



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
PRO-REITORIA DE GRADUAÇÃO
ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO
CURSO DE DIREITO
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CURSO II**

A ADEQUAÇÃO DAS CRIPTOMOEDAS AOS VALORES MOBILIÁRIOS

ORIENTANDO – MILLANO BARROS DE CARVALHO

ORIENTADORA – PROFA. Dra. HELENA BEATRIZ DE MOURA BELLE

GOIÂNIA – GO

2025

MILLANO BARROS DE CARVALHO

A ADEQUAÇÃO DAS CRIPTOMOEDAS AOS VALORES MOBILIÁRIOS

Artigo científico apresentado à disciplina Trabalho de Curso II, da Escola de Direito, Negócios e Comunicação da Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC GOIÁS).
Profa. Orientadora Doutora Helena Beatriz de Moura Belle.

GOIÂNIA – GO

2025

MILLANO BARROS DE CARVALHO

A ADEQUAÇÃO DAS CRIPTOMOEDAS AOS VALORES MOBILIÁRIOS

Data da Defesa: _____ de _____ de _____

BANCA EXAMINADORA

Orientadora: Profa. Dra. Helena Beatriz de Moura Belle Nota

Examinador(a) Convidado(a): Prof.(a): Titulação e Nome Completo Nota

ADEQUAÇÃO DAS CRIPTOMOEDAS AOS VALORES MOBILIÁRIOS

Resumo: A regulação das criptomoedas, especialmente quando consideradas como valores mobiliários, constituiu um tema amplamente debatido por órgãos reguladores, investidores e operadores do mercado. As criptomoedas, ao serem inseridas no contexto dos mercados de capitais, apresentaram diversos desafios relacionados à proteção dos investidores, à transparência das operações e à integridade do mercado. A ausência de um consenso regulatório claro abriu espaço para fraudes, manipulações e riscos sistêmicos, além de ter dificultado o desenvolvimento de um ambiente de negócios seguro e confiável para os investidores. A classificação das criptomoedas como valores mobiliários exigiu uma reflexão sobre a aplicabilidade dos princípios e normas já consolidados para ativos tradicionais em um cenário tecnológico e financeiro em constante transformação. A inovação financeira, embora tenha proporcionado novas oportunidades de investimento e promovido a democratização do acesso ao mercado, impôs desafios ao arcabouço regulatório existente, o qual precisou ser adaptado para acompanhar tais mudanças sem inibir o desenvolvimento de novas tecnologias. O objetivo desta pesquisa consistiu em analisar os impactos da regulação das criptomoedas quando enquadradas como valores mobiliários, avaliando a adequação das normas atuais e o papel das autoridades reguladoras. Quanto ao método, utilizou-se uma abordagem qualitativa, com base em revisão bibliográfica e documental. A metodologia adotada fundamentou-se na análise jurídica e econômica dos marcos regulatórios nacionais e internacionais. As técnicas envolveram a coleta de dados por meio de estudos doutrinários, relatórios de órgãos reguladores e decisões judiciais relevantes. Como resultado, constatou-se que a ausência de um modelo regulatório claro comprometeu a segurança jurídica e a confiança dos investidores, tornando evidente a necessidade de normas que equilibrem a proteção ao investidor com o fomento à inovação. O estudo contribuiu para o debate sobre a atuação das autoridades reguladoras frente às transformações do mercado de capitais na era digital.

INTRODUÇÃO

O avanço das criptomoedas transformou profundamente o cenário econômico e financeiro global. Desde o surgimento do Bitcoin em 2009, as criptomoedas consolidaram-se como uma nova classe de ativos digitais, caracterizados por sua natureza descentralizada, pela ausência de intermediários e pelo uso de tecnologia blockchain para garantir segurança e transparência. Esse mercado, que começou com iniciativas experimentais e atraiu inicialmente entusiastas da tecnologia, rapidamente se expandiu e ganhou relevância entre investidores, empresas e governos. Atualmente, as criptomoedas são negociadas em larga escala, com milhares de ativos digitais diferentes disponíveis e um valor de mercado trilionário, o que evidenciou sua importância econômica e a necessidade de regulamentação.

O crescimento das criptomoedas e seu uso como instrumentos de investimento desafiaram as normas e estruturas jurídicas vigentes, principalmente quando consideradas no contexto dos valores mobiliários. Tradicionalmente, os valores mobiliários são instrumentos financeiros regulamentados e supervisionados por autoridades com o objetivo de proteger os investidores e garantir a transparência e a integridade dos mercados. No entanto, a natureza única das criptomoedas levantou questões sobre sua classificação e sobre se deveriam ser submetidas às mesmas normas de valores mobiliários. Aspectos como a descentralização, a alta volatilidade e a ausência de um emissor central tornaram as criptomoedas distintas dos ativos financeiros convencionais, o que complicou seu enquadramento jurídico e criou lacunas regulatórias que expuseram os investidores a riscos.

A adaptação das criptomoedas ao regime dos valores mobiliários tornou-se uma questão central para reguladores em diversos países, que buscaram uma abordagem adequada para garantir a segurança dos mercados sem restringir o potencial inovador desses ativos. Nos Estados Unidos, por exemplo, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* utilizou o “teste de *Howey*” para avaliar se um criptoativo deveria ser tratado como valor mobiliário, um método baseado na presença de uma expectativa de lucro derivada do esforço de terceiros. Esse entendimento levou a SEC a processar empresas que ofereceram certos criptoativos sem o registro necessário, interpretando que essas ofertas se assemelhavam a contratos de investimento coletivo. No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) adotou uma abordagem cautelosa, mas já manifestou que determinados criptoativos podem ser considerados

valores mobiliários quando suas características indicam a presença de uma promessa de retorno financeiro.

Diante disso, o debate sobre a adequação das criptomoedas aos valores mobiliários envolveu a avaliação de suas características intrínsecas e funcionais e exigiu uma análise cuidadosa sobre quais ativos digitais deveriam ser regulados como valores mobiliários. A questão revelou-se complexa, pois exigiu que os reguladores adaptassem seus conceitos tradicionais e desenvolvessem parâmetros específicos para lidar com o mercado de criptoativos. Ademais, a ausência de uma regulamentação harmonizada entre os países criou um ambiente fragmentado e inseguro, onde investidores e empresas enfrentaram incertezas e, muitas vezes, lacunas de proteção.

Este estudo examinou os principais aspectos jurídicos e regulatórios relacionados à classificação das criptomoedas como valores mobiliários, com uma análise detalhada das práticas adotadas pela CVM no Brasil e por reguladores internacionais. O objetivo consistiu em compreender de que forma as criptomoedas poderiam se adequar ao regime jurídico dos valores mobiliários, identificando os desafios e oportunidades que essa classificação trouxe para a proteção dos investidores e a integridade do mercado de capitais. Ao longo da análise, investigaram-se as implicações legais, econômicas e tecnológicas dessa adaptação, bem como as alternativas de regulamentação que equilibram a segurança do investidor com o fomento à inovação no setor financeiro digital.

A pesquisa adotou uma abordagem qualitativa, com método dedutivo, conforme preconizado por Gil (2008) e Lakatos e Marconi (2003). A metodologia baseou-se em revisão bibliográfica e documental, por meio da análise de obras doutrinárias, artigos científicos, legislações e relatórios institucionais emitidos por órgãos reguladores nacionais e estrangeiros. As técnicas aplicadas incluíram o exame de atos normativos da CVM e da SEC, decisões administrativas, pareceres jurídicos e publicações acadêmicas, a fim de proporcionar uma compreensão crítica e fundamentada sobre os critérios de classificação das criptomoedas e seus impactos regulatórios.

1 CARACTERÍSTICAS JURÍDICAS E TÉCNICAS DAS CRIPTOMOEDAS

O advento das criptomoedas trouxe uma transformação significativa e complexa ao mercado financeiro global. Conforme explica Ghirardi (2020), esse

fenômeno resultou do surgimento de alternativas descentralizadas às moedas convencionais, que inauguraram uma nova era para as transações financeiras ao dispensarem a intermediação de bancos e instituições financeiras tradicionais.

Ao longo dos anos, essas moedas digitais passaram a ser vistas não apenas como um meio de pagamento alternativo, mas como instrumentos de investimento especulativo e diversificação de portfólio, o que, segundo MORAES (2021), impulsionou seu valor e impacto econômico em escala global.

O crescimento das criptomoedas se deu em um contexto marcado por avanços tecnológicos na segurança de dados e no poder computacional, que permitiram a criação de redes descentralizadas seguras por meio da tecnologia *blockchain*. O *blockchain*, ou cadeia de blocos, é um sistema de registro digital distribuído que permite a validação e a verificação de transações de maneira transparente e segura, independentemente de uma autoridade centralizadora. Com isso, a tecnologia conferiu um novo patamar de segurança às transações, permitindo que milhões de usuários em todo o mundo participem de uma rede financeira global e descentralizada, como também pontua Couto, ao tratar da evolução dessa infraestrutura digital.

