

As Atividades “Bancárias” das Empresas de Criptoativos¹

Por Eduardo Salomão Neto, bacharel, doutor e livre docente da Universidade de São Paulo, sócio de Levy & Salomão – Advogados

Introdução

Em que medida as atividades das instituições financeiras tradicionais podem ser adotadas e desenvolvidas por empresas que se dedicam a intermediação de criptoativos. Começaremos por determinar quais são os criptoativos, qual a lógica de seu funcionamento, para em seguida descrever as empresas que lidam com eles. Finalmente, discutiremos a licitude de uso de criptoativos por essas empresas em três operações tipicamente bancárias: intermediações de ofertas de valores mobiliários, operações cambiais e operações de crédito.

O Que São Criptoativos?

O conhecimento comum sobre os criptoativos veio através das chamadas criptomoedas. Mas de fato constituem elas apenas uma das formas de criptoativos, e talvez nem mesmo a mais promissora. A riqueza do assunto pode estar na infraestrutura usada para seu registro, a *blockchain*, que se presta a circulação e registro seguros de informações, sem dependência de servidor centralizado e de seus riscos. Por causa disso, esta explicação deve começar pelos tipos de criptoativos, e abordar também sua infraestrutura tecnológica. A partir daí, surgem várias possibilidades de seu uso, sendo que nos ocuparemos aqui daquelas no mercado de serviços normalmente oferecidos pelos bancos.

Os criptoativos são estruturalmente notações digitais feitas em um controle eletrônico descentralizado, ou seja, informações replicadas em múltiplos terminais conectados em uma mesma rede. Essa rede multiplicadora decorre da chamada tecnologia do livro razão distribuído (em inglês *Distributed Ledger Technology* ou *DLT*, termo de que nos valeremos neste texto). Por trás do anglicismo, uma funcionalidade específica decorre do livro descentralizado, a visualização de transações feitas em um registro em todos os

¹ Este trabalho foi originalmente preparado a pedido do prezado colega de profissão Dr. Luiz Fernando Kuyven para integrar livro ainda inédito comemorativo de 90 anos de Professor Modesto Carvalhosa, a cujas obra docente na área do Direito Comercial o autor renova a homenagem.

pontos ligados à mesma rede. Isso se obtém através de infraestruturas e programas de que a rede é dotada.

A tecnologia DLT aplica-se aos criptoativos, registrando a obtenção e transferência deles em blocos distintos de transações. Os blocos se seguem uns aos outros e precisam ser ativados pela solução de problemas, com uso de recursos computacionais. A essa ativação denomina-se “minerar” o bloco. O minerador de um bloco, ao ativá-lo para receber registros de transações, permite que transações de terceiros estranhos a ele que estavam em uma fila de espera (chamada *mempool*) sejam incluídas no bloco e o registro delas distribuído aos usuários do bloco.² Por seu lado, o minerador ganha criptoativos como uma espécie de comissão pela sua atividade de mineração e ativação de um bloco.

Esse mecanismo de publicação de transações em bloco faz com que essa tecnologia DLT seja frequentemente denominada de tecnologia *blockchain*.³

Mais importante ainda do que a estrutura técnica para entender os criptoativos é listar as três finalidades básicas para as quais podem ser emitidos:

- i) servir como meio de troca, como o *bitcoin* e o *tether*, caso em que são designados de criptomoedas, sendo esta a mais conhecida, e seminal, categoria de criptoativos;
- ii) representar direito a bens ou serviços exigíveis, devidos por parte que emitiu ou participou da emissão de instrumento, caso em que designados *tokens* de utilidade; e
- iii) representar investimento em valores mobiliários, caso em que designados *tokens* de investimento.

No primeiro caso, estamos em presença das chamadas criptomoedas. A designação é imprópria, por faltar a elas o curso forçado que caracteriza a verdadeira moeda.⁴ São sim, e apenas, meios de troca com aceitação convencional, ou seja, aceitação que precisa ser pactuada a cada transação. Portanto, nenhuma obrigação há de sua aceitação. As

² Note-se que juridicamente entre comprador e vendedor o negócio de compra e venda de criptomoedas tipicamente já aconteceu antes da criação do bloco, a qual representa a publicidade da transação para terceiros. Portanto, entre comprador e vendedor do ativo digital já houve antes transação válida e criadora de direitos, a qual pode mesmo ter sido secundada por pagamento. O que não terá acontecido será simplesmente a entrega do bem vendido, a criptomoeda, essa sim dependente da inclusão em um bloco da *blockchain*.

³ CVM - Workshop Regulação do Mercado de Capitais e Financeiro. Blockchain e o Mercado Financeiro e de Capitais: Riscos, Regulação e Sandboxing. Por: Marcus Vinicius Cardoso Barbosa. 2019. p. 7.

⁴ Veja-se a constatação dessa característica, por exemplo, na doutrina clássica de F. A. Mann: *It is suggested that, in law, the quality of money is to be attributed to all chattels which, issued by the authority of the law and denominated with reference to a unit of account, are meant to serve as universal means of payment in the State of issue.* (F. A. Mann, *The Legal Aspect of Money*, 5. ed., Oxford, Clarendon Press, 1992, p. 8).

criptomoedas podem ter emissão descentralizada, ou centralizada. A emissão descentralizada é a forma tradicional, e exemplo dela é a emissão de *bitcoins* na *blockchain* por processo teoricamente acessível a qualquer um, segundo regras de aplicação geral, sem autoridade que centralize o processo. Já a emissão centralizada se dá mais frequentemente em relação às chamadas *stablecoins*, cujo criador as coloca no mercado, tipicamente de forma onerosa, prometendo sua conversão para a moeda estatal à qual esteja vinculada, a pedido do usuário.⁵

Já no segundo caso, estamos em presença dos chamados *tokens* de utilidade. Eles são tipicamente de emissão centralizada, afinal alguém terá de se responsabilizar pela entrega dos bens e serviços adquiridos. Uma modalidade deles são os chamados *tokens* não fungíveis, conhecidos pelo inevitável acrônimo NFT (*non fungible token*), os quais podem dar direito de acesso a, ou titularidade sobre, obras únicas, reais ou virtuais. Obras essas eventualmente, mas não necessariamente, protegidas pelo direito de autor.

E, finalmente, bastante similares aos *tokens* de utilidade na forma, há os *tokens* de investimento. Destinados que são a representar investimentos em valores mobiliários.

Poderíamos nos deter nessas explicações factuais, como parece ser regra em muitos estudos jurídicos dedicados ao tema, em muda admiração e pouca tentativa de explicação. Isso não ajudaria, entretanto, a deslindar a questão objeto deste artigo. Será necessário, sim, estudar sua natureza para o direito. Mas adiaremos isso, para maior clareza, para os tópicos seguintes, quando essa análise seja instrumentalmente necessária.

As Exchanges – Empresas Operadoras de Criptoativos

Atividades - Os criptoativos e sua tecnologia de suporte foram concebidos a partir da crise que abalou mercados mundiais em 2008, causada pelo descontrole no mercado de hipotecas americano. A desconfiança causada por processo que gerou miséria, principalmente em camadas desfavorecidas da sociedade, criou ânsia libertária em relação ao jugo estatal e de intermediários financeiros. Afinal, na visão corrente os governos do mundo pouco ou nada tinha feito para prevenir a crise, e os intermediários a

⁵ Mas essa proposta de conversão encontra eventualmente problemas e contestações judiciais, por exemplo no caso mais conhecido da *tether*, devido a critérios obscuros na formação do lastro em moeda estatal, bem como em virtude de condições contratuais que tornavam incerta a conversão. Veja-se <https://www.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.nysd.524076/gov.uscourts.nysd.524076.1.0.pdf> e <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=232df11a-ea9e-449a-9f1b-3c59ac368571>. Para outras controvérsias envolvendo a criptomoeda, veja-se <https://www.acfcs.org/fincrime-briefing-new-mckinsey-whitepaper-charts-compliance-convergence-tether-hit-with-1-4-trillion-lawsuit-and-more/> e <https://news.bitcoin.com/bitfinex-and-tether-receive-another-class-action-lawsuit-in-us-courts/>. Material acessado em 20 de dezembro de 2021.

havam mesmo provocado.⁶ Os ativos digitais extinguiriam a necessidade de participação governamental, inclusive na emissão de moeda, e também de instituições intermediárias, justamente os agentes que tinham falhado, ou se corrompido, dependendo da fúria do observador.

