

## **A regulação dos criptoativos no Brasil: origens, jurisprudência e futuro da criptoeconomia brasileira**

The regulation of crypto assets in Brazil: origins, case law, and the future of the brazilian crypto economy

Lorena Peixoto Alvares

### **Resumo**

O objetivo do presente trabalho é explorar a classificação apropriada dos criptoativos sob a ótica dos principais órgãos reguladores brasileiros da matéria: a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil. As características únicas dos ativos virtuais constituem um desafio para a criação de um marco regulatório eficiente e capaz de conciliar interesses públicos e privados. Com base em estudo de jurisprudência comparada, procura-se identificar também como a questão é abordada no exterior, tendo os Estados Unidos da América como ponto de referência. Adicionalmente, observa-se também a empreitada do Estado brasileiro para a emissão de sua própria criptomoeda e como isso é recebido pelo arcabouço regulatório pretendido, especialmente frente às suas contrapartes privadas.

**Palavras-chave:** Criptoativos. Criptomoedas. *Tokens*. Valores mobiliários. Ativos virtuais, Ofertas Públicas, Criptoeconomia.

### **Abstract**

The objective of this work is to explore the proper classification of crypto assets from the perspective of the main Brazilian regulatory bodies in the matter: the Securities and Exchange Commission and the Central Bank of Brazil. The unique characteristics of virtual assets constitute a challenge for the creation of an efficient regulatory framework capable of reconciling public and private interests. Based on a comparative jurisprudence study, it also seeks to identify how the issue is addressed abroad, with the United States of America as a point of reference. Additionally, the Brazilian State's endeavor to issue its own cryptocurrency is also observed and how this is received by the intended regulatory framework, especially in relation to its private counterparts.

**Keywords:** Crypto assets. Cryptocurrencies. Tokens. Securities. Virtual assets, Public Offerings, Cryptoeconomy.

# 1 INTRODUÇÃO

Desde o surgimento do Bitcoin em 2008, a chamada "criptoeconomia" evoluiu e originou um ecossistema de ativos virtuais que incluem as criptomoedas e os tokens, divididos entre *payment tokens*, *asset tokens*, *utility tokens* e *security tokens*, todos reunidos sob o guarda-chuva de criptoativos. Esse ecossistema, que inicialmente se restringia a um pequeno grupo de entusiastas da tecnologia e de críticos do sistema financeiro tradicional, expandiu-se de forma exponencial ao longo da última década, atraindo a atenção de investidores institucionais, empresas de tecnologia e, naturalmente, dos Estados e seus órgãos reguladores.

Além de suas variantes tipológicas, o alcance e o uso dos criptoativos também evoluíram de maneira significativa. As criptomoedas superaram sua má fama adquirida como moeda de troca na *deep web* e transformaram-se em um dos principais ativos constantes hoje em portfólios de investimento, principalmente de investidores dispostos a assumir elevados níveis de risco em troca de taxas de retorno acima da média e em tempo recorde. A volatilidade intrínseca desses ativos, que inicialmente afastava investidores mais conservadores, passou a ser percebida como uma oportunidade por aqueles que buscavam rentabilidade superior à oferecida pelos instrumentos financeiros tradicionais.

É imperativo, nesse contexto, compreender que a emergência dos criptoativos não constitui um fenômeno isolado ou meramente especulativo, mas insere-se em um movimento mais amplo de transformação digital da economia global. A convergência entre tecnologias de registro distribuído, criptografia avançada e redes descentralizadas criou as condições para o surgimento de uma nova infraestrutura financeira que questiona premissas fundamentais do sistema bancário e monetário vigente. Nesse cenário, a capacidade do Estado de regular adequadamente os criptoativos reveste-se de importância estratégica, uma vez que a ausência de regulação pode tanto inibir a inovação benéfica quanto permitir a proliferação de práticas fraudulentas e lesivas aos investidores.

A complexidade do fenômeno dos criptoativos é amplificada pela velocidade com que novas modalidades de *tokens* e protocolos descentralizados são criados e lançados no mercado. A cada dia, surgem novos projetos que buscam financiamento por meio de ofertas iniciais de *tokens*, cada um com características próprias que desafiam as tentativas de categorização uniforme. Essa dinâmica impõe ao regulador a difícil tarefa de construir normas suficientemente amplas para abarcar a diversidade existente, sem, contudo, criar obstáculos excessivos à inovação tecnológica que poderia beneficiar a sociedade como um todo.

