VIANNA, Vicente Lotito de Brito. DINÂMICAS JURÍDICAS EMERGENTES NA ORDEM ECONÔMICA GLOBALIZADA: A AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS. **Fronteiras Interdisciplinares do Direito**, São Paulo, v. 1, nº 1, 2019, p. 198-210, Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/fid/article/view/41954>. Acesso em 20. jul. 2021. p. 100.

257 ABCRIPTO. **Código de Autorregulação**. 2020. Disponível em: <https://www.abcripto.com.br/autorregulacao-abcripto>. Acesso em 20. jul. 2021. p.1.

258 Conforme apresentado no item 3.3.2.

privada.

Dito isto, apesar da autorregulação na teoria resolver os desafios regulatórios, na prática sua eficácia e aceitação pelo Estado é improvável, o que não seria capaz de resolver os desafios regulatórios.

#### **4.2.2 Possibilidade de dispensa de registro da oferta pública.**

Sendo o ICO uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por via de regra ela deverá ser submetida a registro na autarquia competente, o que configura o principal desafio regulatório. Contudo, há na estrutura regulatória da CVM regras que se atendidas certas hipóteses, poderá permitir que uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários seja dispensada da obtenção do registro perante a CVM, aos quais serão analisadas a seguir.

##### **4.2.2.1 Instrução nº 400 da CVM.**

A Lei nº 3.685 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, prevê dentre o rol de competências da Comissão de Valores Mobiliários, a possibilidade de dispensar a participação de uma sociedade no sistema de registros da CVM conforme os art. 3º, §3º, III e art. 19, §5º, I<sup>259</sup> da lei.

Ao exercer esta competência através da Instrução nº 400 da CVM, o art. 4º<sup>260</sup> prevê que a CVM poderá, a seu critério, dispensar o registro ou alguns de seus requisitos, considerando algumas características da oferta pública de valores mobiliários, quais são, conforme §1º do referido artigo: (II) o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; (III) o plano de distribuição

---

259BRASIL. **Lei Nº 6.385**, de 7 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 15. de jul. 2021.

260 Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

dos valores mobiliários (art. 33, § 3º); (IV) a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais; (V) características da oferta de permuta; (VI) o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou (VII) ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

Ainda, importante notar que a CVM também poderá dispensar a atuação de intermediários financeiros na oferta pública de distribuição de valores mobiliários, conforme art. 4º, §2º da Instrução nº 400<sup>261</sup>.

Para efeito de comparação, o direito americano também admite dentro do regramento da *Securities and Exchanges Commission* a dispensa de registro previsto através de diversas regras. Dentre elas a que mais se aproxima do art. 4º da Instrução nº 400 da CVM, são as Rule 504 e Rule 506(c) da Regulation D, que permite a empresas que desejem ofertar publicamente valores mobiliários sejam dispensadas de registro na SEC ao atender os seguintes requisitos<sup>262</sup> já mencionados: oferta limitada a captação máxima de USD 10.000.000,00 e período de oferta limitado a 12 meses, além de ser proibido a propaganda e veiculação em mídia da oferta, no caso da Rule 504. Já a Rule 506(c) não menciona qualquer limitação de captação, tempo de oferta e propaganda, mas limita o público a ser dirigido a oferta a investidores qualificados (*accredited investors*), além da necessidade do emissor tomar ações para verificar a qualidade destes investidores.

Diante disto, pode-se visualizar uma possível solução para realização de ICOs através da dispensa de registro na CVM levando em consideração os itens

---

261 Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

(...)

§2º O pedido de dispensa de registro ou de requisitos do registro será formulado pelo ofertante, e pela instituição intermediária, se for o caso, em documento fundamentado, nos termos do Anexo I, que conterà as justificativas identificadas pelos requerentes para a concessão da dispensa, aplicando-se na análise os prazos previstos nos arts. 8º e 9º.

262 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities Act of 1933**. Part 230 - General Rules and Regulations. Disponível em: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230#230.504>. Acesso em 20. jul. 2021.

descritos no §1º, art. 4º da Instrução nº 400.

Contudo, ao prever que a CVM “poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor”, o art.4º da Instrução deixa claro que a dispensa de registro é um ato discricionário da autarquia praticado ao analisar o caso específico, assim se revelando uma opção incerta e pouco segura na prática de veiculação de ICOs, já que a dispensa depende exclusivamente do crivo da autarquia. Além do mais, os critérios elencados no §1º não são suficientemente objetivos, o que causa ainda mais incerteza para o empreendedor interessado em realizar um ICO.

Deste modo, a dispensa de registro da oferta pública de valores mobiliários através da Instrução nº 400 da CVM se demonstra uma solução possível, mas altamente incerta, diante da discricionariedade do ato.

#### 4.2.2.2 *Crowdfunding* de investimento e a Instrução nº 588 da CVM.

Conforme já visto, um método muito utilizado por empreendedores para captação de investimentos é o *crowdfunding*. O *crowdfunding* apresenta diversas modalidades, dentre as quais podem ser: doação, recompensa ou investimento<sup>263</sup>. As modalidades doação e recompensa, por não terem relação com o mercado financeiro, não são abarcadas pelo regime jurídico do mercado de capitais.

Porém, a modalidade de *crowdfunding* de investimento, ao qual podem oferecer títulos de participação (*equity crowdfunding*), ou valores mobiliários (*investment-based crowdfunding*), ao qual ambos serão referidos como *crowdfunding* de investimento para efeitos didáticos, são estritamente ligadas ao mercado de capitais por preverem um modelo em que empresas, para captar recursos, utilizam plataformas digitais para apresentar uma ideia, negócio ou projeto, como oportunidade de investimento a potenciais investidores<sup>264</sup>.

Na prática, o método vem sendo utilizado para atender uma lacuna na

---

<sup>263</sup> Conforme apresentado no item 3.2.2.