Esse modelo financeiro inovador desafia as estruturas regulatórias e jurídicas tradicionais, pois coloca em questão os próprios conceitos de moeda, valor e propriedade. Enquanto a moeda fiduciária (emitida por governos) é sustentada pela confiança nas instituições estatais, as criptomoedas baseiam seu valor na demanda e na confiança da rede de usuários que as utilizam, além de estarem sujeitas à volatilidade e a flutuações intensas. Essas características fizeram das criptomoedas um ativo altamente atraente para investidores que buscam retornos elevados, mas também as colocaram no centro de discussões sobre segurança financeira e proteção ao investidor.

Do ponto de vista regulatório, as criptomoedas representam um desafio ímpar, pois não se enquadram claramente nas categorias de ativos tradicionalmente regulados. A legislação financeira vigente foi, em sua maioria, desenvolvida em um período anterior ao surgimento das tecnologias *blockchain* e dos criptoativos, o que gera lacunas significativas no tratamento desses ativos. Por exemplo, enquanto moedas tradicionais são monitoradas por bancos centrais e valores mobiliários estão sujeitos a regulamentações específicas que visam proteger o investidor e garantir a integridade do mercado, as criptomoedas operam em um espaço juridicamente

indefinido, sendo, muitas vezes, consideradas como *commodities*, ativos digitais ou até valores mobiliários, dependendo do contexto e da jurisdição.

Essa indefinição jurídica tem implicações profundas. Primeiramente, ela dificulta a aplicação das leis existentes para a proteção do investidor, uma vez que essas normas foram elaboradas para mercados e ativos tradicionais, onde os intermediários têm papéis e responsabilidades claramente definidos. Além disso, a ausência de um consenso internacional sobre a classificação e a regulamentação das criptomoedas faz com que as práticas regulatórias variem amplamente entre diferentes países. Nos Estados Unidos, por exemplo, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* classificou algumas criptomoedas como valores mobiliários, sujeitando-as às mesmas normas dos ativos tradicionais que envolvem expectativa de retorno financeiro, enquanto países como o Japão e a Suíça adotaram abordagens mais flexíveis, reconhecendo as criptomoedas como meios de pagamento ou ativos de investimento, com regulamentações menos restritivas.

No Brasil, a discussão sobre a regulamentação das criptomoedas é recente e vem ganhando relevância à medida que o mercado de criptoativos cresce no país. Órgãos como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central têm buscado estabelecer diretrizes para supervisionar as operações com criptomoedas, embora ainda não exista uma legislação específica consolidada. A CVM, por meio de pareceres orientativos, tem sinalizado que determinadas criptomoedas podem ser tratadas como valores mobiliários, especialmente quando há expectativa de retorno financeiro a partir do esforço de terceiros, conforme demonstrado em casos recentes como o da Atlas Quantum. Essa abordagem da CVM busca alinhar o mercado brasileiro às práticas internacionais, permitindo uma maior segurança jurídica para os investidores e prevenindo fraudes e abusos no setor.

Além das questões regulatórias, o tratamento jurídico das criptomoedas envolve desafios de ordem técnica e conceitual. Como ativos digitais, as criptomoedas não possuem existência física, o que dificulta sua classificação como propriedade nos moldes tradicionais. Por sua vez, a alta volatilidade de seu valor e a ausência de garantias institucionais, características que os diferenciam dos títulos mobiliários tradicionais, ampliam a necessidade de supervisão por parte das autoridades, que buscam mitigar riscos sistêmicos e proteger os consumidores. Ainda, o anonimato proporcionado por muitas criptomoedas levanta preocupações adicionais, pois pode facilitar atividades ilícitas, como lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo,

levando os órgãos reguladores a estabelecerem práticas de *compliance*, como *know your customer* (KYC) e prevenção à lavagem de dinheiro (PLD), em *exchanges* e plataformas de negociação.

Em resposta a esses desafios, muitos países e organizações internacionais têm buscado criar diretrizes e recomendações que promovam um ambiente mais seguro e regulamentado para o uso e o comércio de criptomoedas. A *Financial Action Task Force* (FATF), por exemplo, recomendou a adoção de padrões globais para a regulamentação de criptoativos, orientando os países a desenvolverem mecanismos de controle que promovam a transparência nas transações e a proteção contra práticas abusivas. Essas recomendações visam fomentar um ambiente de negócios confiável e, ao mesmo tempo, preservar a inovação tecnológica promovida pela *blockchain* e pelas criptomoedas.

Assim, as criptomoedas representam um avanço significativo e promissor, mas também impõem desafios complexos ao sistema jurídico e regulatório. Com uma crescente popularidade e aceitação no mercado financeiro, é essencial que as estruturas jurídicas e regulatórias evoluam para acompanhar essa nova realidade, estabelecendo parâmetros claros que assegurem a proteção dos investidores e a integridade do sistema financeiro.

1.1 A ORIGEM E A EVOLUÇÃO DAS CRIPTOMOEDAS

O marco inicial do surgimento das criptomoedas foi a criação do Bitcoin, em 2009, que estabeleceu um sistema digital inovador e descentralizado de transações financeiras, permitindo que indivíduos realizassem trocas de valores sem a necessidade de um intermediário central. A introdução do Bitcoin foi viabilizada por um conjunto de avanços tecnológicos e conceituais que precederam sua criação, como o desenvolvimento da criptografia de chave pública e o conceito de provas de trabalho (*proof of work*), ambos cruciais para assegurar a segurança e a veracidade das transações. A arquitetura da *blockchain* do Bitcoin, proposta por Satoshi Nakamoto em seu *whitepaper*, trouxe um novo modelo de confiança para o ecossistema financeiro, em que os dados são distribuídos e validados coletivamente pela rede, eliminando a dependência de uma entidade central e reduzindo riscos de censura e fraude.

O impacto dessa inovação foi significativo, e a estrutura aberta do Bitcoin incentivou o surgimento de novas criptomoedas e plataformas que adaptaram e expandiram o conceito inicial. A criação do Ethereum, em 2015, é um exemplo importante dessa evolução, pois introduziu a possibilidade de contratos inteligentes (*smart contracts*), que automatizam a execução de transações e acordos de forma autônoma e sem intermediários. O Ethereum proporcionou uma expansão considerável do uso de criptomoedas ao transformar a blockchain em uma plataforma programável, permitindo a criação de aplicativos descentralizados (*DApps*) e oferecendo novas possibilidades para o setor financeiro e para várias outras indústrias. Com esses avanços, a *blockchain* deixou de ser apenas uma tecnologia associada a transações monetárias, e passou a ser vista como um ecossistema inovador capaz de suportar diversas aplicações e formas de valor digital.

Outro desenvolvimento importante na evolução das criptomoedas foi a criação de *altcoins*, criptomoedas alternativas ao Bitcoin, que buscavam resolver limitações da primeira moeda digital e introduzir melhorias específicas. Moedas como Litecoin, Ripple e Monero emergiram com objetivos distintos: enquanto o Litecoin se concentrou em oferecer uma rede de pagamentos mais rápida e eficiente, o Ripple (XRP) se especializou em facilitar transações internacionais entre instituições financeiras, e o Monero destacou-se por seu foco em privacidade e anonimato, com transações que ocultam o remetente, o destinatário e o valor. Essas inovações reforçaram a diversidade do mercado de criptomoedas e ampliaram sua aplicação em diferentes contextos, atraindo mais usuários e investidores interessados nas soluções exclusivas de cada projeto.

O crescimento das criptomoedas e a diversificação de suas funções impulsionaram o interesse de investidores, governos e empresas, levando-as a serem vistas como uma nova classe de ativos digitais com potencial de valorização. Inicialmente, o mercado de criptomoedas era predominantemente composto por entusiastas e desenvolvedores, mas, com o aumento da valorização do Bitcoin e o surgimento de corretoras (*exchanges*) de criptomoedas, o mercado se tornou acessível a um público mais amplo, incluindo investidores institucionais e varejistas. A criação das *exchanges* permitiu que as criptomoedas fossem negociadas em tempo real e convertidas em moedas fiduciárias, facilitando sua circulação e fomentando um mercado ativo e dinâmico. Além disso, a introdução de produtos financeiros derivados, como futuros de Bitcoin, trouxe as criptomoedas para o mercado financeiro tradicional,

criando uma ponte entre o mundo das finanças convencionais e o ecossistema descentralizado.