Passados anos disso, essas tendências, como outras purificadoras antes delas, não se mantiveram. De fato, os agentes estatais hoje cogitam emitir suas próprias moedas digitais com base em DLTs, através de seus bancos centrais.⁷

Quanto aos intermediários financeiros, continuaram a existir mesmo em relação aos criptoativos, pois operar a tecnologia DLT através de acesso direto à rede mundial de computadores não é simples. Além disso, tal acesso depende de senhas, tendo já havido caso de criptoativos perdidos para sempre pelo falecimento de quem tinha conhecimento delas, ou pelo simples esquecimento das senhas aplicáveis.

Surgiram, portanto, empresas especializadas na facilitação do acesso aos criptoativos, operando de início através de criptomoedas. Talvez por razões publicitárias, denominaram-se de início *exchanges*, como se ao invés de intermediários cuja reputação estava abalada pela crise financeira acima, fossem bolsas onde os ativos finais poderiam ser negociados.⁸

Mas pouco importa, sua atividade básica é adquirir ou vender ativos digitais por conta e ordem de clientes, fazendo por eles o trabalho de acesso à *blockchain* e registrando-se em nome deles como detentores dos criptoativos. Como decorrência, terá o investidor em regra mero crédito contra a *exchange*, relativo aos ativos operados em seu benefício, os quais ficam sob a titularidade da *exchange*.

Há também *exchanges* ditas descentralizadas, que operam apenas prestando serviços de interface à *blockchain* para seus clientes, os quais adquirem ou vendem diretamente os ativos.⁹

As *exchanges* centralizadas custodiam, portanto, as criptomoedas adquiridas por conta de seus clientes, o que significa manterem elas os registros daqueles que entregaram os

⁶ Para exposição em formato atraente desta teoria, veja-se o documentário *Trabalho Interno (Inside Job)*, de 2010, disponível em *streaming*.

⁷ Sobre o tema, Luiz Roberto de Assis, *Os Desafios da Moeda Digital Soberana*, <https://www.levysalomao.com.br/publicacoes/artigo/os-desafios-da-moeda-digital-soberana>, acessado em 3 de janeiro de 2022.

⁸ *Exchange* significa bolsa mercantil em inglês, papel que não é típico da *exchange* de criptomoedas.

⁹ Para boa visão geral do tema, veja-se Heloísa Estellita, *Bitcoin e lavagem de dinheiro, uma aproximação*, Portal Jota, 7 de outubro de 2019. A autora indica também a possibilidade de aquisição direta das criptomoedas pelos investidores através de *softwares* que aproximam compradores e vendedores e concluem transações automaticamente quando as esferas de preços coincidem (*smart contracts*). Tais *softwares* seriam entretanto pouco amigáveis para o usuário, representando parte pequena das transações correntes.

ativos para custódia, cuja identidade não aparece diretamente na *blockchain*. As descentralizadas nada custodiam, afinal são simples prestadoras de serviços.

As *exchanges* centralizadas respondem por folgada maioria das transações com criptomoedas pelo público em geral. Para o tema deste trabalho, importa considerar em que medida esse tipo de custódia das *exchanges* centralizadas as equipararia a entidades sujeitas a regime de autorização como instituições financeiras ou intermediários de mercado, seja sob a égide do Banco Central do Brasil, seja sob a égide da Comissão de Valores Mobiliários.

Regulação e Fiscalização como Instituição Financeira? - No Brasil as instituições financeiras se colocam sob a autoridade regulatória do Conselho Monetário Nacional, e sob a fiscalização do Banco Central do Brasil, o qual também autoriza seu funcionamento (artigos 4º e 10 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964). Essas competências se referem unicamente a instituições financeiras.

A Lei nº 4.595/1964 assim define as instituições financeiras:

Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.

Já o artigo 18 da Lei nº 4.595/1964 subordina o funcionamento de instituições assim definidas a autorização do Banco Central do Brasil.

Por essa definição tomada em sua literalidade, as *exchanges* seriam instituições financeiras, porque lidam com recursos financeiros, que recebem dos clientes e aplicam na compra de criptoativos, exercendo intermediação. Mas essa seria uma conclusão míope, porque a jurisprudência já há tempos entende que para esse enquadramento se exige cumulativamente a coleta do público e aplicação, sob a forma de mútuo, como fazem os bancos.¹⁰ O que as *exchanges* não fazem. E trata-se de jurisprudência correta,

¹⁰ *Habeas corpus* nº 96.03.046651-4-SP, do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Nela, voto vencedor de Newton de Lucca: *Outro elemento intrínseco da atividade de instituição financeira é que ela não capta recursos de terceiros para si e sim para repassá-los a todos os seus clientes que desejam ou necessitam de crédito. Tomar recursos de terceiros, embora seja próprio de instituição financeira, não é privativo dela. Quando o empresário necessita de recursos de médio e longo prazos, dificilmente ele os obtém junto às instituições financeiras. Os Bancos captam recursos de curto prazo e, por isso mesmo, trabalham essencialmente com empréstimos de curto prazo. Seja por essa circunstância, seja porque o crédito bancário disponível é sempre insuficiente para a demanda de crédito, seja, ainda, pelo quase sempre*

dada a ubiquidade de tomadas ou concessões de recursos entre pessoas físicas e jurídicas na sociedade. Absurdo seria que quem capta recursos por empréstimo de amigo, familiar ou mesmo instituição financeira se tornasse igualmente obrigado a buscar licença própria como instituição financeira. Ou igualmente absurdo que quem aplica dinheiro ganho com trabalho ou mesmo outros investimentos fosse sujeito a tal equiparação.

É verdade que o mesmo dispositivo acima considera ainda atividade privativa a *custódia de valor de propriedade de terceiros*. Mas isso não pode se aplicar a criptoativos detidos por *exchanges*.

Isso porque a propriedade dos criptoativos é da própria *exchange*, por ser ela que acessa e se registra na *blockchain*, restando a seus clientes mero direito de crédito contra a própria *exchange*. Portanto, não fica preenchida a exigência do artigo 17 da Lei nº 4.595/1964 de que os bens custodiados sejam de propriedade de terceiros. Aliás, nem poderia ser diferente, bens fungíveis como criptoativos podem ser substituídos por outros de mesma qualidade e quantidade quando de sua restituição, e assim sua propriedade precisa passar ao custodiante. Além disso, não são quaisquer bens que, custodiados, levam a enquadramento como instituição financeira, e sim apenas aqueles que possam em sentido amplo conferir crédito financeiro, ou expectativa dele. O que criptoativos não fazem. Entender de outra forma violaria os cânones da boa interpretação teleológica, levando também a enquadramento de chapelarias de casas de espetáculo e estacionamentos como instituições financeiras. Concorre para esse entendimento ainda o artigo 1º da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, que define instituição financeira para efeitos da legislação sobre crimes do colarinho branco, limitando a custódia exigida para tanto àquela que incide sobre valores mobiliários, categoria em que não se enquadram os criptoativos, como veremos a seguir. Trata-se de caso em que a legislação parece ter evoluído pela experiência, indicando a lei nova nesse caso a necessidade de adaptar a interpretação da lei mais antiga.¹¹