A multiplicação das criptomoedas e sua difusão em escala global atraíram o olhar dos Estados em âmbito mundial, não somente pela possibilidade de ocultação de patrimônio e lavagem de dinheiro, em virtude do anonimato garantido pela tecnologia *blockchain*, mas também por sua capacidade de impactar os mercados de capitais e as cadeias de funcionamento de diversos setores empresariais. Nesse contexto, a preocupação estatal com os criptoativos transcende a mera fiscalização tributária, abrangendo questões de proteção ao consumidor, estabilidade financeira e soberania monetária.

No que diz respeito aos impactos das criptomoedas na economia, observa-se que seu papel transcende o de mero ativo financeiro, passando a tornar-se parte de cadeias produtivas, no sentido de que empresas podem emití-las para uso como moeda de troca em suas plataformas. A tokenização de ativos reais, como imóveis e valores mobiliários, ampliou ainda mais o espectro de utilização da tecnologia *blockchain*, criando novas possibilidades de financiamento e negociação que desafiam as categorias jurídicas tradicionais.

A regulação estatal, por sua vez, persegue dois objetivos fundamentais: o primeiro deles é buscar a constituição de um ambiente seguro e transparente para a emissão, negociação e uso de criptoativos, ao passo que o segundo é viabilizar a emissão de criptomoedas estatais, as chamadas *Central Bank Digital Currencies*, doravante abreviadas como CBDCs. Ambos os objetivos, embora complementares, impõem desafios distintos ao legislador e ao regulador, uma vez que exigem a conciliação de interesses públicos e privados frequentemente conflitantes.

Cumprindo observar, nesse ponto, que a dicotomia entre proteção ao investidor e fomento à inovação constitui um dos principais dilemas enfrentados pelos reguladores em todo o mundo. Uma regulação excessivamente restritiva pode deslocar a atividade econômica para jurisdições mais permissivas, privando o país dos benefícios associados ao desenvolvimento do ecossistema de criptoativos. Por outro lado, uma abordagem excessivamente leniente pode expor investidores e consumidores a riscos significativos, comprometendo a integridade e a credibilidade do sistema financeiro como um todo. O equilíbrio entre esses dois polos constitui o desafio central da regulação dos criptoativos, e a forma como cada jurisdição o resolve reflete suas prioridades políticas, econômicas e institucionais.

No âmbito internacional, diversas abordagens regulatórias têm sido adotadas. Países como El Salvador adotaram posições extremamente favoráveis, chegando a conferir curso legal ao Bitcoin, enquanto outros, como a China, optaram por proibições abrangentes das atividades relacionadas a criptoativos. Entre esses dois extremos, a maioria dos países tem buscado soluções intermediárias, que combinem a proteção dos investidores com o estímulo à

inovação. O Brasil situa-se neste espectro intermediário, buscando construir um marco regulatório que reconheça a legitimidade dos criptoativos como classe de ativos, sem abdicar de mecanismos de proteção e supervisão.

Não obstante, para construir um arcabouço regulatório adequado e benéfico, é necessário definir com clareza a natureza dos criptoativos, em especial das criptomoedas. A ausência de uma definição precisa e consensual constitui, por si só, um dos principais obstáculos à regulação eficiente, na medida em que a multiplicidade de formas e funções assumidas pelos criptoativos dificulta sua subsunção a categorias jurídicas preexistentes.

Nesse panorama, a regulação dos criptoativos emerge como uma das questões jurídicas mais prementes e desafiadoras da contemporaneidade. A natureza transfronteiriça e descentralizada dos criptoativos torna particularmente complexa a tarefa de submetê-los a marcos regulatórios nacionais, uma vez que as transações realizadas em redes *blockchain* não respeitam limites geográficos nem se submetem naturalmente à jurisdição de qualquer Estado específico. Essa característica impõe a necessidade de cooperação internacional entre reguladores, ao mesmo tempo em que dificulta a aplicação efetiva de normas domésticas a agentes que operam a partir de jurisdições estrangeiras.