<sup>264</sup> MENDES, André Pacheco Teixeira et al. **Cartilha do Crowdfunding de Investimento à luz da Instrução CVM nº 588/2017**. Rio de Janeiro: Cadernos FGV DIREITO RIO Série Clínicas Educação e Direito, v. 10, 2019. p. 27.

captação de recursos para *startups*<sup>265</sup>. Tais empresas, por necessitarem de capital de terceiros e não serem atendidas pelos bancos e opções tradicionais do mercado de capitais em razão de suas características, ao qual diga-se de passagem tem os mesmos perfis daqueles que praticam o ICO, como também por não conseguirem acesso aos recursos de fundos de *private equity* e *venture capital*, utilizam o *crowdfunding* de investimento como alternativa<sup>266</sup>.

Por ser considerado um contrato de investimento coletivo, o *crowdfunding* de investimento ao se popularizar, passou a enfrentar a ordem e os conceitos já preestabelecidos, leia-se, artigo 2º, inciso IX da Lei. 6.385 de 1976<sup>267</sup><sup>268</sup>, que enquadra os contratos de investimento coletivo ofertados publicamente como valores mobiliários sujeito ao regime jurídico do mercado de capitais.

Antes da vigência da Instrução nº 588 da CVM, as ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento utilizavam os dispositivos a época vigentes, como o artigo 5º, inciso III da Instrução nº400 para obter a dispensa de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários<sup>269</sup>. Tais regras eram voltadas para microempresas (ME) e empresas de pequeno porte (EPP), limitadas a uma captação máxima anual de R\$ 2.400.000,00 (artigo 5º, §4º) e sendo necessário a comunicação prévia a CVM da intenção de obter a dispensa de registro<sup>270</sup>.

Ocorre que, apesar das normas previstas no artigo 5º atenderem em parte o mercado de *crowdfunding* de investimento que se enquadrava no conceito legal de microempresa e empresa de pequeno porte e tinham como meta de captação até o limite estabelecido, ainda assim tais limitações suprimiam boa parte do mercado interessado neste meio de captação<sup>271</sup>.

Diante deste imbróglio, no ano de 2016, a CVM submeteu a audiência

---

265 MENDES, André Pacheco Teixeira et al. **Cartilha do Crowdfunding de Investimento à luz da Instrução CVM nº 588/2017**. Rio de Janeiro: Cadernos FGV DIREITO RIO Série Clínicas Educação e Direito, v. 10, 2019. p. 27.

266 *Ibidem*, p. 27-28.

267 Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

(...)

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.

268 MENDES, André Pacheco Teixeira et al. *op. cit.* p.28.

269 MENDES, André Pacheco Teixeira et al. *op. cit.* p.28.

270 MENDES, André Pacheco Teixeira et al. *op. cit.* p.28.

271 MENDES, André Pacheco Teixeira et al. *op. cit.* p.28.

pública, proposta de regulamentação específica para o *equity crowdfunding*, também chamado de *crowdfunding* de investimento<sup>272</sup>.

Após a consulta, a CVM editou a Instrução 588, de 13 de julho de 2017<sup>273</sup>, que “Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo”. A nova regulamentação excluiu do âmbito da Instrução nº 400 da CVM as operações de *crowdfunding* realizadas através de plataformas eletrônicas, criando uma nova estrutura normativa para esta modalidade no intuito de estimular o crescimento de empresas de pequeno porte e o desenvolvimento do empreendedorismo no país<sup>274</sup>.

As alterações trazidas pela Instrução foram significativas. A primeira delas é que a nova Instrução criou um sistema em que as plataformas de investimento coletiva são as únicas intermediárias da operação, cabendo somente a elas a fiscalização das empresas emissoras e das ofertas, e a CVM, caberá a fiscalização das plataformas, que estarão sujeitas a registro junto a Comissão<sup>275</sup>. Assim, a Instrução criou uma sistemática em que cabe exclusivamente três atores para o *crowdfunding* de investimento, o ofertante, a plataforma e o investidor<sup>276</sup>.

Outra alteração importante foi abandonar o conceito de empresa de pequeno porte prevista na LC nº 123/2006, para em fins da Instrução considerar qualquer sociedade empresária constituída no Brasil que tenha renda bruta inferior a R\$ 10.000.000,00, em comparação ao limite previsto na LC 123/2006 de R\$4.800.000,00<sup>277</sup>. Além do aumento do limite de faturamento para uma empresa poder captar recursos através desta modalidade de *crowdfunding*, foi a permissão

---

272 MENDES, André Pacheco Teixeira et al. **Cartilha do Crowdfunding de Investimento à luz da Instrução CVM nº 588/2017**. Rio de Janeiro: Cadernos FGV DIREITO RIO Série Clínicas Educação e Direito, v. 10, 2019. p.28.

273 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 588**, de 13 de Julho de 2017. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em 20. jul. 2021.

274 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 116.

275 *Ibidem*, p. 116.

276 *Ibidem*, p. 116.

277 *Ibidem*, p. 116.

para que empresas constituídas como sociedades anônimas utilizassem do *crowdfunding*, conferindo por sua vez mais liberdades as empresas ao poderem adotar o tipo societário que lhe forem mais conveniente<sup>278</sup>.

Porém, a Instrução nº 588 ainda prevê algumas limitações. Neste sentido, o artigo 3º da Instrução nº 588 prevê o limite de captação anual de R\$ 5.000.000,00(art. 3º, I), além da vedação da utilização dos recursos captados para a realização de operações societárias, aquisição de valores mobiliários e concessão de crédito (art. 3º, V)<sup>279</sup>.

Além disso, aos investidores, a plataforma diferencia os limites de investimento para cada tipo de investidor. Ao investidor “comum”, este ficará limitado ao investimento máximo de R\$10.000,00 (art. 4º, *caput*), enquanto o investidor líder e os investidores qualificados estarão isentos de limite (art. 4º, incisos I e II), além disto, investidores com renda bruta anual de R\$100.000,00 ou o mesmo montante em investimentos financeiros poderão investir até 10% do valor que seja maior entre sua renda bruta anual ou montante total de investimentos financeiros (art. 4º, inciso III)<sup>280</sup>.