*elevado custo do dinheiro junto ao Sistema Bancário, o empresário se vê compelido, muito amiúde, a procurar recursos de terceiros, quer com a abertura do capital da empresa, quer com a emissão de debêntures ou de commercial papers. Constituiria um equívoco verdadeiramente palmar, supor que o simples fato de coletar recursos de terceiros pudesse transformar a empresa, deles beneficiária – em instituição financeira. Da mesma forma, é igualmente inequívoco que a simples circunstância de os empresários aplicarem no mercado financeiro ou no mercado de capitais as disponibilidades de seu caixa, não só constitui, em princípio, um ato de boa gestão, como não terá o condão de enquadrá-los na condição de instituições financeiras. Note-se que essa jurisprudência se refere aos artigos 1º e 16 da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, que definem o crime de operar instituição financeira sem autorização. Dado o paralelismo da definição de instituição financeira para fins penais com a do artigo 17 da Lei nº 4.595/64, as conclusões são totalmente aproveitáveis para a questão que estamos discutindo. Para mais doutrina e jurisprudência confirmatórias dessas conclusões, veja-se, do autor, *Direito Bancário*, 3ª edição, São Paulo, Trevisan, 2020, p. 32 a 41.*

¹¹ Para argumentação mais completa nesse sentido, veja-se, do autor, *Direito Bancário*, cit., p. 47 e 48.

Regulação e Fiscalização como Entidade do Mercado de Capitais? – Por outro lado, também as entidades que agem como intermediárias no mercado de capitais se submetem à jurisdição da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por legislação posterior à Lei nº 4.595/1964, justamente a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. O artigo 18 da lei confere ampla competência regulatória à CVM, para a definição de entidades que podem ser autorizadas e operações possíveis, sempre no mercado de valores mobiliários. E o artigo 16 torna necessária a autorização da CVM para o funcionamento de tais empresas. A competência da CVM quanto a autorizações é ainda estendida pelo artigo 24 da Lei nº 6.385/1976, para cobrir o funcionamento de empresas que exercem atividade análoga às de *exchanges*, interferindo na guarda (custódia) de ativos:

Art. 24. Compete à Comissão autorizar a atividade de custódia de valores mobiliários, cujo exercício será privativo das instituições financeiras, entidades de compensação e das entidades autorizadas, na forma da lei, a prestar serviços de depósito centralizado. (Redação dada pela Lei nº 12.810, de 2013)

Parágrafo único. Considera-se custódia de valores mobiliários o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas.

Pelas regras acima a competência da CVM é criada apenas em relação a empresas e operações envolvendo valores mobiliários. Os quais são definidos por casuística cerrada pelo artigo 2º da Lei nº 6.365/1976. De fato, fazem parte da lista ações, debêntures, bônus de subscrição (inciso I); cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento (inciso II); certificados de depósito de valores mobiliários (inciso III); cotas de fundos ou clubes de investimento (inciso V); notas comerciais (inciso VI) e derivativos (incisos VII e VIII). Enfim, nada que remotamente se pareça com criptoativos.

Mas há ainda casuística residual do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.386/1976, que também considera valores mobiliários *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.*

Os criptoativos não se enquadram em regra na definição de valores mobiliários desse caso residual, quando sejam criptomoedas ou *tokens* de utilidade. Isso porque não há esforço nenhum de empreendedor ou terceiro de cujos esforços advenha o retorno. A criptomoeda, como o *bitcoin*, tem valor intrínseco para os que a aceitam, decorrente de

seu poder de troca, nenhum esforço sendo necessário. Já *tokens* de utilidade dão direito a produtos e serviços pré-estabelecidos e invariáveis, faltando também evidentemente o resultado subordinado a esforços de um empreendedor.¹²

Sobririam, claro, os *tokens* de investimento, mas mesmo esses frequentemente escapariam da qualificação como valores mobiliários, quando oferecessem retorno de renda fixa, sem dependência do esforço de empreendedor mencionado no artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385. Ou quando simplesmente representassem valor mobiliário independente e já registrado, hipótese de que cuidaremos na seção *Tokenização de Valores Mobiliários*, mais à frente neste texto.

A previsão do caso residual de títulos ou contratos de investimento coletivo do artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/1976 acabaria, portanto, se configurando apenas em casuística muito residual de *tokens* de investimento que oferecessem retorno dependente de atividade do captador ou terceiro, sem ter por trás valor mobiliário já registrado. Ocorre que nesse caso, a CVM não disponibiliza mecanismo de registro para oferta pública dessa categoria residual de valores mobiliários.¹³ Portanto, não estarão sendo oferecidos por *exchanges* cumpridoras da lei, não cabendo indagar de seu enquadramento aquelas cumpridoras de suas obrigações.

Fica, portanto, evidenciado que não sendo os criptoativos com os quais lidam as *exchanges* valores mobiliários, não serão elas entidades reguladas pela CVM ou sujeitas a sua supervisão.

Regulação Específica de Criptoativos - Por ora devemos fixar a conclusão de que as *exchanges* de criptoativos não são entidades sob jurisdição quer do Conselho Monetário Nacional/Banco Central do Brasil, quer da CVM, enquanto entidades reguladoras dos mercados financeiro e de capitais, respectivamente.

Situação que não é definitiva, visto que a Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022, em seus artigos 2º, 6º e 7º submete as chamadas prestadoras de serviços de ativos virtuais¹⁴ a

¹² Tirando, claro, o esforço de produzir, adquirir estoques, prestar serviços e se manter em atividade, para cumprir o prometido, mas esse é ínsito a toda atividade empresarial, e interpretar nessa extensão o artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/1976 tornaria toda oferta de venda de produtos ou serviços uma fonte geradora de valores mobiliários. Os quais estariam sujeitos a registro na CVM. A proposição, absurda, dispensa maiores considerações para ser recusada.

¹³ O registro é requisito para a oferta pública de valores mobiliários, nos termos do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976. E não é comum que a CVM emita registros para distribuição de valores mobiliários enquadrados na casuística residual do artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/1976. Na falta de registro, a CVM obsta a realização da oferta. Como o fez em relação a Hashcoins, tokens de investimento que ofereciam participação nos resultados da mineração de criptomoedas, considerados valores mobiliários irregularmente ofertados pela falta de registro pela Deliberação CVM nº 785, de 19 de dezembro de 2017.

¹⁴ Essas empresas são definidas no artigo 5º da Lei como aquelas que desempenham as atividades de (i) troca entre ativos virtuais e moeda nacional ou moeda estrangeira; (ii) troca entre um ou mais ativos virtuais; (iii) transferência de ativos virtuais; (iv) custódia ou administração de ativos virtuais ou de instrumentos

supervisão e regulação próprias, e independentes dos mercados acima indicados, por órgão ou órgãos da administração pública federal a serem definidos em decreto do Poder Executivo.

Supervisão que inclui autorização de (i) funcionamento, (ii) alteração de controle e reorganizações societárias e (iii) ocupantes de cargos em órgãos estatutários, bem como o cancelamento das mesmas autorizações, à semelhança do que ocorre com instituições financeiras. Ainda no âmbito da supervisão, as punições possíveis seriam as indicadas na Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil. Essas as regras do artigo 7º, incisos I e II da Lei nº 14.478/2022.