A relevância econômica dos criptoativos no Brasil já não pode ser ignorada. Segundo dados da Receita Federal, o volume de operações com criptoativos declarado pelos brasileiros tem crescido exponencialmente nos últimos anos, refletindo uma adoção cada vez mais ampla desses ativos por investidores de diferentes perfis. Esse crescimento impõe urgência à consolidação de um marco regulatório claro e funcional, capaz de proporcionar segurança jurídica tanto para os investidores quanto para os empreendedores e empresas que atuam nesse ecossistema.

O presente artigo visa analisar a evolução do entendimento dos órgãos reguladores brasileiros sobre as criptomoedas, com foco especial na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e no Banco Central do Brasil (BCB). Para tanto, é necessário salientar as diferenças entre criptomoedas, *stablecoins* e CBDCs, tanto entre si quanto em relação às moedas fiduciárias, de modo a evidenciar quando criptoativos podem ser considerados como moeda e por qual motivo.

O presente artigo adota uma abordagem metodológica que combina pesquisa bibliográfica, análise documental e estudo de jurisprudência comparada. A pesquisa bibliográfica abrange obras nacionais e estrangeiras sobre criptoativos, regulação financeira e direito comparado, permitindo a construção de um referencial teórico sólido para a análise dos desafios regulatórios enfrentados pelo Brasil. A análise documental concentra-se nos

normativos, ofícios-circulares, deliberações e pareceres emitidos pela CVM e pelo BCB, bem como nos projetos de lei em tramitação no Congresso Nacional. O estudo de jurisprudência comparada, por sua vez, toma como referência os precedentes estabelecidos pela SEC nos Estados Unidos, cuja experiência regulatória em matéria de criptoativos é mais antiga e consolidada do que a brasileira.

A escolha dos Estados Unidos como ponto de referência para o direito comparado justifica-se não apenas pela importância de seu mercado de capitais, mas também pela influência que os entendimentos da SEC exercem sobre os reguladores de outros países, incluindo o Brasil. A CVM tem expressamente reconhecido essa influência ao adotar critérios de classificação de criptoativos inspirados no *Howey Test*, conforme se demonstrará ao longo deste trabalho.

Superada esta primeira questão, adotar-se-á uma perspectiva de direito comparado, uma vez que o entendimento dos órgãos reguladores brasileiros têm caminhado *pari passu* ao da *Securities and Exchange Commission* (SEC), responsável pela regulamentação e controle dos mercados financeiros dos Estados Unidos da América. A experiência estadunidense, consolidada em diversos precedentes jurisprudenciais, oferece subsídios valiosos para a compreensão dos desafios enfrentados pelo Brasil na construção de seu próprio marco regulatório.

Por fim, o trabalho analisará a jurisprudência atual acerca do tema, construída até o presente momento pela CVM, bem como os principais projetos de lei já apresentados no Congresso Nacional e no Senado Federal que visam constituir marco regulatório dos criptoativos. A análise legislativa revela não apenas as intenções do legislador, mas também as dificuldades inerentes à tentativa de disciplinar um fenômeno tecnológico em constante transformação.

O artigo almeja responder, por meio de análise bibliográfica, legislativa e jurisprudencial, aos seguintes questionamentos: como o Direito brasileiro enxerga os criptoativos? É possível um único marco regulatório para todos os criptoativos? Essas indagações, longe de serem meramente acadêmicas, possuem relevância prática imediata, uma vez que a resposta a elas condiciona a forma como milhões de brasileiros investem, transacionam e se relacionam com ativos digitais.

A importância de tal discussão deriva da aparente impossibilidade de enquadrar os criptoativos como um todo em uma mesma categoria, de modo que uma pretensão regulatória geral por parte da CVM ou do BCB, seja ela definida pelo legislador ou construída pela jurisprudência, se torna desafiadora, conforme se evidenciará ao longo deste trabalho.

No que tange à metodologia empregada, o presente trabalho adota uma abordagem que combina pesquisa bibliográfica, análise documental e estudo de jurisprudência comparada. A pesquisa bibliográfica abrange obras nacionais e estrangeiras sobre criptoativos, regulação financeira e direito comparado, permitindo a construção de um referencial teórico sólido para a análise dos desafios regulatórios enfrentados pelo Brasil. A análise documental concentra-se nos normativos, ofícios-circulares, deliberações e pareceres emitidos pela CVM e pelo BCB, bem como nos projetos de lei em tramitação no Congresso Nacional. O estudo de jurisprudência comparada, por sua vez, toma como referência os precedentes estabelecidos pela SEC nos Estados Unidos, cuja experiência regulatória em matéria de criptoativos é mais antiga e consolidada do que a brasileira.