Diante das regras previstas na Instrução para obtenção da dispensa de registro, cabe agora analisar se a referida Instrução poderia viabilizar a prática de ICOs.

O primeiro aspecto a ser comentado acerca da Instrução nº 588 são os seus limites de captação. Por ser voltado para empresas de pequeno porte, os limites de captação são bastantes restritivos se comparado ao praticado no mercado de ICOs. Conforme visto em capítulo anterior, *Initial Coin Offerings* no ano de 2017 chegaram a arrecadar em média 15 milhões de dólares, enquanto outro estudo ao analisar 253 ICOs entre 2014 e 2017, verificou que 50 destes arrecadaram mais de 10 milhões de dólares<sup>281</sup>. Para efeito de comparação, o valor médio arrecadado em *crowdfundings* de investimento no ano de 2018 foram de cerca R\$ 1.000.000,00<sup>282</sup>. Tais dados

---

278 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 116.

279 *Ibidem*, p. 117.

280 *Ibidem*, p. 117.

281 Conforme apresentado no item 3.3.1.

282 MENDES, André Pacheco Teixeira et al. **Cartilha do Crowdfunding de Investimento à luz da**

demonstram grande disparidade no potencial arrecadatório de cada instrumento, logo, a Instrução nº 588 acaba por tornar a maioria dos ICOs inviáveis se dependesse deste sistema, justamente em virtude dos limites de captação, conforme também conclui o mestrando Ivan Pereira Remor<sup>283</sup>.

Outro ponto de discussão seria a necessidade de atuação de intermediários na oferta. Conforme visto em capítulo dedicado<sup>284</sup>, uma das características do mercado de ICOs é a desintermediação, e havendo imposição da atuação de intermediários no procedimento, a primeira vista, este seria descaracterizado diante dos custos e das burocracias adicionais. Porém, ocorre que a intermediação imposta pela Instrução nº 588 é bem diferente daquela prevista na Instrução nº 400 da CVM, já que em vez dos intermediários financeiros previstos no art. 15 da Lei. 6.385/76, a Instrução nº 588 prevê somente a atuação de “plataformas de investimento participativo”, ao qual, detêm a única função de “exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte”<sup>285</sup>, se encarregando basicamente das obrigações de *disclosure*<sup>286</sup>.

Diante disto, apesar da necessidade de atuação das plataformas de investimento participativo no ICO para a obtenção da dispensa de registro da oferta, a atuação deste intermediário se dá de maneira muito mais econômica que daquele previsto na Instrução nº 400, de modo a qual possibilita balancear a perda da praticidade em realizar a emissão, pela ganho de confiabilidade da oferta em razão da eliminação da assimetria de informações pela atuação de intermediários<sup>287</sup>, de

**Instrução CVM nº 588/2017.** Rio de Janeiro: Cadernos FGV DIREITO RIO Série Clínicas Educação e Direito, v. 10, 2019. p. 15.

283 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 170.

284 Conforme apresentado no item 4.1.1.2.1.

285 Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:

(...)

II – plataforma eletrônica de investimento participativo (“plataforma”): pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores;

286 REMOR, Ivan Pereira. *op. cit.* p. 170.

287 KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics**

modo a evitar fraudes e esquemas criminosos, gerando assim um impacto positivo no mercado<sup>288</sup>.

No Brasil, houve um exemplo prático de proposta da atuação de intermediários no mercado de ICOs através da Bolsa de Moedas Virtuais Empresariais de São Paulo (BOMESP), que pretendia ser “uma plataforma para as negociações de moedas que forem atreladas às empresas como a produção, os serviços, o patrimônio/ativos e que possam ser garantidos ou lastreados pela sua credibilidade e reputação no mercado empresarial<sup>289</sup>”. Neste caso, os idealizadores propuseram, em atenção ao *compliance*, aderir a Instrução nº588 da CVM para viabilizar suas operações<sup>290</sup>.

Observando este paradigma, haveria a possibilidade de *exchanges* de criptoativos atuarem como intermediários em ICOs que não ultrapassem R\$ 5.000.000,00 em captação, observado o registro na CVM como plataforma de participativo nos termos do art. 2º, II da Instrução.

Deste modo, podemos concluir que a oferta de ICOs via Instrução nº588 da CVM pode ser viabilizada com a atuação dos intermediários que atuam especificamente no *crowdfunding* de investimento, porém, os limites de captação acabam por excluir grande parte dos ICOs, já que usualmente captam valores maiores que o limite previsto na Instrução, tornando por sua vez a adesão a tais regras ideais para *Initial Coin Offerings* que prevejam a captação máxima de R\$5.000.000,00.

#### 4.2.3 Sandbox regulatório.

Conforme visto nos tópicos anteriores, as hipóteses de solução para

---

**and regulation.** Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021. p. 15

288 REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021. p. 170.

289 NIOBIUM FOUNDATION. **BOMESP (Bolsa de Moedas Virtuais Empresariais de São Paulo) White Paper**, 2017. Disponível em: <https://www.chainwhy.com/upload/default/20181011/f056c40fcc567ae5148e39bad8b1bfd2.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021. p.5.

290 *Ibidem*, p.5.

viabilizar o empreendimento de ICOs no Brasil que utilizam os atuais instrumentos regulatórios podem até atender ICOs específicos, mas não conseguem abranger a generalidade dos ICOs diante de normas impeditivas que não se compatibilizam com as características do mercado de ICOs.

Contudo, pode haver no *sandbox* regulatório uma solução que regulamente e abrace a generalidade do mercado ao levar em conta suas dinâmicas e características.

Os modelos de *sandbox* regulatório tem como regra geral, o incentivo ao desenvolvimento de atividades inovadoras no mercado financeiro e de capitais como meio de melhorar os serviços para os usuários e criar concorrência sem que exponha o mercado a riscos desnecessários<sup>291</sup>.