Já a regulação inclui a disciplina do funcionamento das prestadoras de serviços de ativos virtuais, designação ampla o suficiente para abarcar definições de modalidades e limites operacionais, gestão de riscos, capital e patrimônio mínimos, etc, segundo regras do artigo 6º da Lei nº 14.478/2022. Há ainda temas específicos de regulação indicados no artigo 7º: a fixação de condições para o exercício de cargos em órgãos estatutários e contratuais (inciso II) e a determinação de hipóteses em que as atividades ou operações das empresas prestadoras de serviços de ativos virtuais *serão incluídas no mercado de câmbio ou em que deverão submeter-se à regulamentação de capitais brasileiros no exterior e capitais estrangeiros no País* (inciso V).

Neste último aspecto peca a nova lei, afinal o conceito de mercado de câmbio é preexistente e abrange só a troca de moeda nacional por estrangeira, sem incluir os criptoativos. Essa é realidade que norma alguma pode alterar. O que a regulação pode fazer, no máximo, é estender requisitos da legislação cambial a mercado que não é cambial, e assim a norma deve ser interpretada. Ressalva importante, que impedirá que as normas estendidas por ato infralegal gerem efeitos onde existe reserva expressa de lei, como o Direito Penal.¹⁵ E, como veremos abaixo na seção Efeitos Cambiais de Operações com Criptoativos, várias regras penais podem incidir sobre operações cambiais, as quais não poderão ser aplicadas a operações envolvendo criptoativos, a despeito de qualquer regulação sobre o tema editada sob a égide do artigo 7º, inciso V da Lei nº 14.478/2022.

Operações de Crédito com Criptoativos

que possibilitem controle sobre ativos virtuais; ou (v) participação em serviços financeiros e prestação de serviços relacionados à oferta por um emissor ou venda de ativos virtuais.

¹⁵ Constituição Federal: *Artigo 5º - [...] XXXIX - não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal;*

Interesse do Negócio - Trata-se aqui de determinar se as *exchanges* poderiam praticar verdadeiras operações bancárias com os ativos digitais que detêm custodiados, repassando-os a terceiros como empréstimos sujeito a remuneração, seja esta em dinheiro, seja em criptoativos. A operação teria por objeto, tipicamente, criptomoedas, dada a possibilidade de uso delas como meios abstratos de troca, e sua volatilidade, geradora de possível ganho especulativo. Por essas características, despertam interesse de possíveis tomadores, seja interessados apenas em recursos financeiros que possam ser obtidos pela venda dos ativos digitais, seja interessados em especular com o valor das criptomoedas, tomando-as por empréstimos, trocando-as por moeda estatal, esperando sua baixa de cotação, e posteriormente recomprando-as para quitar o empréstimo, com menor ônus financeiro, que lhes permita embolsar a diferença.

Características do Empréstimo - Para que esses negócios aconteçam, entretanto, a operação de empréstimo teria de configurar mútuo, definido pelo Código Civil como *o empréstimo de coisas fungíveis* (artigo 586).¹⁶ Segundo o artigo 587 do Código Civil, o mútuo transfere a propriedade da coisa emprestada a quem a recebe. Assim teria de ser porque, para que o negócio acima acontecesse, o mutuário que toma o empréstimo precisaria da propriedade das criptomoedas, para poder aliená-las, usar o valor, recomprar outras de quantidade e qualidade equivalente passado um interregno de tempo, e finalmente liquidar a operação.

Interessante característica da fungibilidade é sua relatividade: o que é fungível, ou não, depende do critério do observador. Assim, uma criptomoeda pode ser descrita a partir de seu histórico de transações, ou de senha particular de acesso a ela. Nesse caso será única, infungível, e não se prestará a mútuo. Mas pode ser definida de maneira mais ampla, por seu nome e quantidade. Nesse caso será fungível e poderá ser objeto de mútuo.

As *exchanges*, como vimos acima, normalmente têm em seu nome as criptomoedas por conta e ordem de seus clientes. Essa fungibilidade deve ser objeto de pactuação dupla pela *exchange*. Em primeiro lugar com o mutuário que toma a criptomoeda emprestada, em contrato que a designe genericamente. Mas mais do que isso, e principalmente, no contrato da *exchange* com o cliente original dela, que deve deixar clara a possibilidade de seu uso pela empresa para reempréstimo.

Essa possibilidade pode inclusive ter por contraprestação remuneração a ser paga pela *exchange* ao cliente que adquiriu por intermédio dela as criptomoedas. Mas cabe aqui uma importante observação, a impossibilidade de a remuneração ofertada variar de acordo com a recebida pelo reempréstimo das criptomoedas a critério da *exchange*. De fato, se isso ocorrer estaria sendo oferecido ao cliente da *exchange* um mecanismo de

¹⁶ Código Civil: Art. 85. *São fungíveis os móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade.*

investimento coletivo com remuneração variável segundo esforço de um empreendedor, a própria *exchange*. Esse investimento configuraria valor mobiliário segundo o artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/1976, e não poderia ser oferecido sem registro da oferta na CVM, a qual na prática atual teria pouca probabilidade de ser concedida.¹⁷

Outros limites cuja aplicabilidade deve ser analisada seriam os decorrentes de regras de usura.

Inexistência de Atividade Privativa - Presente esses requisitos, nenhum óbice haveria à atuação da *exchange* coletando e subsequentemente emprestando criptomoedas. Como já vimos na seção anterior a coleta seguida de reaplicação de recursos financeiros constitui de fato atividade privativa de instituição financeira, a qual exigiria autorização do Banco Central para a entidade que exercesse a atividade (artigos 17 e 18 da Lei nº 4.595/1964). Essa regra, entretanto, limita-se a recursos financeiros, inclusive nos termos da jurisprudência que mencionamos. Mas criptomoedas, desprovidas de curso legal, não são moeda, não constituem recursos financeiros. Portanto, sua intermediação está no mesmo pé da intermediação comercial de circulação de quaisquer bens móveis, aluguel de veículos por empresa especializada por exemplo, que não constitui operação financeira, e nem obriga a obtenção de autorização do Banco Central do Brasil.¹⁸

Assim, *exchanges* podem livremente fazer operações de empréstimo de criptomoedas custodiadas, eventualmente percebendo para tanto remuneração, desde que observados os cuidados acima.

Operações com Garantia pela Exchange – Mas não é só pela oferta direta de crédito em criptomoedas que as *exchanges* podem oferecer sucedâneos às alternativas do mercado financeiro. Alternativamente, podem atuar como correspondentes bancários de instituições financeiras que de fato concedam o empréstimo. Nesse caso, seu papel seria duplo.

De um lado, o de apresentação, a instituição financeira conveniada, de clientes interessados em tomar os recursos. Esses poderiam ser seus próprios clientes em operações com criptomoedas.

De outro lado, seriam as *exchanges* agentes de garantias em criptomoedas, garantias essas constituídas por eventuais ativos dos seus clientes interessados nos recursos. Isso

¹⁷ Ver acima a seção *As Exchanges – Empresas Operadoras de Criptoativos*, item *Regulação e Fiscalização como Entidade do Mercado de Capitais?*.

¹⁸ Há entretanto decisões do Tribunal de Justiça de São Paulo que consideram empresas investidoras em criptomoedas (supostamente *exchanges*) e eventuais fiadoras do negócio como instituições financeiras: Apelação nº 1012155-24.2020.8.26.0032 e Apelação nº 1019204-19.2020.8.26.0032, em Acórdãos datados de 12 de maio e 16 de junho de 2021, respectivamente. As decisões se apegam à literalidade do artigo 17 da Lei nº 4.595/1964, provavelmente influenciadas por percepção de equidade no caso concreto, chegando a resultado pouco técnico.

permitiria a tais clientes mobilizar recursos financeiros a partir de sua carteira de criptomoedas detida com uma *exchange* centralizada, sem precisar se desfazer de ativos em cuja valorização acreditem, ou que estejam momentaneamente desvalorizados no momento em que os recursos precisem ser levantados.