Esse processo de valorização e expansão colocou as criptomoedas sob o escrutínio das autoridades regulatórias, que começaram a se preocupar com a possibilidade de manipulação de mercado, riscos sistêmicos e práticas fraudulentas. A volatilidade extrema desses ativos e a falta de regulamentação clara, por outro lado, geraram incertezas para investidores e instituições financeiras, levando diversos países a iniciarem estudos sobre como regulamentar e supervisionar as atividades relacionadas a criptomoedas. Países como os Estados Unidos, Japão e Suíça adotaram posturas distintas, mas todos compartilharam a percepção da necessidade de proteger o investidor e preservar a integridade do mercado. Enquanto o Japão foi um dos primeiros países a reconhecer formalmente o Bitcoin como método de pagamento, os Estados Unidos, por meio da SEC, focaram em classificar determinados criptoativos como valores mobiliários, sujeitando-os a regulamentação semelhante à dos ativos financeiros tradicionais.

No Brasil, a evolução das criptomoedas também atraiu a atenção do mercado financeiro e das autoridades regulatórias, especialmente diante do crescimento expressivo das operações e da entrada de empresas estrangeiras no setor. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil têm acompanhado de perto o desenvolvimento do mercado de criptoativos, e a CVM já manifestou que determinados criptoativos podem ser regulados como valores mobiliários, dependendo de suas características. A emissão de pareceres, como o Parecer de Orientação 40, demonstra uma tentativa de alinhamento com as práticas internacionais, em que as criptomoedas são tratadas como valores mobiliários quando apresentam características de investimento coletivo e de promessa de retorno financeiro.

A trajetória das criptomoedas ao longo da última década, portanto, evidenciou um processo de desenvolvimento contínuo e acelerado, marcado por um ciclo de inovação e adaptação tanto no mercado quanto no âmbito regulatório. O reconhecimento das criptomoedas como uma nova classe de ativos trouxe um impacto significativo para o sistema financeiro global, desafiando os reguladores a desenvolver normas que equilibrem a liberdade econômica e a inovação tecnológica com a segurança do investidor e a estabilidade do mercado. A busca por esse equilíbrio é fundamental para o futuro das criptomoedas, pois uma regulamentação

excessiva poderia inibir o desenvolvimento tecnológico e a adoção desses ativos, enquanto a ausência de regulamentação pode expor os investidores a riscos consideráveis.

Desse modo, a origem e a evolução das criptomoedas revelam um processo de transformação estrutural no conceito de valor e no funcionamento do mercado financeiro, que agora se adapta à realidade digital e descentralizada promovida por essas inovações.

1.2 CONCEITOS JURÍDICOS RELACIONADOS A CRIPTOMOEDAS

A definição jurídica das criptomoedas apresenta um dos maiores desafios no cenário regulatório contemporâneo. Embora as criptomoedas tenham se consolidado como um novo tipo de ativo digital e ganhado popularidade no mercado financeiro, seu enquadramento dentro das categorias jurídicas tradicionais ainda é uma questão não resolvida em muitas jurisdições. A dificuldade em categorizar as criptomoedas deriva de sua natureza híbrida: elas podem funcionar tanto como moeda quanto como ativo de investimento, mas sem estarem necessariamente vinculadas a um emissor central, o que gera incertezas sobre sua aplicação nas normas de valores mobiliários, direito do consumidor e direito tributário.

No Brasil, as criptomoedas ainda não possuem uma regulamentação específica que determine sua natureza jurídica de forma abrangente, mas órgãos como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil têm emitido diretrizes para orientar o mercado e o público investidor. A CVM, por exemplo, entende que alguns criptoativos podem ser considerados valores mobiliários, conforme estabelecido em seu *Parecer de Orientação 40*. Esse parecer indica que os criptoativos serão classificados como valores mobiliários quando reunirem elementos característicos de um contrato de investimento coletivo. Nesse contexto, a CVM se baseia em parâmetros semelhantes ao “teste de *Howey*” utilizado pela *Securities and Exchange Commission (SEC)* nos Estados Unidos, que avalia se há uma expectativa de lucro com base no esforço de terceiros. Assim, quando uma criptomoeda é oferecida ao mercado com promessa de retorno financeiro e envolve o esforço de uma empresa ou de desenvolvedores para gerar valor, ela pode ser regulada como um valor mobiliário.

A ausência de uma legislação específica para criptoativos no Brasil levou a CVM e o Banco Central a adotarem uma postura de orientação cautelosa, visando a proteção dos investidores sem inibir a inovação tecnológica. Entretanto, essa abordagem baseada em pareceres e normas interpretativas ainda deixa lacunas jurídicas, especialmente em relação ao tratamento das *exchanges* e à fiscalização das operações realizadas no exterior. Isso torna o mercado de criptoativos vulnerável a interpretações divergentes e coloca desafios para a proteção dos investidores em caso de litígios, já que as empresas envolvidas na negociação de criptomoedas muitas vezes operam fora das fronteiras nacionais.

Uma das normas mais relevantes neste cenário é a Instrução Normativa RFB nº 1.888/2019, emitida pela Receita Federal do Brasil, que estabelece a obrigatoriedade de que as *exchanges* reportem todas as transações de criptomoedas realizadas acima de determinados valores. Embora essa norma não trate as criptomoedas explicitamente como valores mobiliários, ela impõe uma estrutura de monitoramento, voltada principalmente para a prevenção de lavagem de dinheiro e evasão fiscal. A necessidade de compliance com as normas de controle financeiro é um indicativo do tratamento cauteloso das criptomoedas no Brasil, onde o objetivo inicial é garantir a integridade do sistema financeiro. Contudo, a aplicação prática dessa instrução depende, muitas vezes, do cumprimento voluntário por parte das *exchanges*, especialmente aquelas localizadas fora do país, o que ressalta a importância de uma harmonização internacional na regulamentação das criptomoedas.

Além das medidas adotadas pelos órgãos reguladores, a Advocacia-Geral da União (AGU) emitiu, em 2018, um parecer jurídico que explora a possibilidade de algumas criptomoedas serem tratadas como contratos de investimento coletivo, enquadrando-as, assim, na esfera regulatória da CVM. Esse entendimento é particularmente relevante para o contexto das ofertas iniciais de moedas (*ICOs*), que frequentemente compartilham características com as ofertas públicas de ações (*IPOs*), como a captação de recursos de investidores para financiar o desenvolvimento de um projeto ou de uma plataforma. No caso das *ICOs*, os investidores aportam capital em troca de uma expectativa de retorno financeiro futuro, e, por isso, a AGU sustenta que esses instrumentos podem ser classificados como valores mobiliários, o que exige a devida autorização da CVM para garantir a proteção ao investidor.

No entanto, a falta de uma regulação mais ampla e definitiva gera insegurança jurídica, pois muitas criptomoedas possuem características que as distinguem dos valores mobiliários tradicionais. Criptomoedas como o Bitcoin, por exemplo, não oferecem diretamente uma promessa de lucro futuro baseada no esforço de terceiros, o que dificultaria seu enquadramento como valor mobiliário. Diferente das ICOs e de outras formas de criptoativos que se assemelham a títulos de investimento, o Bitcoin foi projetado originalmente como uma moeda digital descentralizada, sem emissor central, e cujo valor é determinado exclusivamente pela oferta e demanda no mercado. Essa distinção sublinha a complexidade dos conceitos jurídicos aplicáveis e reforça a importância de critérios específicos que considerem as particularidades de cada tipo de criptoativo.

O Poder Judiciário brasileiro também tem enfrentado desafios na aplicação dos conceitos jurídicos às criptomoedas, particularmente no que diz respeito à proteção do consumidor e à responsabilidade das *exchanges*. Em casos como o *caso Mercado Bitcoin*, o Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) aplicou o Código de Defesa do Consumidor (CDC) para decidir em favor dos investidores, determinando que as plataformas de negociação de criptomoedas devem observar normas de proteção ao consumidor. Esse caso demonstra uma abordagem inovadora por parte do Judiciário, que busca preencher as lacunas regulatórias existentes ao aplicar normas gerais do direito do consumidor para proteger os investidores, especialmente em situações que envolvem falhas operacionais e prejuízos financeiros. Assim, o Judiciário brasileiro atua como uma importante fonte de segurança jurídica, adotando conceitos e metodologias interpretativas que se adequem à realidade das criptomoedas, ainda que a legislação específica sobre o tema esteja em desenvolvimento.

