



NÚCLEO DE ESTUDOS AVANÇADOS

DE REGULAÇÃO DO SISTEMA
FINANCEIRO NACIONAL

NEASF

RELATÓRIO DA REUNIÃO
OCORRIDA EM 23/03/18

ABERTURA E COMENTÁRIOS INICIAIS

No dia 23 de março de 2018, ocorreu a terceira reunião do Núcleo de Estudos Avançados de Regulação do Sistema Financeiro Nacional (Neasf), organizado pelo Centro de Pesquisa em Direito e Economia (CPDE) da Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito Rio).

O objetivo principal do Neasf é contribuir para o aprimoramento da regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN), por meio de análises que permitam diagnosticar gargalos e vislumbrar oportunidades de aperfeiçoamento do setor financeiro no Brasil. O Neasf possui uma composição *multistakeholder*, com participação de membros da academia, do mercado e do governo. Por meio de debates e mesas-redondas, os seus membros discutem temas relevantes da regulação do SFN, colaborando para uma compreensão mais ampla do setor, das tendências, dos riscos, das eventuais lacunas na regulação e das suas implicações.

O tema escolhido para este terceiro encontro foi “Regulação financeira e novas tecnologias”.

SESSÃO 1

AS CRIPTOMOEDAS E OS MEIOS DE PAGAMENTO

O debate se iniciou destacando alguns aspectos controversos sobre as criptomoedas, que geram confusões na opinião pública e nos círculos especializados.

Primeiramente, tratou-se dos *crypto-tokens* e dos *crypto-assets* distribuídos por meio de ofertas iniciais de “criptomoedas” (*Initial Coin Offerings* – ICOs). Tecnicamente, mostra-se mais precisa a referência a criptoativos (*crypto-assets*) do que a criptomoedas, pois, conforme discutido ao longo da sessão, esses ativos não atendem aos critérios estabelecidos na literatura econômica para serem considerados moedas. O segundo ponto tratado foi a moeda eletrônica, que já foi regulamentada no âmbito dos meios de pagamento (Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013; Resolução CMN nº 4.282, de 4 de novembro de 2013; e Circular Bacen nº 3.683, de 4 de novembro de 2013). O terceiro aspecto abordado foi a criptomoeda soberana, as criptomoedas emitidas pelas próprias autoridades monetárias de cada país. No quarto ponto, tratou-se dos *crypto-assets*.

As ICOs são uma nova forma de oferta de ativos financeiros (*financial assets*) eletrônicos, também conhecidos como *tokens*. Em outras palavras, seriam, na sua maioria, valores mobiliários ou contratos de investimento coletivo. Os *tokens* ofertados se relacionam ao financiamento de negócios, visam ao retorno financeiro ou à negociação de produtos e serviços da sociedade empresária que está emitindo esses ativos financeiros e têm uso geralmente restrito.

A emissão de uma criptomoeda soberana poderia

ser reputada como uma “tokenização” das moedas tradicionais; no caso brasileiro, do Real. Esse é um assunto que está em análise por diversos bancos centrais e requer consideração profunda, principalmente com relação a dois aspectos.

O primeiro diz respeito a uma eventual reconfiguração de um sistema financeiro caso o seu banco central decida substituir a sua moeda soberana por um *cripto-token*. Não se pode confundir essa eventual criptomoeda soberana com a moeda eletrônica.

O segundo aspecto é o desafio da informação. Exemplo desse desafio é o bitcoin. Um dos grandes chamarizes do bitcoin, em tese, seria o anonimato. No entanto, isso não vale para a criptomoeda soberana. A autoridade reguladora terá condições de identificar e rastrear toda e qualquer operação e, no limite, o poder público poderá ter todas as informações financeiras do cidadão *on-line in real time*. Naturalmente, essa possibilidade dependerá do desenho institucional escolhido: há diferentes possibilidades de gradação na coleta de informações, o que deverá ser objeto de debate – o cidadão desejará restringir a quantidade de informação disponível, ao passo que o funcionalismo público poderá ter interesse em que tais informações fiquem abertas.

Por fim, é preciso debater o conteúdo semântico do que se tem denominado como *crypto-assets*, que não têm a pretensão de ser – e não são – moedas. Por que esses *crypto-assets* não são moedas? Porque eles não preenchem os pré-requisitos fundamentais para ser uma moeda – meio de

troca, unidade de conta e reserva de valor – e muito menos são respaldados pelas legislações locais ou mesmo internacionais como uma moeda.