A regulação financeira acomoda perfeitamente tal solução, sendo os correspondentes bancários tratados na Resolução CMN nº 4.935, de 29 de junho de 2021. Constituem empresas formalmente contratadas por instituições financeiras para atividades ancilares a operações de crédito, arrendamento mercantil, câmbio e outras. O artigo 12, inciso V da Resolução nº 4.935/2021 permite ao correspondente a atividade de recepção e encaminhamento de propostas de operações de crédito e de arrendamento mercantil a serem concedidas por instituição financeira, bem como outros serviços prestados para o acompanhamento da operação. O correspondente pode inclusive fazer a liberação de recursos por conta e ordem da instituição financeira, desde que receba dela provisão diária de recursos suficientes para tanto (artigo 15, inciso III da Resolução CMN nº 4.935/2021). A remuneração da *exchange* por essas atividades poderá ser de até 6% do valor do empréstimo efetuado (artigo 15, inciso IV, letra *a* e § 2º, inciso I da Resolução CMN nº 4.935/2021).

Adicionalmente, seus clientes podem oferecer os direitos a criptomoedas que detêm contra a *exchange* em garantia das operações de que são beneficiários. Caso em que a *exchange* firmaria também o contrato, na qualidade de agente de garantia da instituição financeira representada. Seu papel seria usar as criptomoedas para pagamento da dívida na forma permitida pela legislação sobre garantias, caso a garantia precisasse ser honrada. Por essa função podem inclusive as *exchanges* receber pagamento *pro rata temporis* da instituição financeira ao longo do prazo do contrato, sem que para esse pagamento seja estabelecido qualquer limite regulamentar (artigo 15, inciso IV, letra *b* da Resolução CMN nº 4.935/2021). Esse papel da *exchange*, note-se, não viola a proibição de que correspondentes bancários deem garantia às operações que originaram, a qual consta do artigo 14, inciso IX da Resolução CMN nº 4.935/2021. Nesse caso o objeto da garantia é o direito do tomador dos recursos contra a própria *exchange*, interferindo a *exchange* apenas para instrumentalização da garantia. E finalmente, o direito contra a *exchange* decorrente da detenção por esta das criptomoedas de seus clientes será claramente passível de entrega a instituições financeiras como garantia real, seja a título de penhor, seja a título da mais eficaz alienação fiduciária, visto que ambas as formas de garantia pacificamente incidem sobre direitos (artigo 1.451 do Código Civil e artigo 66-B, § 3º da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965).

Mais duvidoso seria o tema se o objeto da garantia fossem as próprias criptomoedas registradas em nome da *exchange*: nesse caso seria ela a titular dos ativos, e portanto ao

menos formalmente a garantidora da operação. Embora substancial e economicamente o garantidor em termos econômicos fosse o cliente da *exchange*, que afinal sofrerá o ônus de perda de seus direitos se não puder honrar a operação. Em todo caso, temos que a dúvida regulatória nesse último caso será forte o suficiente para desestimular a tomada de garantia dada diretamente pela *exchange* sobre as criptomoedas.

Possível, portanto, segundo a lei e regulação, que *exchanges* ofertem a seus clientes, como correspondentes bancários de instituições financeiras, operações de crédito, a serem garantidas pelos direitos detidos pelos próprios clientes.

Tokenização de Valores Mobiliários

Tokens e Valores Mobiliários - As *exchanges* podem também exercer atividade de relevância na oferta de investimentos financeiros, a tokenização de valores mobiliários.

A tokenização de um valor mobiliário é a criação de uma representação eletrônica dele, tipicamente acessível por senha, que possa inclusive ser negociada. A *blockchain* que anteriormente analisamos oferece a infraestrutura para tanto, permitindo o registro simultâneo de titularidade e negociação dos *tokens*.¹⁹

Mas essa possibilidade, ao menos para as *exchanges* como hoje constituídas, encontraria obstáculo se fossem os *tokens*, representativos de valores mobiliários, também eles mesmos valores mobiliários. Pois, nesse caso, sua própria emissão de forma pública obrigaria a registros com a CVM, a saber:

- i) da *exchange* que os emitisse, como exigido pelo artigo 21, § 1º da Lei nº 6.385/1976, em cujos termos *[s]omente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão*, sendo o regramento específico para registro especificado pela Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022; e
- ii) da própria emissão, como exigido pelo artigo 19 da Lei nº 6.385/1976, sendo o regime específico do registro dado pela Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022.

Essas regras, no entanto, se aplicam só ao emissor de valores mobiliários, e à emissão dos mesmos. Seria a tokenização um processo criador de valores mobiliários consistentes nos próprios *tokens*?

¹⁹ Ver a seção *O Que São Criptoativos?* acima.

Para responder, há que diferenciar valores mobiliários de um lado, e documentos de legitimação, de outro.

Os valores mobiliários são criadores de direitos, frequentemente por via de declarações unilaterais de vontade, as quais são uma fonte de obrigações segundo o Código Civil.²⁰ Diferente deles são os chamados documentos de legitimação, que simplesmente comprovam a titularidade de uma relação jurídica, tipicamente de um direito, mas não o criam. Os documentos de legitimação são ainda subdivididos pela doutrina em títulos de legitimação, se passíveis de transferência,²¹ e comprovantes de legitimação, em caso contrário. São exemplos de documentos de legitimação, os cartões de crédito em plástico, as entradas de teatro ou mesmo bilhetes de transporte.²² Em todos esses casos, o direito do portador do documento de legitimação é criado por estrutura contratual anterior, o contrato de emissão de meio de pagamento pós-pago no caso de cartões, o contrato de exibição ou o contrato de transporte.

Ocorre que em época de desmaterialização como a nossa, os documentos de legitimação podem ter forma eletrônica, e essa é a natureza jurídica dos *tokens*. Portanto, constituem criatura diferente de contratos, declarações de vontade e valores mobiliários, destinando-se meramente à constituição de prova de que seu detentor é titular de uma relação jurídica independente.²³ Ou seja, provam que o detentor é titular de ação, debênture ou outro título ou direito, sem nada inovar ou criar em matéria de relações jurídicas substanciais.

Assim, o *token* não se confundirá com a ação, debênture ou outro título ou direito que lhe seja subjacente. Haverá claro de se construir direito paralelo ao *token*, justamente o que é tokenizado, e que um dia possa levar à ação. Este é uma promessa de prestação de serviços pela *exchange* ao detentor do *token*, segundo a qual tal detentor poderá usar os serviços da *exchange* para obter a transcrição em seu nome da ação, no momento de sua negociação. Note-se que essa obrigação da *exchange* é mero direito pessoal do adquirente

²⁰ *As debêntures têm a natureza de título de renda, com juros fixos ou variáveis gozando de garantias determinadas nos termos da escritura de emissão.* (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 1º volume, 7ª edição, São Paulo, Saraiva, 2013, Kindle Edition, location 16414).

²¹ Transferência que terá de ser feita conjuntamente com outra do próprio direito transferido, já que os documentos de legitimação, não sendo títulos de crédito, não incorporam o direito que comprovam.

²² Para uma elegante explicação doutrinária relativa aos documentos de legitimação, veja-se Tullio Ascarelli, *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, 2ª edição, São Paulo, Saraiva, 1969, p. 172 a 174.