No âmbito internacional, as metodologias jurídicas para a regulamentação das criptomoedas também variam consideravelmente. Em países como os Estados Unidos, a SEC adota o “teste de *Howey*” para determinar quando uma criptomoeda deve ser considerada um valor mobiliário, o que inclui fatores como expectativa de retorno e o envolvimento de terceiros no sucesso do ativo. Em outras jurisdições, como o Japão e a Suíça, as criptomoedas são tratadas como meios de pagamento ou ativos financeiros, com regulamentações específicas para proteger os investidores sem impedir a inovação tecnológica. Essas abordagens refletem a diversidade das respostas jurídicas ao fenômeno das criptomoedas e demonstram a necessidade de

uma harmonização internacional para que os criptoativos possam operar em um ambiente regulatório claro e seguro, permitindo, ao mesmo tempo, a inovação.

A partir desse cenário, observa-se que o tratamento jurídico das criptomoedas está em constante evolução, com reguladores e legisladores buscando métodos e critérios que se adaptem à natureza particular desses ativos. Enquanto não há uma legislação uniforme que aborde todos os aspectos das criptomoedas, os conceitos jurídicos aplicáveis continuam a ser refinados, com o objetivo de criar uma estrutura que ofereça segurança jurídica e confiança para investidores, empresas e desenvolvedores de novas tecnologias.

1.3 FUNCIONAMENTO DAS CRIPTOMOEDAS NO MERCADO FINANCEIRO

As criptomoedas, embora originadas como um meio alternativo de pagamento, rapidamente transcenderam essa função inicial e se tornaram uma classe de ativos atraente no mercado financeiro. Sua inserção nesse mercado trouxe não apenas novas oportunidades de investimento, mas também complexos desafios regulatórios, especialmente devido à sua natureza descentralizada, volatilidade e ausência de controle central. Diferentemente dos ativos financeiros tradicionais, como ações e títulos, as criptomoedas operam sem a supervisão direta de autoridades centrais, o que dificulta a aplicação de regulamentações financeiras padrão e exige uma adaptação dos mecanismos de controle para monitorar essas transações.

No mercado financeiro, as criptomoedas são negociadas principalmente em *exchanges*, plataformas digitais que permitem a compra, venda e troca de criptoativos com outras criptomoedas ou moedas fiduciárias. Essas *exchanges* desempenham papel fundamental no ecossistema das criptomoedas, fornecendo liquidez ao mercado e facilitando o acesso dos investidores a esses ativos. No entanto, a ausência de regulamentação específica para essas plataformas em muitos países as torna suscetíveis a problemas como manipulação de mercado, fraudes e invasões cibernéticas. Casos de fraudes em *exchanges* têm destacado a necessidade de uma estrutura de compliance robusta, o que levou reguladores em várias partes do mundo a implementar exigências de identificação e monitoramento de transações. Por exemplo, práticas de *know your customer* (KYC) e prevenção à lavagem de dinheiro (PLD) foram adotadas em diversas jurisdições para aumentar a segurança e transparência das transações com criptomoedas.

A volatilidade das criptomoedas é outro fator que influencia seu funcionamento no mercado financeiro. Ao contrário dos ativos tradicionais, cujo valor tende a ser mais estável e previsível, as criptomoedas são extremamente sensíveis à especulação e às notícias de mercado, o que resulta em variações abruptas de preço. Essa volatilidade oferece um potencial de lucro significativo para investidores dispostos a assumir riscos elevados, mas também representa um risco substancial, especialmente para investidores com menos experiência. A alta volatilidade, combinada com a facilidade de acesso proporcionada pelas *exchanges*, atrai tanto investidores de varejo quanto institucionais, interessados em diversificação e em oportunidades de altos retornos. No entanto, o risco de perda acentuada e rápida é uma característica que levou muitos órgãos reguladores a desenvolverem advertências públicas e a reforçar a necessidade de regulamentação para proteger esses investidores.

Uma inovação significativa trazida pelo mercado de criptomoedas ao sistema financeiro é a introdução de produtos financeiros derivados, como contratos futuros de Bitcoin e opções de criptoativos. Esses produtos financeiros permitem que investidores e instituições se exponham ao mercado de criptomoedas sem a necessidade de adquirir os ativos diretamente, operando com base na expectativa de valorização ou desvalorização desses ativos. A introdução de futuros e opções de criptomoedas em bolsas regulamentadas, como a *Chicago Mercantile Exchange (CME)*, foi um marco para o setor, uma vez que trouxe parte do mercado de criptoativos para o sistema financeiro tradicional, com maior supervisão e normas de proteção ao investidor. No entanto, os produtos derivados com criptomoedas também ampliam os riscos, devido ao efeito potencial de alavancagem e à volatilidade intrínseca do mercado de criptoativos. Assim, a criação desses instrumentos financeiros derivativos desafia os reguladores a monitorar e controlar a especulação desenfreada, que pode impactar não só o mercado de criptoativos, mas também a estabilidade do mercado financeiro mais amplo.

O uso das criptomoedas no mercado financeiro também tem fomentado o desenvolvimento do conceito de finanças descentralizadas, ou *DeFi* (Decentralized Finance), que busca replicar e expandir as funcionalidades de serviços financeiros tradicionais – como empréstimos, seguros e investimentos – diretamente na blockchain, sem a necessidade de intermediários financeiros convencionais. As plataformas *DeFi* são, geralmente, construídas na blockchain Ethereum e permitem que os usuários realizem transações financeiras com contratos inteligentes, de

maneira autônoma e segura. No entanto, o crescimento do *DeFi* gera novos desafios regulatórios, pois esses serviços estão fora do alcance das normas tradicionais de supervisão financeira e frequentemente operam de forma anônima, o que dificulta a aplicação das normas de compliance e de proteção ao investidor. *DeFi* traz, assim, uma ruptura para o mercado financeiro ao propor uma alternativa sem intermediários, mas impõe considerações importantes sobre segurança e governança.

No Brasil, a participação das criptomoedas no mercado financeiro tem crescido rapidamente, atraindo a atenção dos reguladores e motivando discussões sobre a criação de uma regulamentação apropriada. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem monitorado as operações de criptoativos que se assemelham a valores mobiliários, especialmente no que diz respeito às ofertas de investimentos em criptomoedas, como no caso da Atlas Quantum, onde a CVM interveio devido à promessa de retornos financeiros que caracterizavam um contrato de investimento coletivo. Essas intervenções demonstram a tentativa de alinhar o mercado brasileiro às melhores práticas internacionais de proteção ao investidor, ainda que as criptomoedas não tenham uma regulamentação específica consolidada. Além disso, o Banco Central do Brasil (BACEN) também participa desse processo, especialmente no monitoramento das transações que envolvem moedas estrangeiras e a possível integração de uma moeda digital nacional, que poderia influenciar diretamente o funcionamento do mercado de criptoativos.

Internacionalmente, as metodologias de regulamentação para o funcionamento das criptomoedas no mercado financeiro variam amplamente. Em países como o Japão, a *Financial Services Agency* (FSA) foi uma das primeiras autoridades a regulamentar formalmente as criptomoedas, reconhecendo-as como método de pagamento e impondo requisitos específicos para as *exchanges*, que devem cumprir normas de compliance rigorosas. A Suíça, por outro lado, adotou uma abordagem favorável à inovação, criando um ambiente regulatório flexível que permite o desenvolvimento de projetos de blockchain e de criptomoedas dentro de um quadro jurídico bem definido. Nos Estados Unidos, a SEC e a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) dividem supervisão das atividades com criptomoedas, com a SEC focando nos criptoativos considerados valores mobiliários e a CFTC supervisionando os mercados futuros de Bitcoin. Essa divisão reflete a diversidade de abordagens regulatórias para o mercado de criptomoedas, que continuam a se ajustar

para equilibrar a inovação com a necessidade de estabilidade e segurança no sistema financeiro.

Assim, o funcionamento das criptomoedas no mercado financeiro tem redefinido as bases das transações econômicas e a própria noção de investimento. Contudo, os riscos associados a esse mercado demandam que reguladores, legisladores e instituições financeiras trabalhem conjuntamente para desenvolver um arcabouço regulatório que mitigue os riscos de volatilidade, manipulação e fraude, sem sufocar o potencial inovador das criptomoedas. Esse equilíbrio é essencial para que o mercado de criptoativos se consolide de maneira segura e sustentável, promovendo a confiança dos investidores e a adaptação dos sistemas financeiros à realidade digital descentralizada.

2 O ARCABOUÇO REGULATÓRIO DOS VALORES MOBILIÁRIOS E AS CRIPTOMOEDA

Após compreender as origens, as características técnicas e os desafios jurídicos das criptomoedas, este capítulo aprofundará o estudo sobre o arcabouço regulatório aplicável aos valores mobiliários, abordando como as criptomoedas são, ou podem vir a ser inseridas nesse regime regulatório tradicional. Inicialmente, será analisada a regulação existente dos valores mobiliários no Brasil e em jurisdições internacionais selecionadas, explorando como diferentes autoridades reguladoras têm lidado com a complexidade dos ativos digitais. Na sequência, será discutida especificamente a adequação das criptomoedas às normas vigentes sobre valores mobiliários, considerando decisões jurisprudenciais relevantes, posições adotadas por órgãos reguladores e doutrinas especializadas. Por fim, serão destacadas as principais lacunas e desafios enfrentados pelos reguladores diante da crescente inovação tecnológica e da necessidade de harmonização internacional para a efetiva proteção dos investidores.