A ideia do *sandbox* é conceder para as empresas qualificadas autorizações temporárias para que atuem sem a necessidade de observarem certas obrigações regulatórias<sup>292</sup>. A utilização do *sandbox* se demonstra benéfica para as empresas em razão da confiança e aprovação de suas atividades pelo órgão regulador, facilitando, por sua vez, a captação de recursos e busca por financiamento no mercado<sup>293</sup>.

No âmbito do mercado de capitais, a CVM<sup>294</sup> explica que o *sandbox* é uma abordagem regulatória destinada a promover a inovação em atividades regulamentadas, ao implementar um ambiente experimental em que os participantes recebem uma autorização temporária e condicionada para desenvolver inovações em atividades regulamentadas no mercado de capitais, ao passo que é monitorado e orientado pela CVM.

Atualmente, em 1 de junho de 2021 foi instituído da Lei Complementar nº 182, também conhecida como o Marco Legal das *Startups*, que visa a modernização do ambiente de negócios e incentivo ao empreendedorismo inovador<sup>295</sup>. Dentre as

---

291 MELLO, José Luiz Homem de et al. **Desafios regulatórios em torno da emissão e negociação de criptoativos e o sandbox como uma possível solução**. [S.l.: s.n.]. [2019]. Disponível em: [https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821\\_Desafios\\_regulatorios\\_em\\_torno\\_da\\_emissao\\_negociacao\\_criptoativos\\_e\\_sandbox\\_possivel\\_solucao.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821_Desafios_regulatorios_em_torno_da_emissao_negociacao_criptoativos_e_sandbox_possivel_solucao.pdf). Acesso em: 16. de jul. 2021. p. 16

292 *Ibidem*, p. 16.

293 *Ibidem*, p. 17.

294 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Sandbox Regulatório**. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox\\_regulatorio.html](http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html). Acesso em 20. set. 2021.

295 BRASIL. Gov.br. **Marco Legal das Startups modernizará ambiente de negócios brasileiro**, 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/pt-br/noticias/financas-impostos-e-gestao-publica/>

inovações trazidas pelo novo diploma, está a previsão legal do *sandbox* regulatório através do seu artigo 11<sup>296297</sup>.

Porém, apesar do Marco Legal das *Startups* ter sido instituído recentemente, a utilização do *sandbox* regulatório já vinha sendo praticado pelas agências reguladoras brasileiras desde 2019, quando a CVM, BACEN e SUSEP, em junho daquele ano publicaram um comunicado conjunto anunciando a intenção de implementarem um *sandbox* regulatório<sup>298</sup>.

Assim, no âmbito da CVM, a autarquia instituiu a Instrução nº 626<sup>299</sup>, que “dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório)”. Através da instrução, a CVM elenca alguns critérios levados em consideração para o aceite das propostas para aderir ao programa, são elas:

Art. 11 (...)

Parágrafo único. Sem prejuízo da observância de outros critérios de seleção e priorização, a serem expressamente informados no comunicado ao mercado previsto no art. 3º, caput, a eventual seleção e

priorização para aceite de propostas deve observar os seguintes critérios:

I – presença e relevância de inovação tecnológica no modelo de negócio;

II – estágio de desenvolvimento do negócio, privilegiando as atividades que já estejam em operação ou prontas para entrar em operação;

III – magnitude do benefício esperado para clientes e demais partes interessadas;

IV – potencial impacto ou contribuição para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários;

V – potencial de inclusão financeira considerando, dentre outros aspectos, a ampliação do acesso do público ou a melhoria na qualidade do uso do produto ou serviço; e

---

2021/06/marco-legal-das-startups-modernizara-ambiente-de-negocios-brasileiro. Acesso em 20. set. 2021.

296BRASIL. **Lei Complementar Nº 182**, de 1º de Junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp182.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm). Acesso em 20. set. 2021.

297 Art. 11 . Os órgãos e as entidades da administração pública com competência de regulamentação setorial poderão, individualmente ou em colaboração, no âmbito de programas de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório), afastar a incidência de normas sob sua competência em relação à entidade regulada ou aos grupos de entidades reguladas.

298 MELLO, José Luiz Homem de et al. **Desafios regulatórios em torno da emissão e negociação de criptoativos e o *sandbox* como uma possível solução**. [S.l.: s.n.]. [2019]. Disponível em: [https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821\\_Desafios\\_regulatorios\\_em\\_torno\\_da\\_emissao\\_negociacao\\_criptoativos\\_e\\_sandbox\\_possivel\\_solucao.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821_Desafios_regulatorios_em_torno_da_emissao_negociacao_criptoativos_e_sandbox_possivel_solucao.pdf). Acesso em: 16. de jul. 2021. p. 17.

299BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Nº 626**, de 15 de Maio de 2020. Dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório). Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst626.html>. Acesso em 20. set. 2021.

VI – condução do modelo de negócio inovador primariamente dentro do mercado de valores mobiliários brasileiro, ainda que as atividades possam também se dar em outras jurisdições.

Analisando estes critérios, observa-se que o *Initial Coin Offering*, se destaca especialmente nos incisos I e V, em razão da inovação tecnológica que o procedimento traz ao utilizar tecnologias *blockchain* (criptoativos) no mercado de capitais, como também em razão do potencial de inclusão das pessoas ao mercado de capitais, dado a facilidade e descentralização proporcionado pelo ICO<sup>300</sup>.

Deste modo, caso o empreendedor queira arrecadar fundos para o financiamento de um negócio através de um ICO, este poderia submeter a proposta de oferta pública de valores mobiliários a CVM no âmbito do *sandbox* regulatório, que então após análise pela autarquia considerando os critérios de admissibilidade, obteria a dispensa de registro da oferta pública, assim como o afastamento de obrigações que inviabilizem e descaracterizem o procedimento, nos termos do artigo 11 da Lei Complementar nº 182.