²³ A CVM poderá ainda precisar ser convencida desse fato. No seu programa de ambiente regulatório experimental (*sandbox*) conduzido em 2021 nos termos da Instrução nº 626, de 15 de maio de 2020, concedeu a aparentes projetos de tokenização, como se necessária fosse, dispensa de requisitos regulatórios aplicáveis a emissões de valores mobiliários. Sobre o assunto, veja-se <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli875.html> e <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli877.html>, acessados em 7 de janeiro de 2022.

do *token*, e não direito real incidente sobre a própria ação, como já mencionamos em relação a criptomoedas.²⁴

Claro que esse *token* e os direitos de recebimento de serviço não são ações, debêntures ou bônus de subscrição, pela falta de afinidade formal com esses títulos, previstos como valores mobiliários no artigo 2º, inciso I da Lei nº 6.385/1976. Também não são direitos a subscrição, por se referirem a valores mobiliários já emitidos, fugindo ao inciso II do dispositivo. E também não constituirão qualquer dos contratos derivativos previstos como valores mobiliários nos incisos VII e VIII do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976,²⁵ o que se justifica para os *tokens* por lhes faltar a natureza contratual criadora de direitos que marca esses valores mobiliários na literalidade da lei. Identicamente, os direitos a prestação de serviços pela *exchange* não serão valores mobiliários desse tipo, pois os serviços, embora se refiram a valores mobiliários, como ações, não se confundem com eles. O mesmo dispositivo (inciso VII) menciona ainda derivativos sob a forma de opções, igualmente inexistentes por não haver no caso o contrato preliminar à compra e venda de valores mobiliários que caracteriza a opção.²⁶

Não serão da mesma forma *certificado de depósito de valores mobiliários*, valor mobiliário nos termos do artigo 2º, inciso III da Lei nº 6.385/1975, desde que a *exchange* tokenizadora não tenha em depósito os valores mobiliários subjacentes. E, em caso de certificado específico como o de depósito de ações, o *token* e os direitos a serviços subjacentes nem mesmo preencherão o requisito de emissão por instituição financeira do artigo 43 da Lei das S.A., mais longe ainda ficando de serem valores mobiliários.

Finalmente, o *token* e o direito a prestação de serviços pela *exchange* que representa não será valor mobiliário pelo caso residual do artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/1976, o qual abrange, *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* (sem destaque no original). Aqui de fato não é o documento de legitimação criado por *exchange* na forma de *token* que gera o direito de participação, parceria ou remuneração. Como não será o direito de receber da *exchange* serviços para a transferência de valores mobiliários gerador direto de quaisquer resultados. Este direito a resultados já existe e decorre do valor mobiliário já emitido.²⁷

²⁴ Ver acima a seção *As Exchanges – Empresas Operadoras de Criptoativos*, item *Atividades*.

²⁵ Lei nº 6.385/1976: Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

²⁶ Veja-se, do autor, *Direito Bancário*, cit., p. 378 e 379.

²⁷ Sobre a conclusão neste parágrafo, note-se posição eventualmente contrária do colegiado da CVM em decisões que, ao arripio da letra da lei, ignoram a necessidade de que o ganho oferecido pelo valor mobiliário seja decorrente do esforço empresarial do empreendedor ou de terceiro, como exigido pelo

Regime de Registros Paralelo - Pois é esse estado de coisas que propicia às *exchanges* de criptoativos a possibilidade do uso de sua aptidão técnica em relação ao *blockchain* para o desempenho de atividade “bancária”. Poderão de fato emitir *tokens* representativos de valores mobiliários, lastreados em obrigação de prestação de serviços da *exchange*, por enquanto sem a aplicação de regulamentação inexistente da CVM, e operar sua circulação na *blockchain*.

Não devem, entretanto, espíritos excitáveis supor anomia ou risco para o mercado de tal prática, porque as normas de registro de emissor e distribuição continuarão sempre aplicáveis. Em outras palavras, será sempre necessária a participação de instituição do sistema de intermediação, como definida no artigo 15 da Lei nº 6.385/1976 para a oferta quando ela é pública. Com o elevado nível de responsabilidade proposto pelo artigo 83, inciso VII da Resolução CVM nº 160/2022,²⁸ bem como a atendimento dos demais requisitos desse normativo. Será aplicável também o registro da emissora nos termos da Resolução CVM nº 80/2022. Mas o ponto é que esses registros seriam paralelos à atuação da *exchange* tokenizadora, devendo ser promovidos pela ofertante e intermediários sem participação dela.

Estrutura Contratual - Feito isso, nada impedirá a circulação dos *tokens* e direitos subjacentes através da *exchange*. Há dispositivo na regulação que dispõe ser *vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos* (artigo 94 da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022). Mas a proibição se refere a valores mobiliários, e portanto não pode alcançar *tokens* e direitos que não o são.

Não seria, claro, possível fazer tokenização de valores mobiliários a serem emitidos independentemente de seu emissor. De fato, para o funcionamento do negócio o emissor deveria necessariamente autorizar a *exchange* a exercer suas funções, de forma que os *tokens* possam potencialmente se transformar nos valores mobiliários subjacentes. Isso pode ser feito por meio de instrumento contratual celebrado entre emissor e *exchange* que, além de prever a emissão dos *tokens*, obrigue emissor, *exchange* ou se for o caso instituição coordenadora a manterem lastro de títulos que correspondam ao montante deles tokenizado, bem como proceder ao registro do lastro em favor dos detentores dos

artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/1976: voto vencedor no Processo CVM nº RJ 2003/0499, relativo a CEPACs da Prefeitura de São Paulo, e decisão unânime no Processo CVM Nº RJ2007/11.593, relativo a CCBs. Sobre a última decisão, veja-se ainda comentário negativo em Nelson Eizirik, Ariadna B. Gaal, Flavia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, São Paulo, Quartier Latin, 2019, p. 187 a 189.

²⁸ Resolução CVM nº 160/2022: *Artigo 83 Ao coordenador líder cabem as seguintes obrigações: VII – participar ativamente, em conjunto com o ofertante e demais coordenadores, na elaboração do prospecto e na verificação da suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade das informações dele constantes, ficando responsável, nos termos do § 1º do art. 24, pelas informações prestadas; VIII – adotar diligências para verificar o atendimento às condições impostas por esta Resolução para a realização da oferta, inclusive o público-alvo da oferta, observado o art. 64;*

tokens quando isso seja solicitado pela *exchange*. No caso de ações, a manutenção do lastro pela companhia emissora deverá obedecer aos limites do artigo 30 da Lei das S.A. para manutenção de ações em tesouraria.²⁹

Há outros pormenores a considerar, como o destino a ser dado a rendas como dividendos propiciadas pelos títulos finais, direitos políticos e seu correto tratamento contratual. É, entretanto, matéria eminentemente prática, com diversas alternativas de soluções, que escapa ao objetivo deste trabalho.

Efeitos Cambiais de Operações com Criptoativos

Contexto Geral - Ao menos desde a década iniciada em 1930, dificuldades cambiais brasileiras levaram à criação de legislação cambial intrincada, que foi sendo renovada até os dias de hoje. Exemplo seria o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, cujo artigo 1º considerava ilegítimas as operações cambiais que *não transitam pelos bancos habilitados a operar em câmbio*. Mesmo passados os efeitos deletérios da crise de 1929 sobre a economia nacional, então cafeeira, a regra continua em vigor, e hoje é repetida pelo artigo 3º da Lei nº 14.286, de 29 de dezembro de 2021, que aprovou o novo regime cambial brasileiro revogando a norma acima citada do Decreto nº 23.258/1933.

Esse arcabouço legislativo é ainda secundado por muitas outras normas relativas a operações e contratos de câmbio, como a Resolução CMN nº 3.568, de 29 de maio de 2008, e a Circular nº 3.691, do Banco Central do Brasil, de 16 de dezembro de 2013, cuja descrição transcende o objetivo deste artigo.³⁰

Há ainda a incidência de regra criminal se as regras do parágrafo anterior não forem seguidas, no artigo 22 da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986 (“Lei dos Crimes do Colarinho Branco”):

Art. 22. Efetuar operação de câmbio não autorizada, com o fim de promover evasão de divisas do País:

Pena – Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos e multa.