2.1 A REGULAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL E NO MUNDO

Os valores mobiliários representam um conjunto importante de instrumentos financeiros que historicamente impulsionaram o desenvolvimento dos mercados de capitais ao redor do mundo. Sua regulação é construída com base em pilares sólidos de segurança jurídica, transparência, proteção ao investidor e mitigação dos riscos sistêmicos, conforme destacado amplamente por Maria do Carmo Garcez Ghirardi

(2020). No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei nº 6.385/76, é o órgão responsável por fiscalizar, normatizar e promover o desenvolvimento ordenado do mercado de capitais, zelando pela aplicação das normas pertinentes ao setor. Seu objetivo central é proteger os investidores, especialmente por meio de requisitos rigorosos de divulgação de informações e controle sobre ofertas públicas de valores mobiliários, conforme enfatizado pela revista do banco central do Brasil.

Em âmbito internacional, a *Securities and Exchange Commission (SEC)*, nos Estados Unidos, tem desempenhado papel fundamental no desenvolvimento dos padrões regulatórios aplicáveis ao mercado financeiro global. Desde sua criação em 1934, após a crise econômica de 1929, a SEC estabeleceu padrões rigorosos de transparência e prestação de informações que influenciaram profundamente outras jurisdições. Especificamente em relação às criptomoedas, a SEC passou a utilizar critérios objetivos como o teste de *Howey*, já mencionado anteriormente, para avaliar se um ativo digital deve ou não ser tratado como valor mobiliário. Essa metodologia, desenvolvida a partir do caso *SEC. Howey (1946)*, tem sido utilizada extensivamente para determinar a aplicabilidade das normas de valores mobiliários às criptomoedas e a outros ativos digitais, criando uma jurisprudência sólida e amplamente reconhecida internacionalmente.

Na Europa, a União Europeia também adotou uma postura cautelosa e proativa em relação à regulação das criptomoedas, implementando diretivas e regulamentos que buscam harmonizar o tratamento regulatório em todos os seus estados-membros. A diretiva *MiCA (Markets in Crypto-assets)*, por exemplo, representa uma tentativa abrangente e inovadora de regular criptoativos dentro do mercado europeu, abordando desde requisitos de transparência e compliance até normas específicas para *stablecoins* e *exchanges*. Tais iniciativas demonstram uma tendência global de adaptação regulatória, buscando equilibrar inovação e segurança jurídica, protegendo investidores e mercados.

Diante desse panorama regulatório, fica evidente a importância de compreender como as normas tradicionais que regem os valores mobiliários têm sido reinterpretadas e adaptadas para englobar criptoativos, considerando suas características próprias, como descentralização e volatilidade. Essa necessidade decorre da complexidade inerente às criptomoedas, especialmente quando essas envolvem elementos típicos de contratos de investimento coletivo, como expectativa

de lucro baseada no esforço de terceiros. A CVM, no Brasil, também já reconheceu implicitamente essa necessidade ao se pronunciar sobre casos específicos, como Atlas Quantum, onde ficou clara a caracterização de certos criptoativos como valores mobiliários sujeitos às regras do mercado financeiro tradicional.

Portanto, ao tratar das regulações nacionais e internacionais aplicáveis aos valores mobiliários, é possível perceber um movimento crescente e inevitável de incorporação das criptomoedas nesse sistema jurídico consolidado. Entretanto, esse processo de adequação é desafiado constantemente pela inovação tecnológica e pela natureza única dos ativos digitais, o que gera contínuos ajustes nas interpretações regulatórias e na jurisprudência dos órgãos responsáveis pela supervisão do mercado financeiro.

É justamente a partir dessa dinâmica complexa e em constante evolução que será discutido, a seguir, o posicionamento específico das criptomoedas dentro do contexto regulatório dos valores mobiliários, investigando como diferentes jurisdições têm enfrentado e respondido aos desafios colocados pela tecnologia blockchain e pelos ativos digitais no mercado de capitais.

2.2 CRIPTOMOEDAS NO CONTEXTO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

A adequação das criptomoedas ao regime jurídico dos valores mobiliários constitui um dos desafios regulatórios mais relevantes no mercado financeiro contemporâneo. Essa adequação é complexa, uma vez que os valores mobiliários tradicionalmente regulados apresentam características jurídicas específicas que nem sempre são compatíveis com a natureza descentralizada e digital das criptomoedas (Ghirardi, 2020). Contudo, determinadas criptomoedas, principalmente aquelas ligadas a contratos de investimento coletivo e ofertas públicas de investimento, claramente apresentam características jurídicas semelhantes às de valores mobiliários tradicionais, tornando necessária a intervenção regulatória para proteção dos investidores e manutenção da segurança dos mercados.

A classificação de um ativo como valor mobiliário tem implicações jurídicas importantes, especialmente no tocante à necessidade de registro prévio, transparência das informações, e responsabilidade civil por parte dos emissores e intermediários financeiros. No caso dos criptoativos, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) brasileira já manifestou entendimento alinhado com essa

perspectiva, especialmente no Parecer de Orientação 40 e em casos concretos como o da Atlas Quantum, onde houve emissão de *tokens* digitais acompanhada de promessas explícitas de retorno financeiro (MORAES (2021). Nessas situações, a CVM aplicou claramente critérios semelhantes ao “teste de *Howey*” da SEC (Estados Unidos), que avalia se determinado investimento apresenta expectativa de lucros derivada substancialmente dos esforços de terceiros. Essa abordagem da CVM reflete uma postura cautelosa e preventiva para proteger o investidor contra fraudes e abusos.

Nos Estados Unidos, a SEC consolidou jurisprudência relevante a respeito dessa classificação jurídica das criptomoedas. Desde o emblemático relatório *DAO (Decentralized Autonomous Organization)* em 2017, a SEC passou a adotar consistentemente o teste de *Howey* para identificar quando criptoativos configuram contratos de investimento. O relatório *DAO* é especialmente relevante, pois indicou claramente que uma oferta inicial de criptomoedas (*ICO*) pode ser equiparada a um contrato de investimento coletivo quando existe uma promessa de retorno financeiro decorrente de esforço alheio (Ghirardi, 2020). Essa interpretação gerou um padrão regulatório internacional seguido por outros países, influenciando diretamente o entendimento das criptomoedas como valores mobiliários em contextos semelhantes ao norte-americano.

Por outro lado, na União Europeia, a proposta regulatória *MiCA (Markets in Crypto-assets)*, que visa criar uma regulamentação uniforme para o mercado europeu, optou por classificar os criptoativos de forma abrangente e específica, distinguindo claramente os ativos digitais entre aqueles considerados valores mobiliários e aqueles que funcionam predominantemente como meios de pagamento ou ativos digitais. A *MiCA* cria categorias específicas para diferentes tipos de criptoativos, permitindo uma regulação mais flexível, baseada em suas características intrínsecas, funcionalidades, e expectativas econômicas (Moraes, 2022). Essa abordagem oferece um exemplo de tentativa regulatória abrangente e específica, buscando equilibrar o estímulo à inovação com a segurança necessária para o investidor.

No contexto brasileiro, embora o Poder Judiciário ainda não tenha uma jurisprudência consolidada sobre criptomoedas como valores mobiliários, já há decisões importantes que indicam como os tribunais têm interpretado as especificidades desses ativos digitais. Em casos envolvendo *exchanges*, como o julgamento do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) em relação ao Mercado

Bitcoin, a aplicação de normas gerais de proteção ao consumidor vem preenchendo parcialmente lacunas regulatórias, evidenciando que o Judiciário tem buscado uma aproximação com as normas tradicionais, mesmo em ausência de uma regulamentação específica. Tal decisão sugere que, além de normas específicas para valores mobiliários, outras esferas jurídicas também exercem papel complementar na proteção dos investidores em criptomoedas.

Diante disso, observa-se que, apesar de divergências na forma como diferentes jurisdições têm interpretado a classificação jurídica das criptomoedas, há uma tendência global de enquadrá-las, ao menos parcialmente, sob a égide das normas reguladoras dos valores mobiliários, especialmente quando há características econômicas claras que evidenciam uma expectativa de lucro a partir de esforços alheios. Essa tendência reflete a necessidade de adaptação contínua dos conceitos tradicionais do direito aos desafios impostos pela inovação tecnológica financeira.