Finado o prazo do projeto no âmbito do *sandbox*, o empreendedor poderá requerer autorização da Superintendência da autarquia no intuito de continuar atividades que envolvam o ICO nos termos do §2º, art. 16 da Instrução nº626, e se, em função dos resultados observados pela autarquia, decidir incorporar as dispensas em caráter permanente, tais dispensas poderão ser utilizadas por todos os participantes do mercado<sup>301</sup>.

Além do mais, o *sandbox* regulatório serve como uma oportunidade para que os entes regulatórios avaliem as atividades realizadas, e compreendam verdadeiramente quais são os riscos dentro de um ambiente controlado, possibilitando assim a edição de normas que não lesionem tanto investidores quanto o mercado<sup>302</sup>, o que no caso dos ICOs, poderiam ser, por exemplo, normas que vezassem a redução da assimetria de informações, ao mesmo tempo mantendo

---

300 Conforme apresentado no item 3.3.2.

301 BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Sandbox Regulatório**. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox\\_regulatorio.html](http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html). Acesso em 20. set. 2021.

302 MELLO, José Luiz Homem de et al. **Desafios regulatórios em torno da emissão e negociação de criptoativos e o sandbox como uma possível solução**. [S.l.: s.n.]. [2019]. Disponível em: [https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821\\_Desafios\\_regulatorios\\_em\\_torno\\_da\\_emissao\\_negociacao\\_criptoativos\\_e\\_sandbox\\_possivel\\_soluciao.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821_Desafios_regulatorios_em_torno_da_emissao_negociacao_criptoativos_e_sandbox_possivel_soluciao.pdf). Acesso em: 16. de jul. 2021. p. 18.

suas características do procedimento, como a desintermediação e o baixo custo.

Portanto, diante deste panorama, percebe-se uma possibilidade de viabilizar a prática de ICOs não somente para um caso específico, mas também para todo o mercado, diante da possibilidade de dispensa de normas aos seus participantes.

## 5. CONCLUSÃO.

No decorrer do presente trabalho, tivemos como objetivo apontar soluções regulatórias que viabilizem a prática de *Initial Coin Offerings*, enquanto classificadas como ofertas públicas de valores mobiliários.

Para tanto, em primeiro momento, buscou-se analisar o surgimento e os fundamentos dos criptoativos, assim como um breve resumo de seus aspectos técnicos, que é a tecnologia *blockchain*. A partir daí, observa-se como as aplicações práticas dos criptoativos se desenvolveram para além da sua utilização como mero meio de pagamentos, seja o Bitcoin ou seus semelhantes, e se tornando capazes de representar outros bens se não a si mesmo, como ativos ou direitos.

A partir de então, analisamos duas espécies diferentes de criptoativos, as criptomoedas e os *tokens*. Criptomoedas são utilizadas como meios de pagamento que se propõem a reduzir os custos de transação, enquanto os *tokens* são criptoativos que se propõem a representar outros bens. Ao final deste capítulo, diante das diversas características, funções e utilidades dos diferentes tipos de criptoativos, buscou-se analisar a natureza jurídica dos criptoativos, pelo qual concluímos que melhor se enquadram como *commodities* as criptomoedas e os *utility tokens*, enquanto os *security* e *equity tokens* se enquadram como valores mobiliários.

No próximo capítulo, analisou-se o conceito de *Initial Coin Offering* e a evolução histórica de seu mercado. Na exposição, observa-se que de 2013 até anos recentes, os ICOs arrecadaram de milhões a bilhões de dólares pelo mundo, configurando um meio de captação público relevante e eficaz. A partir de então, buscou-se uma análise comparativa do ICO com outros dois meios populares de arrecadação pública de recursos, o *Initial Public Offering* (IPO) e o *crowdfunding*. Na comparação com o IPO, concluímos que, apesar da similaridade das nomenclaturas,

ambos se diferem nas questões de custos, presença de intermediários e perfil-alvo de sociedade empresária, enquanto na comparação com o *crowdfunding*, concluímos que tais meios de captação se diferem em relação a presença de intermediários e a liquidez dos ativos no mercado secundário.

Ao final, buscou-se entender como o *Initial Coin Offering* se propõe a ser um meio de captação pública de recursos, além das suas vantagens e riscos, ao qual destacou-se como vantagem o baixo de custos de começar um ICO e a alta liquidez de seus investimentos, e quanto a seus riscos, destacam-se a assimetria de informações e a ausência de mecanismos de precificação dos ativos emitidos.

Após estas premissas, no último capítulo buscou-se definir quais são os desafios regulatórios enquanto o ICO for caracterizado como uma oferta pública de valores mobiliários, analisando logo após possíveis medidas regulatórias que viabilizam a prática de ICOs no Brasil.

Assim, em primeiro momento, concluímos que um ICO será uma oferta pública de valores mobiliários quando os *tokens* emitidos na oferta pública tenham natureza jurídica de valores mobiliários, mais precisamente quando o *token* emitido for um *security* ou *equity token*, ao qual de fato são as propostas da maioria dos ICOs.

Diante da caracterização de oferta pública de valores mobiliários, temos como desafios regulatórios a obrigatoriedade do registro da oferta perante a Comissão de Valores Mobiliários, o que por sua vez manifesta uma incompatibilidade entre o ICO e seu regramento, em razão, principalmente, aos custos, a necessidade de intermediários, a obrigatoriedade do emissor ser constituído como sociedade anônima além das inúmeras obrigações de *disclosure*. Além do mais, caso o emissor realize a oferta sem o devido registro, a oferta pública será considerada irregular, o que poderá implicar penalidades ao emissor nas esferas administrativa, cível e penal.

Em resposta a estes desafios, três hipóteses se demonstram relevantes como soluções. Primeiro, quanto a possibilidade de uma autorregulamentação pelo próprio mercado, considera-se uma medida possível, porém pouco provável diante da baixa densidade e coesão do próprio mercado, considerando também a recepção das normas pelo Estado, pelo que parece improvável a transferência da

competência de fiscalização das ofertas por uma associação privada, já que tal hipótese enfrenta resistência em razão da necessidade de proteção ao investidor.