Não há, no momento, recomendação internacional para a regulamentação dos *crypto-assets* que pretendem ser reconhecidos como “moeda”, diferentemente dos *crypto-assets* genuínos, que o órgão regulador do mercado de capitais brasileiro – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – vem analisando. A recomendação principal é mapear as experiências internacionais e acompanhar o seu desenvolvimento. Até o momento, não há evidências de risco à estabilidade financeira, tanto local como internacional.

No caso brasileiro, as instituições financeiras ainda não estariam negociando com criptoativos. Por vezes, vê-se notícia sobre suposta sociedade “corretora de negociação de bitcoin”. Todavia, as sociedades empresárias que atuam na distribuição de criptoativos – as *exchanges* – não são instituições financeiras autorizadas a funcionar e não são reguladas pelo Banco Central ou pela CVM. Elas têm sido geralmente classificadas na Classificação Nacional de Atividades Econômicas (Cnae) como sociedades atuantes nos setores de informática ou tecnologia da informação.

Foram discutidas também as razões da potencial ineficácia dos criptoativos para funcionar como meios de pagamento: ausência de amparo legal, baixa capilaridade e, principalmente, o longo tempo necessário para a conclusão de cada transação, uma vez que o tempo requerido para o processamento de cada operação com criptoativos é mais demorado do que o tempo necessário para o processamento das operações com a utilização dos meios de pagamento tradicionais. Todavia, à medida que avançar a rapidez no fechamento das operações com criptoativos, mais eles se parecerão com verdadeiras moedas eletrônicas.

Na indústria dos meios de pagamentos, ocorre processo de inovação que nada tem a ver com essa discussão de *crypto-assets*. A verdadeira inovação que se tem visto decorre de meios de pagamento.

* * *

Ao longo dos debates, indagou-se se o advento de uma nova moeda soberana aumentaria a volatilidade. Suscitou-se que não há como prever tais resultados. Tem-se observado no âmbito dos sistemas financeiros ânsia por inovação. Tome-se, por exemplo, o caso das cobranças que passaram a ser recentemente praticadas pelas instituições financeiras inglesas pela prestação de serviços bancários essenciais, após as taxas de juros da Inglaterra e de outros países terem sido reduzidas a zero, e os bancos comerciais terem começado a suportar custos para manter contas correntes. O cidadão que não tinha tanta relação com as discussões bancárias passou a buscar outras formas de guardar o seu dinheiro.

Nas circunstâncias da crise de 2008 e no pós-crise, houve um avanço de questões tecnológicas em relação a vários segmentos da economia, merecendo destaque: (i) o barateamento e o aumento da capacidade de processamento e de armazenamento de dados – as nuvens, que trouxeram eficiência para muitas empresas em termos de como lidar com os dados; (ii) as redes sociais, que trouxeram a possibilidade de agregação de informações, gerando questões em torno do *big data* e de como tratá-lo; e (iii) a inteligência artificial – a análise desses dados. E o sistema financeiro se viu nesse processo de inovação.

A única convicção possível, neste momento, é a de que o sistema financeiro daqui a poucos anos vai ser diferente do de hoje. Se haverá mais

ou menos volatilidade, ainda não há evidência.

Também se questionou se a utilização da sistemática de cartões de crédito para a compra de criptoativos é ou pode ser um elemento de risco sistêmico aos mercados financeiros tradicionais. Chegou-se à conclusão de que ainda não haveria risco sistêmico, mas há relação entre esses *crypto-assets* e o risco de se realizar uma operação que pode estar relacionada a algum ato ilícito.

Ainda com relação ao debate sobre a natureza dos criptoativos, pontuou-se que, por vezes, são classificadas como *assets*, e, às vezes, como *commodities*. Como *assets*, fazendo analogia aos valores mobiliários, há alguns elementos necessários para a sua caracterização. Ademais, algumas jurisdições os teriam classificado como *commodities*, sem maiores discussões sobre os elementos dos criptoativos necessários para a avaliação da sua natureza jurídica, principalmente com o intuito de definir o regime tributário aplicável aos criptoativos. Os organismos internacionais desaconselham o envolvimento das instituições financeiras com os *crypto-assets* e os *crypto-tokens* não caracterizados como valores mobiliários.

No fim da sessão, ficou consignada uma sugestão de pauta para futuros encontros: quais mecanismos – regulatórios ou não – poderiam ser adotados para evitar a concorrência parasitária das corretoras de criptomoedas relativamente às corretoras tradicionais?