O cenário atual demonstra claramente que as criptomoedas devem ser analisadas individualmente, com base em suas funcionalidades e características específicas, pois não é possível generalizar uma única classificação jurídica para todos os criptoativos. Essa complexidade técnica e jurídica demanda critérios regulatórios claros e objetivos, capazes de identificar e distinguir quais ativos digitais devem se submeter ao regime de valores mobiliários, garantindo segurança jurídica e evitando a criação de barreiras desnecessárias à inovação tecnológica.

2.3 DESAFIOS E LACUNAS NA REGULAÇÃO DE CRIPTOMOEDAS

Apesar dos esforços já realizados pelas autoridades regulatórias nacionais e internacionais para incluir criptomoedas no arcabouço jurídico dos valores mobiliários, permanecem diversos desafios e lacunas que ainda dificultam a construção de um cenário regulatório efetivo e seguro. Esses desafios têm suas raízes principalmente na complexidade técnica das criptomoedas, na velocidade de sua inovação tecnológica e na ausência de harmonização internacional das normas aplicáveis.

Um dos principais desafios regulatórios é a natureza descentralizada das criptomoedas. Ao contrário dos ativos tradicionais regulados pelas autoridades financeiras, como ações e debêntures, grande parte das criptomoedas não possui um ente emissor centralizado que possa ser claramente responsabilizado por eventuais fraudes, abusos ou manipulações. Essa ausência de uma figura centralizada dificulta

a aplicação das normas jurídicas convencionais, baseadas essencialmente na responsabilidade clara de emissores e intermediários financeiros (Couto, 2023). Tal característica implica diretamente na dificuldade de aplicação do tradicional conceito de responsabilidade civil e administrativa, complicando ainda mais a proteção eficaz dos investidores.

Outro desafio relevante é a alta volatilidade das criptomoedas, que cria sérias dificuldades regulatórias. Diferentemente dos ativos tradicionais, onde a volatilidade é controlada parcialmente por mecanismos regulatórios, os criptoativos são frequentemente sujeitos a oscilações abruptas e intensas de preços. Como enfatiza (Melo 2022), essa volatilidade extrema exige dos órgãos reguladores a criação de mecanismos específicos de proteção ao investidor, bem como o estabelecimento de critérios mais rígidos de transparência para ofertas públicas iniciais (*ICOs*) e negociações em *exchanges*. Contudo, em um cenário de alta especulação, qualquer tentativa regulatória muito rigorosa pode inibir o crescimento desse mercado inovador, criando uma tensão constante entre regulação e inovação.

Adicionalmente, a dificuldade de harmonização internacional representa outro entrave importante à regulação efetiva das criptomoedas. As diferentes abordagens adotadas pelas jurisdições em todo o mundo têm criado um cenário fragmentado, onde investidores e empresas enfrentam insegurança jurídica ao operarem internacionalmente. Por exemplo, enquanto os EUA adotam uma regulação rigorosa baseada no teste de *Howey*, a Suíça e o Japão preferem um tratamento mais flexível e amigável à inovação (Morais, (2022)). Essa discrepância gera oportunidades para arbitragem regulatória, onde empresas optam por operar em jurisdições com menor nível de exigências regulatórias, potencialmente expondo investidores a riscos adicionais e dificultando o controle global sobre o mercado financeiro digital.

Também merece destaque o desafio da governança e responsabilidade nas plataformas *DeFi* (*Finanças Descentralizadas*). Plataformas *DeFi*, como Uniswap, Compound ou Aave, operam sem intermediários financeiros tradicionais, criando um ambiente onde a responsabilidade jurídica por prejuízos financeiros é difusa e complexa. Não há, na maioria dos casos, uma entidade jurídica claramente identificável que possa ser responsabilizada em caso de fraude, perdas significativas ou problemas técnicos (MORAES (2021)). Isso representa uma lacuna importante, já que as plataformas *DeFi* têm atraído volumes financeiros crescentes, com investidores assumindo riscos frequentemente desconhecidos ou mal compreendidos.

No contexto brasileiro, uma das principais lacunas na regulação das criptomoedas é a ausência de legislação específica consolidada que regule expressamente *exchanges* e *ICOs*. Embora a CVM tenha manifestado entendimentos por meio de pareceres orientativos, tais pronunciamentos ainda não têm força de lei abrangente. A ausência de legislação específica gera incertezas sobre aspectos essenciais como tributação, responsabilidade civil e a própria definição jurídica de criptoativos. O Judiciário tem buscado preencher essas lacunas, utilizando normas gerais como o Código de Defesa do Consumidor em casos envolvendo *exchanges*, como já mencionado no caso Mercado Bitcoin julgado pelo TJSP. No entanto, esses julgamentos pontuais ainda não garantem uniformidade ou previsibilidade jurídica para investidores e empresas que atuam no setor (Ghirardi, 2020).

Finalmente, o desafio regulatório também envolve questões relacionadas à proteção da privacidade versus segurança financeira. A criptografia avançada que protege as transações com criptomoedas pode dificultar o rastreamento e a supervisão por autoridades, facilitando seu uso para fins ilícitos, como lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo. Órgãos internacionais como a *Financial Action Task Force (FATF)* têm exigido padrões rigorosos para monitorar essas transações, criando tensões com a privacidade dos usuários e levantando debates éticos e jurídicos importantes (Ghirardi, 2020).

Esses desafios e lacunas demonstram claramente que a regulação das criptomoedas como valores mobiliários não é uma tarefa simples. A complexidade técnica, a ausência de uniformidade internacional e as características únicas das criptomoedas exigem dos reguladores e legisladores um esforço contínuo e adaptativo para desenvolver regras que sejam eficazes, flexíveis e proporcionais aos riscos envolvidos. Em vista disso, o próximo capítulo abordará os impactos práticos dessa regulação no mercado de capitais, analisando como esses desafios podem ser enfrentados e quais perspectivas futuras podem surgir diante da evolução contínua das criptomoedas e da tecnologia blockchain.

3 IMPACTOS E PERSPECTIVAS DA REGULAÇÃO DAS CRIPTOMOEDAS

Após analisar as características jurídicas, técnicas e os desafios regulatórios enfrentados pelas criptomoedas, este capítulo discute, de forma profunda e abrangente, os impactos práticos resultantes da inserção desses ativos digitais no

regime jurídico dos valores mobiliários. Primeiramente, será abordada a proteção do investidor, um aspecto essencial das regulações financeiras tradicionais, e como essa questão se desenvolve no contexto específico dos criptoativos. Posteriormente, serão analisados os mecanismos de transparência e fiscalização existentes e necessários nesse mercado, finalizando com as perspectivas futuras diante da crescente importância das criptomoedas no mercado global.

A análise feita até agora deixou claro que as criptomoedas possuem características únicas, como descentralização, volatilidade elevada e natureza digital, que desafiam os paradigmas tradicionais da proteção ao investidor e controle dos mercados financeiros. Essas particularidades exigem a criação de instrumentos jurídicos novos e específicos para garantir efetivamente a segurança dos participantes desse mercado em expansão, além de uma fiscalização eficaz e adaptada às inovações tecnológicas em curso.

3.1 PROTEÇÃO AO INVESTIDOR NO MERCADO DE CRIPTOMOEDAS

A proteção ao investidor configura um pilar essencial em qualquer mercado financeiro bem estruturado. No entanto, quando se trata do mercado de criptomoedas, essa proteção assume desafios próprios, especialmente pela natureza tecnológica e inovadora desse segmento econômico. Tradicionalmente, instrumentos financeiros regulados, como ações e debêntures, possuem um arcabouço normativo robusto e consolidado, com regras claras sobre divulgação de informações, auditorias obrigatórias e responsabilidades civis e administrativas dos emissores e intermediários financeiros (Ghirardi, 2020). Contudo, o mercado de criptoativos frequentemente opera à margem dessas garantias tradicionais, expondo investidores a riscos significativos.

No Brasil, embora ainda não exista uma legislação específica consolidada sobre criptomoedas, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já vem tomando medidas importantes em casos concretos para garantir a proteção dos investidores. Um exemplo emblemático dessa postura regulatória ocorreu no caso "*Atlas Quantum*", no qual a CVM reconheceu claramente que determinados criptoativos ofertados ao público em geral configuravam contratos de investimento coletivo. Nesse contexto, aplicou-se uma lógica similar ao "teste de *Howey*", utilizado pela SEC dos Estados Unidos, exigindo que a oferta pública fosse previamente registrada, garantindo assim

maior transparência e segurança jurídica para os investidores envolvidos (MORAES 2021).