Segundo, quanto as hipóteses de dispensa de registro, ao analisá-las, primeiramente, vemos que a hipótese prevista na Instrução nº 400 da CVM se demonstra possível, mas incerta, diante da discricionariedade do ato conforme dispõe o art. 4º da instrução, além da falta de objetividade de seus critérios, razão pela qual não considera-se uma medida regulatória recomendável. Outra hipótese de dispensa de registro, seria através da Instrução nº 588 da CVM, que dispõe sobre o *crowdfunding* de investimento. Quanto a esta hipótese, conclui-se que apesar da atuação de intermediários neste caso não descaracterizar substancialmente o ICO, os limites de captação prevista na instrução excluem grande parte dos ICOs, o que por sua vez sua adesão se demonstra mais adequada para ICOs que não ultrapassem o limite previsto, razão pela qual a Instrução nº 588 não se demonstra uma medida regulatória que viabilize a prática para todo o mercado de ICO.

Por fim, há no *sandbox* regulatório uma possibilidade de viabilização da prática de *Initial Coin Offerings* concreta que poderá envolver todo o mercado. Tendo como proposta o estímulo a inovação tecnológica no mercado de capitais, o *sandbox* regulatório poderá ser o meio pela qual a CVM regulamente especificamente o mercado de ICOs após a análise das atividades desenvolvidas no seu âmbito, efetivado, ao estender as dispensas requeridas para a prática da atividade a todo o mercado, e assim, viabilizando a prática de ICOs que configurem ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil.

Assim, com base na análise das hipóteses apresentadas, vemos no *sandbox* regulatório como uma verdadeira solução prática que viabilize o ICO e todo o seu mercado no Brasil, sendo recomendável a todo empreendedor que deseje praticar a emissão de *tokens*, submeter proposta de *Initial Coin Offering* para sua realização no âmbito do *sandbox* regulatório da CVM.

## REFERÊNCIAS

- ABCRIPTO. **Código de Autorregulação**. 2020. Disponível em: <https://www.abcripto.com.br/autorregulacao-abcripto>. Acesso em 20. jul. 2021.
- ADHAMI, Saman; GIUDICI, Giancarlo; MARTINAZZI, Stefano. Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin. **Journal of Economics and Business**, Philadelphia, v. 100, 2018, p. 64-75. Disponível em: <https://re.public.polimi.it/retrieve/handle/11311/1056221/292387/JEP%20published%20>. Acesso em 20. set. 2021.
- ANDRÉS, Pablo de et al. **Regulatory and Market Challenges of Initial Coin Offerings**. Law Working Paper, n. 461. Bruxelas: European Corporate Governance Institute, 2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=3413117](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3413117). Acesso em 17. de jul. 2021.
- ANTONOPOULOUS, Andreas. **Mastering Bitcoin: Tradução para o português brasileiro do guia completo para o mundo do bitcoin e blockchain**. 2019. Kindle.
- BITTORRENT INC. **BitTorrent Token (BTT)**, c2021. Disponível em: <https://www.bittorrent.com/token/btt/>. Acesso em: 05. maio. 2021.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. **Comunicado Nº 31379 de 16/11/2017**, 2017. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=352560>. Acesso em: 10 maio. 2021.
- BRASIL. Gov.br. **Marco Legal das Startups modernizará ambiente de negócios brasileiro**, 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/pt-br/noticias/financas-impostos-e-gestao-publica/2021/06/marco-legal-das-startups-modernizara-ambiente-de-negocios-brasileiro>. Acesso em 20. set. 2021.
- BRASIL. **Lei Complementar Nº 182**, de 1º de Junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp182.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm). Acesso em 20. set. 2021.
- BRASIL. **Lei Nº 4.728**, de 14 de Julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm). Acesso em 20. set. 2021.
- BRASIL. **Lei Nº 6.385**, de 7 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 15. de jul. 2021.

BRASIL. **Lei Nº 6.404**, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 10 maio. 2021.

BRASIL. **Lei Nº 7.492**, de 16 de Junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7492.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm). Acesso em 20. jul. 2021.

BRASIL. **Lei Nº 9.065**, de 26 de Junho de 1995. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9069.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm). Acesso em: 15 de jul. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Criptoativos**, 2018. Série Alertas. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta\\_CVM\\_CRIPTOATIVOS\\_10052018.pdf](https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf). Acesso em: 20. set. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM Nº 790, de 28 de Fevereiro de 2018**, 2018. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0700/deli790.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº400**, de 29 de Dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em 16. de jul. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 480**, de 7 de Dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 17. de jul. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 588**, de 13 de Julho de 2017. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de

20 de dezembro de 2013. Disponível em:  
<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em 20. jul. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução N° 626**, de 15 de Maio de 2020. Dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório). Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst626.html>. Acesso em 20. set. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando n° 19/2017-CVM/SRE**, 2017. Disponível em:  
[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180130/088818\\_ManifestacaoSRE.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180130/088818_ManifestacaoSRE.pdf). Acesso em: 10 maio. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Nota**. Initial Coin Offering (ICO), 2017. Disponível em:  
<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offering—ico--a0e4b1d10e5a47aa907191d5b6ce5714>. Acesso em: 08 maio. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Sandbox Regulatório**. Disponível em:  
[http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox\\_regulatorio.html](http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html). Acesso em 20. set. 2021.

CAMPOS, Emília Malgueiro. **Criptomoedas e blockchain: o direito no mundo digital**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. Kindle.

CHINAGLIA, Rafael. **Fan tokens podem até ajudar os clubes financeiramente, mas não são um bom investimento**, 2021. Cointelegraph. Disponível em:  
<https://cointelegraph.com.br/news/broker-says-that-fan-tokens-help-clubs-bring-fans-closer-but-they-are-not-a-good-investment>. Acesso em 20. set. 2021.

COINMARKETCAP. c2021. **Litecoin**. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/pt-br/currencies/litecoin/>. Acesso em: 01 maio. 2021.