²⁹ Tal limite é basicamente o valor de lucros e reservas. No caso de ações de companhia aberta devem também ser obedecidas as regras da Resolução CVM nº 77, de 29 de março de 2022. Para uma exposição completa e cartesiana sobre o tema, veja-se a obra clássica de Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 1º volume, cit., location 8709 e seguintes.

³⁰ Para panorama geral sobre a regulação cambial, veja-se Eduardo Salomão Neto, *Direito Bancário*, 3ª edição, cit., p. 352 e seguintes. Esse regime pode sofrer alteração por efeito da Lei nº 14.286/2021, mas regulação infralegal pelo Banco Central do Brasil é prevista na própria lei e não deixará de existir.

Parágrafo único. Incorre na mesma pena quem, a qualquer título, promove, sem autorização legal, a saída de moeda ou divisa para o exterior, ou nele mantiver depósitos não declarados à repartição federal competente.

É por causa dessas regras de intermediação obrigatória por instituição financeira que as operações de câmbio são tipicamente “bancárias”.³¹

Mas seria possível através de criptoativos realizar operação de câmbio? Para responder deve-se partir da reflexão que o contrato de câmbio nada mais é que um contrato de compra e venda com uma característica específica: nele o que se negocia contra moeda nacional é um tipo especial de mercadoria, a moeda com curso forçado em outro país, que não é moeda no Brasil, mas o é alhures.³² Dentre os tipos de criptoativos que vimos acima, a divagação não se aplicaria a *tokens* de utilidade ou de investimentos, por não terem vocação primária de meios de troca. Mas seria cabível ao menos teoricamente em relação a criptomoedas, as quais afinal servem como meio de troca. Por esse viés, portanto, passaremos a abordar o tema em seus dois ângulos, (a) a simples aquisição de criptomoedas ou (b) a aquisição seguida de venda de criptomoedas, com contraprestação em moedas diferentes em cada uma das transações.

Aquisição Simples de Criptomoedas - Para deslinde do primeiro ângulo, basta lembrar nossas reflexões iniciais sobre a natureza das criptomoedas: apesar da designação imprópria, não têm curso forçado como meio de pagamento e assim não constituem moeda fora ou dentro do Brasil.³³ Portanto, quando adquiridas contra moeda nacional, não pode haver operação de câmbio, pela inexistência de troca de moedas. Só moeda nacional circula, e não moeda estrangeira. Se a criptomoeda for adquirida através de pagamento em moeda estrangeira ou em outras criptomoedas, sequer moeda brasileira existirá, configurando-se simples permuta, ainda mais distante do contrato de compra e venda que configura a operação de câmbio. Impossível será, portanto, aplicar nessa hipótese simples regras administrativas e penais em matéria de câmbio às criptomoedas.³⁴

Aquisição e Revenda de Criptomoedas - Mas e se houvesse aquisição e subsequente revenda de criptomoedas contra pagamentos em moedas diferentes? Por exemplo

³¹ As aspas são justificadas, pois segundo o artigo 2º da Resolução CMN nº 3.568/2008, podem ser intermediários bancos múltiplos, bancos comerciais, caixas econômicas, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento e bancos de câmbio, mas também sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, sociedades corretoras de câmbio e, a critério do Banco Central do Brasil, instituições de pagamento autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

³² Para Pontes de Miranda, o “câmbio de cruzeiros por dólares, francos, libras esterlinas, florins ou outra moeda estrangeira, ou vice-versa, é compra e venda, e não troca” (*Tratado de Direito Privado*, Rio de Janeiro, Borsoi, 1962, v. XXXIX, § 4.267, 1, p. 31).

³³ Ver o item *O Que São Criptoativos?* acima.

³⁴ Tudo isso a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) confirma, estatuinto que a atuação especulativa no mercado de *bitcoins* não caracteriza por si só evasão de divisas - Superior Tribunal de Justiça no Conflito de Competência nº 161.123 - SP (2018/0248430-4).

adquirindo-se criptomoedas em moeda nacional, como o real, e revendendo-as em seguida em moeda estrangeira, como o euro ou o dólar. Ou vice-versa. Nesses casos, claro que a conclusão do parágrafo anterior se aplicaria a cada fase negocial isolada. Mas seria possível considerá-las conjuntamente como troca de moedas, com base em seu efeito econômico? Afinal, o resultado seria que parte que normalmente tivesse posição em uma moeda estatal acabasse por trocá-la por posição em outra moeda estatal, sem que a criptomoeda intermediária fosse ao final detida. Se essa consideração conjunta fosse possível, aí sim haveria infração às normas sobre interveniência de instituição autorizada a operar em câmbio do Decreto nº 23.258/1933, da Lei nº 14.286/2021, da Resolução nº 3.568/2008, e, por reflexo, do artigo 22 da Lei de Crimes do Colarinho Branco, citados acima.

Como paradigma, no passado houve iniciativa estatal de perseguição na esfera administrativa e criminal, nas operações chamadas de *blue chip swaps*, que guardam analogia com a acima descrita. Ocorria nelas a aquisição no Brasil de títulos do governo americano, ou outros títulos financeiros similares, em moeda nacional, seguida por sua revenda em moeda estrangeira em curto espaço de tempo, ou vice-versa. Como resultado prático, trocava-se a moeda nacional por moeda estrangeira, se consideradas as duas transações encadeadas. Essas operações não escaparam de condenações na instância administrativa, pelo Banco Central do Brasil e em grau recursal pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”).³⁵ Há poucos julgados disponíveis sobre a matéria na área criminal, sendo a grande maioria sujeita a segredo de justiça. Certo é que algumas dessas operações terminaram por incidir em condenação penal, fundamentada em que *operações de blue chip swaps envolvendo títulos do Tesouro norte-americano (T-bills) demandam registro e intervenção de instituições habilitadas a operar em câmbio*.³⁶

³⁵ Nesse sentido, veja-se: Recurso nº 12375, levando ao Acórdão nº 11.206, de 21 de janeiro de 2014; Recurso nº 12381, levando ao Acórdão nº 11.207, de 21 de janeiro de 2014; e Recurso nº 13941, levando ao Acórdão nº 520, de 21 de novembro de 2017.

³⁶ TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 3ª REGIÃO. APELAÇÃO CRIMINAL Nº 0000987 59.2004.4.03.6181/SP: Em primeira instância, decidiu-se pela condenação de participantes de operação de *blue chip swap* pelo crime de evasão de divisas (caput do artigo 22 da Lei 7.492), sob o pretexto de que os acusados transformaram a moeda nacional em dólares estadunidenses mediante operações com ativos imediatamente conversíveis em moeda estrangeira (as *T-Bills*). Nos termos da sentença: *a operação tem o condão de se enquadrar no delito tipificado no artigo 22, caput, da Lei nº 7.492/86, porque consubstancia inegável operação de câmbio não autorizada tendente à remessa ilegal de divisas para o exterior, na medida em que realizada à margem do sistema bancário oficial, sem qualquer conhecimento da autoridade monetária*. Entretanto, em sede de apelação, o TRF absolveu os acusados do crime de evasão de divisas por falta de provas. Mesmo assim, parte dos réus foi condenada pelo delito do artigo 21, parágrafo único, da Lei nº 7.492/86, que veda a prestação de informação falsa para realização de operação de câmbio (a qual teria supostamente ocorrido por intermédio de *blue chip swaps*). Outros julgados ainda fazem menção a supostas operações de *blue chip swap*, mas não analisam sua legalidade. Exemplo é a APELAÇÃO/REMESSA NECESSÁRIA Nº 0002635-37.2011.4.03.6114/SP do TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 3ª REGIÃO. Segundo essa decisão: *Aliás, a transação foge ao próprio objetivo primário da realização de uma blue chip swap - sem adentrar, aqui, no mérito da possibilidade jurídica de tal*

De maneira geral, esses julgados não conseguem fazer qualquer censura objetiva às operações de *blue chip swaps*, apelando em suas razões de decisão para conceito genérico de fraude à lei, decorrente de uso de categorias jurídicas lícitas para resultado vedado. Mas trata-se de explicação tautológica e não convincente, afinal o que seja resultado vedado só a lei poderia dizer. Mais ainda, a lacuna em área sujeita a regulação especializada do Conselho Monetário Nacional deveria ser interpretada como autorização, e não como lapso resultante do desconhecimento do legislador.