A abordagem adotada pela CVM no Brasil encontra respaldo em jurisprudências internacionais relevantes. Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* assumiu uma postura regulatória pró-ativa e rigorosa em relação às criptomoedas, especialmente em casos envolvendo *ICOs* fraudulentas ou ofertas públicas não autorizadas. O relatório DAO de 2017, já citado anteriormente, tornou-se um marco importante para a proteção de investidores no mercado de criptoativos, pois a SEC classificou claramente os tokens ofertados como valores mobiliários, impondo às ofertas públicas digitais as mesmas exigências aplicáveis às ofertas tradicionais (Ghirardi, 2020)

Além disso, um caso emblemático no contexto norte-americano foi o da empresa Ripple Labs, responsável pela criptomoeda XRP, onde a SEC iniciou um processo judicial em 2020 alegando que a empresa teria realizado uma oferta pública ilegal de valores mobiliários ao vender tokens sem o devido registro prévio. Essa disputa judicial se tornou um importante precedente regulatório global, evidenciando a preocupação das autoridades reguladoras com a garantia da proteção ao investidor em criptomoedas, independentemente da complexidade técnica ou inovação envolvida nesses ativos digitais (Moraes, 2022)

Na Europa, a proposta regulatória *MiCA (Markets in Crypto-assets)* destaca-se pela criação de regras específicas para proteção dos investidores em criptomoedas, exigindo a divulgação rigorosa e detalhada de informações prévias sobre *ICOs* e outros investimentos digitais. Essa regulamentação visa mitigar riscos substanciais que surgiram no mercado de criptomoedas europeu, especialmente após casos de fraudes que geraram grandes perdas financeiras para investidores não qualificados ou mal informados. Tal abordagem representa um avanço importante, pois cria condições mais favoráveis para o amadurecimento desse mercado, sem sufocar a inovação tecnológica que o sustenta (Ghirardi, 2020).

No Brasil, o Poder Judiciário também tem buscado ativamente proteger investidores em criptomoedas, especialmente diante da ausência de regulamentação específica e de abusos cometidos por *exchanges* e plataformas digitais de negociação. Uma jurisprudência importante surgiu no Tribunal de Justiça de São Paulo, no julgamento do já mencionado caso "Mercado Bitcoin", no qual foi aplicado

o Código de Defesa do Consumidor (CDC) para responsabilizar a *exchange* por prejuízos causados aos investidores devido a problemas técnicos e operacionais. Essa decisão reflete um entendimento inovador do Judiciário brasileiro, que busca, por meio da legislação consumerista, oferecer uma proteção imediata aos investidores enquanto normas regulatórias específicas ainda não são implementadas plenamente (MORAES 2021).

Contudo, é preciso considerar que, apesar das medidas já adotadas, o mercado de criptomoedas ainda apresenta desafios importantes à proteção eficaz dos investidores. A alta volatilidade, a descentralização das plataformas digitais e a rápida inovação tecnológica exigem que a proteção ao investidor seja dinâmica e constantemente revisada. Além disso, é fundamental que as autoridades reguladoras consigam desenvolver estratégias específicas de comunicação e educação financeira para os investidores interessados em criptoativos, evitando investimentos motivados exclusivamente por especulação ou desconhecimento dos riscos envolvidos.

Por fim, é importante destacar que a proteção do investidor não deve ser vista apenas sob uma perspectiva defensiva. Ao contrário, a criação de um ambiente regulatório transparente, previsível e bem estruturado não apenas protege investidores, mas também pode incentivar maior participação institucional nesse mercado emergente, impulsionando o crescimento econômico sustentável do setor das criptomoedas. É justamente nesse contexto de desafios e oportunidades que o próximo subcapítulo analisará com profundidade os aspectos ligados à transparência e fiscalização, fundamentais para uma efetiva regulação do mercado de criptomoedas.

3.2 TRANSPARÊNCIA E FISCALIZAÇÃO NO MERCADO DE CRIPTOMOEDAS

A transparência e a fiscalização são elementos indispensáveis à segurança jurídica e à confiança dos investidores, especialmente em mercados complexos como o das criptomoedas. As peculiaridades tecnológicas das criptomoedas, entretanto, apresentam desafios adicionais à implementação desses princípios essenciais. A necessidade de assegurar um ambiente transparente decorre principalmente da vulnerabilidade dos investidores às fraudes, manipulações e crimes financeiros, amplificados pela natureza descentralizada das criptomoedas e pela facilidade de circulação global dos ativos digitais (Ghirardi, 2020).

No Brasil, apesar da ausência de uma regulamentação abrangente específica para criptomoedas, medidas importantes foram tomadas por autoridades reguladoras para aumentar a transparência e possibilitar uma fiscalização mais eficiente. Destaca-se novamente a Instrução Normativa RFB nº 1.888/2019, da Receita Federal, que impôs obrigações para *exchanges* reportarem mensalmente operações acima de determinados limites financeiros. Essa medida visou combater a evasão fiscal e a lavagem de dinheiro, representando um passo inicial e significativo rumo à maior transparência das transações com criptomoedas no país (MORAES 2021).

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem utilizado suas competências administrativas em decisões pontuais, exigindo divulgação de informações claras e detalhadas nas ofertas públicas iniciais (ICOs) identificadas como contratos de investimento coletivo como apresenta em seu texto Fábio Morais “A regulação de criptomoedas como instrumento de prevenção à lavagem de dinheiro”. Jurisprudência administrativa como no caso Atlas Quantum reforçou a necessidade de registro prévio, divulgando publicamente informações essenciais para assegurar maior transparência aos investidores envolvidos nessas operações financeiras digitais (Morais, 2022).

No contexto internacional, as iniciativas de transparência e fiscalização são ainda mais amplas e significativas. A *Financial Action Task Force (FATF)*, entidade global que combate crimes financeiros, recomendou fortemente a adoção global do padrão denominado “*Travel Rule*”, que exige que *exchanges* e provedores de serviços financeiros registrem e compartilhem informações detalhadas dos envolvidos nas transações financeiras acima de determinados valores. Países como Estados Unidos, Japão e União Europeia já têm adotado essas recomendações, estabelecendo padrões elevados de compliance e transparência obrigatória no mercado de criptoativos.

O maior desafio, contudo, reside nas plataformas descentralizadas (*DeFi*), cujas operações frequentemente ocorrem sem intermediários identificáveis, tornando-se um ponto crítico de debate regulatório. A SEC americana, em decisões recentes como as envolvendo a Uniswap Labs, sinalizou a necessidade urgente de desenvolver mecanismos mais robustos para garantir transparência nas operações de *DeFi*, demonstrando preocupações específicas quanto à governança, proteção dos investidores e riscos sistêmicos inerentes a essas plataformas inovadoras (Ghirardi, 2020).

Nesse cenário, observa-se claramente que a transparência e fiscalização eficazes exigirão não apenas cooperação internacional reforçada, mas também uma inovação tecnológica regulatória capaz de acompanhar as transformações constantes do mercado de criptomoedas. A integração de tecnologias de monitoramento avançadas, aliadas à legislação rigorosa, porém flexível, é fundamental para garantir a segurança necessária aos investidores e a estabilidade do mercado financeiro global.

3.3 O FUTURO DAS CRIPTOMOEDAS E A REGULAÇÃO GLOBAL

Ao considerar o futuro das criptomoedas, é necessário entender que a evolução da regulamentação global desse mercado será determinante para seu desenvolvimento sustentável. O caminho regulatório percorrido até aqui mostrou claramente como mostra Ghirardi em sua obra “Criptomoedas: Aspectos Jurídicos” que, embora as criptomoedas tenham surgido como um desafio às instituições financeiras tradicionais, elas estão sendo gradualmente incorporadas aos sistemas financeiros convencionais através de abordagens regulatórias variadas, mas complementares.

Uma tendência já evidente é o fortalecimento dos esforços internacionais para harmonização regulatória. A proposta regulatória *MiCA (Markets in Crypto-assets)* da União Europeia simboliza um avanço expressivo nesse sentido, oferecendo um modelo abrangente e flexível de regulamentação para criptoativos, definindo categorias claras, como ativos digitais, stablecoins e tokens de investimento. A implementação bem-sucedida da *MiCA* poderia servir como um modelo para outras jurisdições, oferecendo previsibilidade jurídica que beneficia tanto investidores quanto desenvolvedores de novas tecnologias financeiras (Moraes, 2022).

Nos Estados Unidos, a SEC já sinalizou claramente sua intenção de continuar aplicando o teste de *Howey* de forma consistente às criptomoedas, fortalecendo a previsibilidade jurídica. Jurisprudências emblemáticas, como o caso Ripple Labs com a criptomoeda XRP, continuarão moldando o futuro da regulamentação dos criptoativos, estabelecendo padrões rigorosos para oferta pública de tokens e enfatizando a necessidade de transparência absoluta nas ofertas públicas digitais. Essa postura americana demonstra a importância atribuída pela SEC ao controle

rigoroso e à proteção dos investidores, sem descuidar do estímulo à inovação responsável.