COINMARKETCAP. c2021. **Ethereum**. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/pt-br/currencies/ethereum/>. Acesso em: 01 maio. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**, 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

Commodity. In: Cambridge Dictionary. Cambridge: Cambridge University Press. c2021. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles-portugues/commodity>. Acesso em: 15. de jul. 2021.

CONLEY, John P. et al. Blockchain and the economics of crypto-tokens and initial coin offerings. **Vanderbilt University Department of economics working papers**, n. 17-00008, 2017. Disponível em: <https://johnpconley.com/wp-content/uploads/2019/11/VUECON-17-00008.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021.

CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**, 8. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Método, 2018.

DE MENDONÇA, Rafael Uttempergher; MACHADO, Luiz Henrique Mourão. Análise do crowdfunding no empreendedorismo brasileiro—características e tendências. **South American Development Society Journal**, v. 1, n. 3, p. 37-53, 2017. Disponível em: <http://www.sadsj.org/index.php/revista/article/download/21/20>. Acesso em: 10 maio. 2021.

DELL'ERBA, Marco. Initial coin offerings. a primer. the first response of regulatory authorities. **NYU Journal of Law & Business**, v. 14, p. 1109, 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3063536](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3063536). Acesso em 07 maio. 2021.

DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. 2005. Tese. (Mestrado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-RJ. Rio de Janeiro. Orientador: Prof. Alejandro Bugallo Alvarez.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais: regime jurídico**, 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EMTSEVA, S. S; MOROZOV, N. V. Comparative Analysis of Legal Regulation of ICO in Selected Countries. **III Network AML/CFT Institute International Scientific and Research Conference “FinTech and RegTech: Possibilities, Threats and Risks of Financial Technologies”**, Dubai, p. 77-84. Disponível em: <https://knepublishing.com/index.php/KnE-Social/article/view/1527/3620>. Acesso em: 18. de jul. 2021.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Cyber Enforcement Actions**. Disponível em: <https://www.sec.gov/spotlight/cybersecurity-enforcement-actions>. Acesso em 18. jul. 2021.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Spotlight on Initial Coin Offerings (ICOs)**. Disponível em: <https://www.sec.gov/ICO>. Acesso em 18. jul. 2021.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO**: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas. 2012. Tese. (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/BUOS-8XNLXN>. Acesso em 20. jul. 2021.

FLEICHMAN, Natalia Cordeiro de; VIANNA, Vicente Lotito de Brito. DINÂMICAS JURÍDICAS EMERGENTES NA ORDEM ECONÔMICA GLOBALIZADA: A AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS. **Fronteiras Interdisciplinares do Direito**, São Paulo, v. 1, nº 1, 2019, p. 198-210, Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/ffd/article/view/41954>. Acesso em 20. jul. 2021.

GIBRALTAR. Gibraltar Financial Services Commission. **HM Government of Gibraltar and the Gibraltar Financial Services Commission announce plans for token legislation**, 2018. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/ico-statements/Gibraltar%20-%20GFSC%20-%20Legislation%20Pertaining%20to%20Digital%20Tokens.pdf>. Acesso em 18. jul. 2021.

HACKER, Philipp; THOMALE, Chris. Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law. **European Company and Financial Law Review**, v. 15, n. 4, p. 645-696, 2018.

HARNOY, Alon. **Initial Coin Offerings (ICOs): SEC Regulation and Available Exemptions From Registration**. Disponível em: <https://www.sgrlaw.com/initial-coin-offerings-icos-sec-regulation-and-available-exemptions-from-registration/>. Acesso em 18. de jul. 2021.

HASHBRASIL. HashBrasil. 2018. Facebook: @hashbrasil. Disponível em: <https://www.facebook.com/hashbrasil/>. Acesso em: 10 maio. 2021.

HOWELL, Sabrina T.; NIESSNER, Marina; YERMACK, David. Initial coin offerings: Financing growth with cryptocurrency token sales. **The Review of Financial Studies**, v. 33, n. 9, p. 3925-3974, 2020. Disponível em: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w24774/w24774.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w24774/w24774.pdf). Acesso em: 07 maio. 2021.

KLÖHN, Lars; PARHOFER, Nicolas; RESAS, Daniel. **Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882). Acesso em: 07 maio. 2021.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **IOSCO Report on Financial Technologies (Fintech)**. 2017. p.75. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 01 maio. 2021.

JAEGER, Jaclyn. **Telegram to pay back investors \$1.2B for failed ICO**, 2020. Compliance Week. Disponível em: <https://www.complianceweek.com/regulatory-enforcement/telegram-to-pay-back-investors-12b-for-failed-ico/29129.article>. Acesso em 20. set. 2021.

LEMAHIEU, Colin. **Nano: Uma Criptomoeda com Rede Distribuída sem Taxas**. 2018. p.8. Disponível em: [https://content.nano.org/whitepaper/Nano\\_Whitepaper\\_br.pdf](https://content.nano.org/whitepaper/Nano_Whitepaper_br.pdf). Acesso em 02 maio. 2021.

LEWIS, Antony. **The Basics of Bitcoins and Blockchains: An Introduction to Cryptocurrencies and the Technologies That Powers Them**. Coral Gables: Mango Publishing Group. 2018. Kindle.

LITECOIN PROJECT. **Litecoin** – Open source P2P digital currency. c2020. About. Disponível em: <https://litecoin.org/>. Acesso em: 02 maio. 2021.

LYANDRES, Evgeny; PALAZZO, Berardino; RABETTI, Daniel. **Do tokens behave like securities? an anatomy of initial coin offerings**, 2019. SSRN Electronic Journal. Disponível em: <https://www.idc.ac.il/en/schools/business/annual-conference/documents/2019-annual-conference/do-tokens-behave-like-securities-lyandres.pdf>. Acesso em 20. set. 2021.

MAUME, Philipp; FROMBERGER, Mathias. Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws. **Chicago Journal of International Law**, v. 19, p. 548, 2018. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1748&context=cjil>. Acesso em: 10 maio. 2021.