SESSÃO 2

AS CRIPTOMOEDAS E OS MERCADOS DE CAPITAIS

O foco desta sessão consistiu na regulação do mercado de capitais e na atenção que as autoridades reguladoras têm voltado às criptomoedas, sobretudo quanto ao aspecto de oferta ao público de um ativo financeiro e à sua alocação, seja a alocação em carteiras de fundos regulados pela CVM, seja a sua utilização como lastro para a emissão e a oferta de valores mobiliários regulados pela CVM – um derivativo de balcão, por exemplo.

Inicialmente, discutiram-se as alterações no conceito de valor mobiliário. Em 2001, as Leis nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, foram alteradas. Uma das alterações mais importantes foi justamente o critério para a definição de valor mobiliário. Foi acrescentada ao inciso IX do art. 2º desta lei uma cláusula aberta para permitir que contratos de investimento coletivo também pudessem ser considerados valores mobiliários e, portanto, ficassem sujeitos à regulação da CVM como títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direitos de participação, parceria ou remuneração.

Foi também citado um caso julgado pela Suprema Corte norte-americana em 1946 (SEC v. W. J. Howey Co.), quando foi criado o Howey Test, que consiste em fazer algumas perguntas e, caso todas sejam respondidas afirmativamente, o ativo financeiro em questão é considerado um valor mobiliário. As perguntas do Howey Test são: (a) Existe investimento? (b) O investimento é formalizado por um título ou contrato? (c) O investimento é coletivo? (d) Foi feita aos investidores alguma oferta de remuneração,

oportunidade de participação ou de parceria? (e) A remuneração tem origem nos esforços de terceiros? (f) Os contratos ou títulos são ofertados publicamente?

Em 16 de novembro de 2017, foram divulgados pela CVM e pelo Banco Central comunicados alertando sobre os potenciais riscos decorrentes do investimento em criptoativos (Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017). O comunicado divulgado pela CVM, no formato de “perguntas e respostas”, foi expedido pela área técnica da autarquia, que manifestou o seu entendimento sobre o tema. Porém, não se trata de um documento definitivo. Existe, inclusive, como está mencionado no próprio ofício circular, um projeto de lei em trâmite que pode ter como destino possível a criminalização da oferta desse tipo de investimento.

O último comunicado que a CVM fez foi no dia 7 de março de 2018, e o contexto dele é importante de ser debatido, uma vez que há atividade bastante intensa em redes sociais no sentido de recomendações de investimentos nesses ativos: não houve, até o momento, qualquer ICO submetido à CVM que tivesse obtido registro ou dispensa, mas aparentemente há diversas denúncias na CVM, que podem eventualmente resultar em processos administrativos sancionadores.

O caso da Niobium é interessante. Um *utility token* foi utilizado para financiar o crescimento de uma bolsa de moedas digitais, em fase ainda de implantação. A empresa não estava oferecendo o material com expectativa de rendimento; a Niobium Coin foi utilizada apenas para dar em

contrapartida um crédito para pagar por serviços na compra de outras moedas virtuais. Ao se aplicar ao caso o Howey Test, algumas respostas foram negativas.

Também foi discutido na reunião o “caso Munchee”. A Munchee Inc., na fase de implantação das suas atividades, fez uma captação de US\$ 15.000.000,00, por meio de uma oferta pública de criptoativos. A Securities and Exchange Commission (SEC) considerou que o criptoativo ofertado pela Munchee Inc. atendia a todos os requisitos do Howey Test, portanto, tratava-se de um valor mobiliário – *security* – ofertado sem o devido registro.

Os órgãos reguladores internacionais estão reagindo de formas variadas com relação ao tratamento regulatório a ser conferido aos criptoativos. No sentido de permitir a oferta e a negociação de criptoativos, Austrália, Bélgica, Suíça e Luxemburgo já têm regras específicas regulando o mercado de criptoativos, ao passo que França e Rússia estão em processo de desenvolvimento das suas respectivas regras. Em sentido contrário, a China proibiu a realização de ICOs.

* * *

Levantou-se o debate sobre eventual e futura dissonância entre a CVM e o Banco Central, pois a CVM tem uma preocupação ampla de criar mecanismos para o desenvolvimento do mercado. Um *regulatory sandbox* no Brasil poderia ser positivo, mas talvez não para o Banco Central, por conta do ponto de vista da regulação prudencial. Suscitou-se que a sociedade precisa debater sobre os caminhos para estimular as inovações no SFN.

Surgiram ainda questionamentos sobre o conceito de valor mobiliário. Foi questionado se o conceito estaria em crise e quais seriam as possíveis formas

de conferir concretude ao seu conteúdo. Foi defendida a aplicabilidade e funcionalidade da introdução no direito brasileiro do Howey Test, adaptado da experiência jurisprudencial norte-americana a partir do conceito de *security*, que é constituído de elementos abertos. Houve inclinação no debate para afirmar que a abertura conceitual originada pelo conceito de contrato de investimento coletivo é positiva para a regulação do mercado de capitais brasileiro, pois permite que a regulação do mercado de capitais acompanhe a evolução cultural, as inovações tecnológicas e as novas práticas de mercado.