Outro elemento essencial para o futuro das criptomoedas é o crescente desenvolvimento das moedas digitais de bancos centrais (*Central Bank Digital Currencies – CBDCs*). Países como China (com o Yuan Digital), União Europeia (Euro Digital), e mesmo o Brasil (Real Digital) já avançam rapidamente em suas iniciativas próprias. Como aponta Moraes em sua obra “Bitcoin e Lavagem de Dinheiro” essas moedas digitais oficiais têm potencial para conviverem com criptomoedas privadas, criando um ecossistema híbrido em que ativos regulados e não regulados interagem em um mercado financeiro cada vez mais diversificado e digitalizado.

No cenário jurídico brasileiro, decisões como a já mencionada pelo Tribunal de Justiça de São Paulo no caso Mercado Bitcoin indicam que o Judiciário tem desempenhado papel relevante ao preencher lacunas regulatórias através da aplicação de princípios gerais de proteção ao consumidor. É provável que, futuramente, essas decisões estimulem a criação de um marco regulatório abrangente e específico sobre criptomoedas, fortalecendo a confiança dos investidores brasileiros e internacionais no mercado local.

Finalmente, é essencial notar que o futuro das criptomoedas depende significativamente da capacidade dos reguladores de manter um equilíbrio delicado entre inovação e segurança jurídica. Uma regulamentação muito restritiva pode desencorajar inovações tecnológicas e reduzir a competitividade financeira global. Por outro lado, a ausência de uma regulação sólida pode expor os mercados a instabilidades e riscos inaceitáveis. A solução reside, portanto, em uma cooperação internacional efetiva e na adoção de regras claras, mas flexíveis, capazes de evoluir conforme as inovações tecnológicas emergem.

É nesse contexto de busca por um equilíbrio regulatório que a regulação das criptomoedas deverá evoluir nos próximos anos, oferecendo um ambiente jurídico seguro, transparente e inovador que permita o desenvolvimento saudável e sustentável desse importante segmento econômico global.

CONCLUSÃO

O estudo realizado evidenciou claramente que a adequação das criptomoedas ao regime jurídico dos valores mobiliários é uma questão complexa, que exige uma

profunda reflexão sobre os conceitos tradicionais aplicados ao mercado financeiro. A pesquisa permitiu observar que, embora o fenômeno das criptomoedas tenha trazido inovação financeira e tecnológica expressiva, sua inserção no contexto regulatório tradicional ainda gera desafios significativos tanto no plano nacional quanto internacional.

Primeiramente, constatou-se que a natureza descentralizada, digital e altamente volátil das criptomoedas impõe sérios desafios ao arcabouço regulatório tradicional, criado essencialmente para ativos com emissores centralizados e responsabilidades claramente definidas. As decisões recentes da CVM, especialmente no caso Atlas Quantum, demonstram uma postura cautelosa no Brasil, indicando uma tendência de aplicar critérios semelhantes ao teste de *Howey*, adotado internacionalmente pela SEC, para identificar ativos digitais que constituem contratos de investimento coletivo.

No âmbito internacional, verificou-se que diferentes jurisdições têm adotado abordagens regulatórias variadas, refletindo uma fragmentação ainda existente no tratamento dos criptoativos. Enquanto a SEC nos Estados Unidos mantém critérios rigorosos baseados no teste de *Howey* para classificar determinadas criptomoedas como valores mobiliários, países como Suíça e Japão oferecem abordagens mais flexíveis e amigáveis à inovação tecnológica. Essa falta de harmonização internacional tem gerado oportunidades de arbitragem regulatória e insegurança jurídica para investidores e operadores do mercado, reforçando a necessidade urgente de uma cooperação global efetiva e de maior uniformidade na regulamentação das criptomoedas.

O trabalho também demonstrou que os desafios regulatórios vão além da simples classificação das criptomoedas como valores mobiliários, estendendo-se para aspectos fundamentais como a proteção ao investidor, transparência e fiscalização efetiva das transações. Os exemplos mencionados ao longo deste estudo, como o caso da Atlas Quantum no Brasil e os casos Ripple Labs e DAO nos Estados Unidos, ilustram como as intervenções regulatórias têm sido essenciais para garantir a proteção mínima necessária aos investidores. No entanto, apesar dessas ações pontuais, ainda persistem lacunas regulatórias importantes que deixam os investidores vulneráveis a práticas abusivas e fraudes.

A necessidade de proteger o investidor e assegurar transparência eficaz levou à criação de medidas regulatórias concretas, tais como o regulamento europeu *MiCA*

e a aplicação da “*Travel Rule*” pela *FATF*, demonstrando que há esforços claros de harmonização regulatória em âmbito internacional. Essas iniciativas contribuem significativamente para um ambiente de negócios mais seguro e transparente, estimulando maior confiança entre investidores institucionais e varejistas, e permitindo uma participação mais ampla e estruturada no mercado de criptomoedas.

Por outro lado, ficou evidente que o equilíbrio regulatório permanece um objetivo crucial para o desenvolvimento saudável do mercado global de criptomoedas. Uma regulação excessivamente rigorosa corre o risco de sufocar o potencial inovador dessas tecnologias, afastando investimentos e inibindo a criação de novas soluções financeiras descentralizadas (*DeFi*). Por outro lado, uma ausência completa ou parcial de regulação aumenta significativamente os riscos de fraudes, manipulações e crises sistêmicas, comprometendo a estabilidade financeira global e reduzindo a confiança dos investidores.

Dessa forma, a regulação futura deverá buscar um equilíbrio inteligente, estabelecendo regras claras, porém flexíveis, capazes de acompanhar as transformações tecnológicas contínuas e promover um ambiente econômico seguro e propício à inovação. É evidente que o Judiciário desempenhará papel importante nesse processo, especialmente em contextos em que ainda não existe legislação específica consolidada, como demonstrado em decisões recentes dos tribunais brasileiros.

Conclui-se, portanto, que o futuro da regulação das criptomoedas passa, inevitavelmente, por uma construção jurídica dinâmica e adaptativa, baseada em cooperação internacional reforçada, jurisprudências sólidas, e em princípios fundamentais de segurança jurídica e transparência. O grande desafio será estabelecer um arcabouço regulatório que assegure proteção efetiva dos investidores sem desestimular o potencial disruptivo que caracteriza as criptomoedas, permitindo que inovação e segurança coexistam e se reforcem mutuamente.

Por fim, este trabalho buscou contribuir para o avanço dessa importante discussão acadêmica e prática, reconhecendo que o caminho regulatório das criptomoedas será marcado por desafios constantes, mas também por inúmeras oportunidades para o desenvolvimento de um mercado financeiro global mais transparente, seguro e inovador.

REFERÊNCIAS

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: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 01 abr. 2025.

BRASIL. Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022. Dispõe sobre diretrizes para a prestação de serviços de ativos virtuais. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2023-2026/2022/Lei/L14478.htm. Acesso em: 01 abr. 2025.

BRASIL. Receita Federal. Instrução Normativa RFB nº 1.888, de 3 de maio de 2019. Dispõe sobre a obrigatoriedade de prestação de informações relativas às operações realizadas com criptoativos. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-n-1.888-de-3-de-maio-de-2019-97256282>. Acesso em: 01 abr. 2025.

GARCÊZ GHIRARDI, Maria do Carmo. Criptomoedas: Aspectos Jurídicos. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020.

MORAES, Felipe Américo. Bitcoin e Lavagem de Dinheiro: Quando uma transação configura crime. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2021.

MORAIS, Fábio Luiz de; FALCÃO, Rondinelli Melo Alcântara. A regulação de criptomoedas como instrumento de prevenção à lavagem de dinheiro. Cadernos Técnicos da CGU, v. 3, p. 110-134, nov. 2022. Disponível em: https://revista.cgu.gov.br/Cadernos_CGU/article/view/607. Acesso em: 01 abr. 2025.

COUTO, Renan do Nascimento. Tributação das criptomoedas: a influência do direito monetário para uma tributação além do Imposto de Renda por ganho de capital. Rio de Janeiro: Casa do Direito, 2023.

REVISTA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Moedas virtuais no Brasil: como enquadrar as criptomoedas. Brasília, v. 11, n. 2, 2017. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/download/26/A9%20V.11%20-%20N.2>. Acesso em: 01 abr. 2025.

RIBEIRO, Aureo. Projeto de Lei nº 4.401/2021. Dispõe sobre diretrizes para a prestação de serviços de ativos virtuais. Câmara dos Deputados. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=229096>. Acesso em: 01 abr. 2025.