MELLO, José Luiz Homem de et al. **Desafios regulatórios em torno da emissão e negociação de criptoativos e o sandbox como uma possível solução**. [S.l.: s.n.]. [2019]. Disponível em: [https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821\\_Desafios\\_regulatorios\\_em\\_torno\\_da\\_emissao\\_negociacao\\_criptoativos\\_e\\_sandbox\\_possivel\\_solucao.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821_Desafios_regulatorios_em_torno_da_emissao_negociacao_criptoativos_e_sandbox_possivel_solucao.pdf). Acesso em: 16. de jul. 2021.

MENDELSON, Michael. From initial coin offerings to security tokens: A US Federal Securities law analysis. **Stan. Tech. L. Rev.**, v. 22, p. 52, 2019. Disponível em: [https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson\\_20180129.pdf](https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/01/Mendelson_20180129.pdf). Acesso em: 06 maio. 2021.

MENDES, André Pacheco Teixeira et al. **Cartilha do Crowdfunding de Investimento à luz da Instrução CVM nº 588/2017**. Rio de Janeiro: Cadernos FGV DIREITO RIO Série Clínicas Educação e Direito, v. 10, 2019.

NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System**. 2008. p.9. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 01 maio. 2021.

NEAD, Nead. **How Initial Coin Offerings May Utilize Regulation D Exemptions**. Disponível em: <https://investmentbank.com/reg-d-ico/>. Acesso em 18. jul. 2021.

NIOBIUM FOUNDATION. **BOMESP (Bolsa de Moedas Virtuais Empresariais de São Paulo) White Paper**, 2017. Disponível em: <https://www.chainwhy.com/upload/default/20181011/f056c40fcc567ae5148e39bad8b1bfd2.pdf>. Acesso em: 10 maio. 2021.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**, 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019. Kindle.

RAZA, Ali. **Analyzing China's Ultimate Ban on All Crypto and ICO Websites**. Cryptoslate. Disponível em: <https://cryptoslate.com/analyzing-chinas-ultimate-ban-crypto-ico-websites/>. Acesso em 18. jul. 2021.

REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de Initial Coin Offerings (ICOs)**. 2020. Tese (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1>. Acesso em: 06 maio. 2021.

RODRIGUES, Carlos Alexandre. TEIXEIRA, Tarcísio. **Blockchain e Criptomoedas**. Salvador: Editora JusPodivm, 2019.

ROTH, Jakob; SCHÄR, Fabian; SCHÖPFER, Aljoscha. **The Tokenization of assets: using blockchains for equity crowdfunding**, 2019. SSRN Electronic Journal. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3443382](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3443382). Acesso em: 20. set. 2021.

SILVA, Luiz Gustavo Doles. **Bitcoins & outras criptomoedas: teoria e prática à luz da legislação brasileira** 1. ed. Curitiba: Juruá, 2018.

SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. Equity Crowdfunding no Brasil: Características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor. **XX SEMEAD (Seminário de Administração)**, 2017. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/323014007\\_EQUITY\\_CROWDFUNDING\\_NO\\_BRASIL\\_CHARACTERISTICAS\\_DESSA\\_MODALIDADE\\_DE\\_INVESTIMENTOS\\_NOVOS\\_ASPECTOS\\_REGULATORIOS\\_E\\_O\\_PERFIL\\_DO\\_INVESTIDOR](https://www.researchgate.net/publication/323014007_EQUITY_CROWDFUNDING_NO_BRASIL_CHARACTERISTICAS_DESSA_MODALIDADE_DE_INVESTIMENTOS_NOVOS_ASPECTOS_REGULATORIOS_E_O_PERFIL_DO_INVESTIDOR). Acesso em: 10 maio. 2021.

SMITH, Bryan. **Gibraltar plans to introduce 'World's First' ICO regulations.** Coin Insider, 2018. Disponível em: <https://www.coininsider.com/gibraltar-ico-regulations/>. Acesso em 18. jul. 2021.

TAPSCOTT, Don; TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution:** como a tecnologia por trás do Bitcoin está mudando o dinheiro, os negócios e o mundo. São Paulo: SENAI-SP Editora. 2016.

Telegram vê ICO de 1,7 bilhão barrado pela SEC. **Cointimes**, 2020. Disponível em: <https://cointimes.com.br/telegram-ve-ico-de-17-bilhao-barrado-pela-sec/#:~:text=O%20aplicativo%20de%20mensagens%20Telegram,problemas%20judiciais%20nos%20Estados%20Unidos.> Acesso em: 06 maio. 2021.

Token. In: Cambridge Dictionary. Cambridge: Cambridge University Press. c2021. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles-portugues/token>. Acesso em: 04. maio. 2021.

ULRICH, Fernando. **Bitcoin:** a moeda na era digital. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. 2014.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil.** 15. ed. São Paulo: Atlas, 2015. v.1

VIGNA, Paul; CASEY, Michael J. **The Age of Cryptocurrency:** How Bitcoin and Digital Money are Challenging the Global Economic Order. Nova Iorque: Picador, 2015. Kindle.

WALD, Arnaldo e EIZIRIK, Nelson. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1986.

ZHAO, Wolfie. **China's ICO Ban: A Full Translation of Regulator Remarks.** Coindesk. Disponível em: <https://www.coindesk.com/markets/2017/09/05/chinas-ico-ban-a-full-translation-of-regulator-remarks/>. Acesso em 18. jul. 2021.

ZETZSCHE, Dirk A. et al. The ICO Gold Rush: It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators. **University of Luxembourg Law Working Paper**, n. 11, p. 17-83, 2017. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/321381542\\_The\\_ICO\\_Gold\\_Rush\\_It%27s\\_a\\_Scam\\_It%27s\\_a\\_Bubble\\_It%27s\\_a\\_Super\\_Challenge\\_for\\_Regulators](https://www.researchgate.net/publication/321381542_The_ICO_Gold_Rush_It%27s_a_Scam_It%27s_a_Bubble_It%27s_a_Super_Challenge_for_Regulators). Acesso em: 07 maio. 2021.