Também se indagou se a CVM já discutiu como seria a participação dos agentes e das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou seja, se bancos ou corretoras deveriam ser envolvidos para que estruturassem as ofertas de criptoativos, ou se esses agentes e essas instituições ainda não estão bem preparados para assumir tal função.

Foi questionado se deveria haver alguma exigência regulatória sobre a plataforma eletrônica de negociação. Foi discutido, ainda, o risco de diversos investidores serem induzidos a erro ao investirem em criptoativos, *tokens* ou criptomonedas, pois estariam investindo os seus recursos em sociedades empresárias não reguladas por qualquer das instituições reguladoras do SFN, a despeito de essas sociedades empresárias se autoproclamarem “corretoras” ou, até mesmo, “bancos”.

Discutiu-se o eventual fracasso do modelo de regulação baseado na redução de assimetrias de informação entre emitentes, intermediários e investidores por meio de *disclosure* obrigatório de informações sobre os emissores e sobre as ofertas, uma vez que os criptoativos vêm sendo de fato negociados, mesmo sem estarem protegidos

pelas mesmas obrigações de disponibilizar informações que são aplicáveis aos processos de oferta pública de valores mobiliários.

Concluiu-se que não se sabe se existe como mitigar esse risco de forma suficiente: o que a regulação prudencial dos mercados financeiro e de capitais busca fazer é disseminar os conceitos relevantes para a tomada de decisão informada pelo investidor, especialmente por meio de alertas e comunicados.

SESSÃO 3

AS CRIPTOMOEDAS SÃO MOEDAS?

Logo no início da terceira sessão de discussão, questionou-se se criptomoedas são moedas, e a pergunta foi respondida negativamente. Houve concordância quanto à natureza jurídica de valor mobiliário dos critptoativos emitidos por meio de ICOs, e foi apontado que existe uma discussão em curso atualmente quanto à natureza jurídica das moedas digitais emitidas pelos próprios bancos centrais.

Entre as razões pelas quais as criptomoedas não são moedas no sentido técnico e econômico do termo, foi destacado que, em 1933, a maior parte dos países abandonou o padrão-ouro; as moedas nacionais deixaram de ter valor intrínseco e se tornaram apenas moedas fiduciárias, ou seja, um pedaço de papel, cuja característica distintiva é a obrigatoriedade do seu aceite imposta pelo Estado, o curso forçado. Portanto, para a existência da moeda, passou a ser suficiente que ela tenha a nomenclatura que lhe foi atribuída pelo Estado e o correspondente curso forçado.

Depois de 1933, teria ocorrido um fenômeno contábil interessante no balanço dos bancos centrais dos países que adotaram a moeda fiduciária: o meio circulante deixou de ser contabilizado como um passivo exigível para ser um passível não exigível. Essa mudança contábil, decorrente da passagem do padrão-ouro para a moeda fiduciária, teve algumas implicações importantes e raramente percebidas.

Por exemplo, nos anos 1970, o Fundo Monetário Internacional (FMI) publicou alguns trabalhos e pesquisas acadêmicas sobre o fato de alguns

bancos centrais estarem com o patrimônio líquido negativo, sem que isso gerasse maior comoção ou interesse público. Depois da crise de 2008, foram feitos esforços para integrar a conta “meio circulante” na conta “patrimonial” de vários bancos centrais que apresentavam patrimônio líquido negativo, no intuito de demonstrar que os bancos centrais são instituições singulares, pois detêm o poder único de emitir moeda, a matéria com o qual as obrigações são cumpridas, e as empresas recebem aumento de capital social.

Como os bancos centrais contabilizam a emissão nos seus balanços contábeis e distribuem a moeda para o público, a moeda emitida deveria contar como se fosse o capital dos bancos centrais. Dessa forma, o dinheiro que as pessoas carregam nos bolsos teria uma função econômica semelhante à de uma “ação preferencial ao portador” emitida pelos bancos centrais. Contudo, tal “ação preferencial ao portador” teria uma distribuição pública peculiar, porque é obrigatoriamente aceita em qualquer lugar – curso forçado.