Outra fundamentação comum é a de que operações de *blue chip swap* seriam ilegais, por serem simulações. Negócios jurídicos simulados são nulos, mas subsiste aquele que se dissimulou.³⁷ “Verdadeiro” negócio seria o contrato de câmbio, que deveria ter atendido às normas regulamentares, que demandam formalização por instituição autorizada a operar no mercado de câmbio. Formalização essa que não teria ocorrido na negociação sucessiva com títulos, inicialmente comprados em moeda estrangeira ou nacional, e revendidos em moeda nacional ou estrangeira, respectivamente, sem a participação de instituição autorizada a câmbio. Mas de novo aqui, se as operações individuais com criptomoedas efetivamente ocorrem, não há simulação, mas negócio jurídico indireto lícito.³⁸ No negócio jurídico indireto, as partes desejam submeter-se à disciplina dos institutos jurídicos utilizados (exemplo, compra e venda dos títulos), embora o façam para atingir objetivo não usual à forma negocial adotada.³⁹ No negócio simulado, por outro lado, as partes declaram o que não corresponde à sua vontade real. Por isso, ainda que feita analogia entre operações de compra e venda sucessivas de criptomoedas e *blue chip swaps*, não seria correto impor às primeiras regras aplicáveis a contratos de câmbio, cuja natureza não partilham, e que não simulam.

E note-se que mesmo que constituíssem operação cambial, ainda assim teria de ser provado o elemento fluido da evasão de divisas para que, a par de ilícito administrativo, existisse o crime do artigo 22 da Lei nº 7.492/1986. E isso encontraria duas dificuldades.

A primeira é que o termo *divisa* consiste essencialmente em moeda estrangeira detida pelo residente de um país, quer em espécie, quer, mais frequentemente, através de créditos contra instituições depositárias, normalmente bancos. E assim, independentemente de

operação -, que é justamente gerar disponibilidade de moeda diversa da detida (de reais para dólares ou o inverso, por exemplo) sem a necessidade de uma remessa internacional e, conseqüentemente, operação de câmbio.

³⁷ Código Civil. Art. 167. *É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma.*

³⁸ Tese reconhecida em relação a *blue chip swaps*, aliás, no Acórdão nº 11.205, de 21 de janeiro de 2014, do CRSFN, proferido no Recurso nº 12.072, que entretanto terminou em condenação pela consideração, em nosso entender incongruente, de que haveria fraude à lei em caso de empréstimos externos, por haver lei específica sobre o tema.

³⁹ Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, cit., p. 94 a 97 explicou com elegância, e em texto clássico, as características do negócio jurídico indireto.

qualquer indagação sobre a natureza do contrato de câmbio: não haveria evasão quando a moeda estrangeira, pela qual as criptomoedas são compradas ou vendidas, terminasse em conta de pessoas físicas ou jurídicas aqui residentes. Em outras palavras, só existiria crime quando, após a revenda em moeda estrangeira de criptomoedas, o destinatário final do valor da venda não fosse residente no Brasil, e desde que o pagador fosse.⁴⁰

A segunda dificuldade é que para a tipificação criminal seria necessário dolo específico, pois o crime exige a intenção de evasão de divisas. Portanto, não se podem criminalizar compras e vendas de criptomoedas em que não existe essa intenção, e sim outra, como (a) obter ganho em operações de arbitragem, ainda que de curto prazo, ou (b) evitar perda em conjuntura de mercado desfavorável para a criptomoeda.

Essas considerações não afastam de todo o risco. Ele decorre de tradicional hesitação sobre o câmbio mesmo em setores especializados da administração pública, presa entre a teoria jurídica correta, e o temor de esgotamento de divisas internacionais sem as quais o país ficaria privado de insumos básicos, como combustíveis e fertilizantes. Assim, por exemplo, mesmo reconhecendo que as criptomoedas não são moeda nacional ou estrangeira, o que afastaria o regime cambial, o Banco Central do Brasil já se manifestou de forma incongruente no sentido de que transferências internacionais por meio de moedas virtuais “*devem ser feitas por instituições autorizadas pelo Banco Central a operar no mercado de câmbio, que devem observar as normas cambiais*”.⁴¹

Por isso, as *exchanges* que façam intermediação de operações desse tipo podem mitigar riscos, para elas mesmas e para seus clientes, cercando-se de contexto que comprove sempre que possível a intenção de investimento especulativo de seus clientes quando comprem e vendam criptomoedas em operações tendo por contraprestação diferentes moedas estatais. Por exemplo fazendo análise documentada do perfil de clientes e de suas intenções de negociação, ou impondo prazo mínimo entre aquisição e revenda de criptomoedas. Medidas que diminuem a possibilidade de contestação injusta, mas que não são cartesianamente necessárias para que operações de compra e revenda de

⁴⁰ Esse assunto é pouco versado na jurisprudência brasileira, mas a que existe parece confirmar nossa posição: *V – A evasão não pressupõe, necessariamente, a saída física do numerário, consistindo, de fato, no prejuízo às reservas cambiais brasileiras, independentemente de estar entrando ou saindo o dinheiro do País* (Acórdão no STJ no Recurso Ordinário em *Habeas Corpus* no 9.281/PR. [1999/0104279-8] Rel. Ministro Gilson Dipp, DJU de 30-10-2000. REsp nº 411.522. Rel. Min./ Laurita Vaz. DJU de 15-3-2004).

⁴¹ Essa manifestação, não fundamentada, pode ser localizada em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/perguntasfrequentes-respostas/faq_moedasvirtuais e no trecho a seguir do Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017: “*operações com moedas virtuais e com outros instrumentos conexos que impliquem transferências internacionais referenciadas em moedas estrangeiras não afastam a obrigatoriedade de se observar as normas cambiais, em especial a realização de transações exclusivamente por meio de instituições autorizadas pelo Banco Central do Brasil a operar no mercado de câmbio*”.

criptomoedas sejam lícitas perante a legislação cambial, porque isso já acontece de qualquer forma pelas razões técnicas acima.

Conclusão

Vivemos em uma sociedade midiática, em que, para o bem ou para o mal, com conteúdo ou sem ele, a capacidade de comunicação é decisiva para o sucesso, pessoal e no mundo dos negócios. Por causa disso, uma tendência é a ascensão de empresas que por habilidade intrínseca, atenção dos meios de comunicação, afinidade com temas em voga no inconsciente coletivo, ou por outras motivações presentes no drama humano, consigam capturar a atenção.

Proeminentes entre elas as *exchanges* de criptomoedas, que aliam a perspectiva de ganho a proposta libertária de escape à rigidez dos agentes financeiros tradicionais, como bancos.

Por isso, têm grande potencial para, a partir de sua atividade tradicional de facilitar a aquisição de criptomoedas por pessoas físicas e empresas, fazer mais, muito mais. Isso se daria pelo envelopamento de atividades que hoje são prestadas por instituições financeiras tradicionais, a concessão de empréstimos, a intermediação na oferta pública de valores mobiliários como ações e as operações de câmbio. As quais podem, mesmo com as leis atuais, já passarem para a égide desses novos agentes.

Este artigo procura mostrar como isso pode ocorrer.