Essa interpretação singular sobre a função e a natureza econômica da moeda ficou subitamente atual à luz do fenômeno das ICOs. Assim, ao invés de aumentar os seus capitais sociais por meio de ofertas públicas de valores mobiliários (*Initial Public Offerings* – IPOs) – que são caros e de apresentam ônus regulatório substancial –, algumas sociedades empresárias estariam capitalizando-se por meio de ICOs, as quais são mais baratas e possuem menor custo de conformidade.

Entretanto, a sua estrutura e a sua função econômica seriam semelhantes à da moeda fiduciária emitida pelos bancos centrais: um passivo não exigível emitido como meio para o financiamento das atividades do emissor. Então, percebe-se que a estrutura dos *tokens* e dos criptoativos objeto dos ICO não é tão nova assim: é praticada sistematicamente por bancos centrais, com a diferença de que as criptomoedas emitidas e negociadas por meio das ICOs não têm curso forçado como a moeda estatal.

Por fim, foi discutida a estrutura das bases monetárias da economia moderna, considerando, especialmente, a distinção existente nos meios de pagamento, que teriam sido subdivididos entre a base monetária e a moeda escritural. Assim, o multiplicador bancário e a regra de política econômica teriam passado a funcionar tal como no passado o metal funcionava, na contenção de impulsos inflacionários.

Era como se a base monetária fosse um dinheiro *high power*, expressão cunhada por Friedman, de alto poder, multiplicável pelos bancos a partir de parâmetros que o banco central poderia alterar por via regulatória. Porém, a inovação financeira passou a fazer com que o resultado da multiplicação fosse cada vez mais complexo e passássemos a ter novos meios de pagamento, além dos tradicionais (M0, M1, M2, M3 e M4).

Aos poucos, percebe-se que nenhum deles explicava mais do que o anterior, e as correlações com o nível de atividades e a inflação que os bancos centrais buscavam perdia-se, o que resultou em crescentes dificuldades de se determinarem os limites entre a moeda e os demais meios de pagamento. Os agregados acabaram, inclusive, abandonados, em meados dos anos 1990, quando essa cultura de meta de inflação substituiu a ideia do agregado monetário.

Depois de 2008, teria ganhado força outra vertente de reflexão sobre a moeda: ela deixa de ser analisada como meio de pagamento para passar a ser uma tecnologia de pagamento, o que teria aproximado os conceitos de dinheiro e de sistema de pagamento, já que sistema é uma tecnologia. Dessa forma, o sistema de pagamentos se torna o centro da vida financeira moderna, e o mercado de tecnologias de pagamento tem observado inovações tecnológicas e financeiras significativas.

Nesse contexto, as criptomoedas seriam um subsistema de pagamentos, pequeno se comparado aos meios de pagamento *mobile*, digital, cartões de crédito ou cartões próprios emitidos pelas redes varejistas.

Em relação ao mercado mundial de criptomoedas, foi discutido que existem atualmente vários tipos de moedas digitais de emissão privada, tal como se fosse mais um novo mercado de capitais, ou um novo mercado de produtos financeiros, do que propriamente um novo sistema monetário.

Assim, se nenhuma dessas criptomoedas emitidas atualmente tem curso forçado, nenhuma é moeda. Trata-se de ativos financeiros, valores mobiliários, *commodities* eletrônicas, etc. Vale, inclusive, ressaltar a distinção que a SEC e a CVM adotaram para as criptomoedas: em *utility token* e *security token*. As *utility tokens* garantem aos seus titulares o acesso a algum tipo de serviço ou prêmio, ao passo que as *security token* garantem aos seus titulares a participação nos resultados do empreendimento realizado pelo emissor.

Outro assunto discutido foi a possibilidade de emissão de moedas digitais pelos próprios bancos centrais – o que não necessariamente precisa ser via *blockchain*. Caso esta possibilidade fosse levada a efeito pelos bancos centrais nacionais, as

peças naturais e jurídicas poderiam ter uma carteira digital – *wallet* – diretamente nos bancos centrais. No limite, isso eliminaria a necessidade de cartões de crédito e de débito e até mesmo de bancos comerciais. Essa possibilidade é quase tão disruptiva quanto a ideia de que os bancos comerciais devem tornar-se apenas plataformas que operacionalizam sistemas de pagamento, e que todos os produtos dessa plataforma têm de ser independentes do banco, sem integração vertical e oferecidos de forma competitiva.

Um último ponto levantado na discussão foi a necessidade de se conciliar o anonimato das transações financeiras possibilitado pelas criptomoedas com as políticas de prevenção à lavagem de dinheiro e de combate ao financiamento ao terrorismo. Concordou-se que se trata de um grande desafio a ser enfrentado pelas autoridades monetárias e de *law enforcement* nacionais e internacionais.



FGV DIREITO RIO