## **2 DEFINIÇÃO E ORIGENS**

### **2.1 Criptoativos: o que são e como funcionam?**

A CVM definiu criptoativos como "ativos virtuais, protegidos por criptografia, presentes exclusivamente em registros digitais, cujas operações são executadas e armazenadas em uma rede de computadores" (CVM, 2018), cujas negociações dependem da tecnologia *blockchain*. Por sua vez, *blockchain* pode ser entendida como uma cadeia de blocos que armazena registros de transações em uma rede descentralizada, operando como um livro-razão distribuído que prescinde de uma autoridade central para validar as operações nele registradas.

A construção da *blockchain* e de *distributed ledger technologies* (DLTs) similares depende de uma estrutura de validação feita pelos chamados "mineradores", que utilizam seus computadores para resolver problemas matemáticos complexos, cuja resolução resulta em um código denominado *hash*, o qual é posteriormente incorporado à *blockchain*. Essa cadeia de validação constitui o alicerce técnico sobre o qual repousa a confiabilidade das transações realizadas com criptoativos, substituindo a confiança institucional depositada em intermediários financeiros tradicionais pela confiança algorítmica inerente ao protocolo criptográfico.

É importante destacar que a tecnologia *blockchain*, embora inicialmente concebida para dar suporte ao Bitcoin, evoluiu para muito além de sua aplicação original como infraestrutura de uma criptomoeda específica. Atualmente, diversas plataformas de *blockchain* permitem a execução de contratos inteligentes (*smart contracts*), que são programas autoexecutáveis que automatizam o cumprimento de condições contratuais previamente

estabelecidas. Essa funcionalidade ampliou significativamente o escopo de utilização da tecnologia, possibilitando a criação de aplicações descentralizadas (*dApps*) nos mais diversos setores da economia, desde seguros e logística até governança corporativa e administração pública. A versatilidade da *blockchain* é, ao mesmo tempo, fonte de oportunidades e de desafios regulatórios, uma vez que cada nova aplicação pode demandar um tratamento jurídico diferenciado.

A resolução dos problemas supracitados pode se dar por meio de dois mecanismos principais. O primeiro é a chamada *proof-of-work*, na qual os mineradores competem entre si para resolvê-los, cabendo ao vencedor uma remuneração na criptomoeda da referida rede. Esse modelo, embora eficaz do ponto de vista da segurança, é frequentemente criticado por seu elevado consumo energético, uma vez que a competição entre mineradores demanda quantidades crescentes de poder computacional. O segundo mecanismo é a chamada *proof-of-stake*, na qual os validadores (uma vez que não há mineradores nesse modelo) realizam investimentos mínimos em carteiras específicas de criptomoedas para obterem o direito de resolver os algoritmos. A recompensa nesse sistema, por sua vez, também é proporcional à quantidade de criptomoedas investidas, o que incentiva a manutenção de posições de longo prazo e reduz significativamente o consumo energético em comparação com o modelo de *proof-of-work*.

Independentemente do modelo de construção de *blockchain* escolhido, é a coletividade da estrutura *peer-to-peer* que valida as transações e garante a segurança da rede como um todo, evitando que o mesmo ativo seja negociado duas vezes (o chamado problema do *double-spending*) e de modo que a figura de um intermediário se torna desnecessária, uma vez que a transação realizada é rastreável, embora as partes permaneçam anônimas. Essa característica de descentralização constitui, ao mesmo tempo, a principal virtude e o maior desafio regulatório dos criptoativos, pois dificulta a identificação dos agentes envolvidos nas transações e a aplicação de normas tradicionais de *compliance* e prevenção à lavagem de dinheiro.

É relevante mencionar que a tecnologia blockchain, embora inicialmente concebida para dar suporte ao Bitcoin, evoluiu para muito além de sua aplicação original como infraestrutura de uma criptomoeda específica. Atualmente, diversas plataformas de blockchain permitem a execução de contratos inteligentes (*smart contracts*), que são programas autoexecutáveis capazes de automatizar o cumprimento de condições contratuais previamente estabelecidas. Essa funcionalidade ampliou significativamente o escopo de utilização da tecnologia, possibilitando a criação de aplicações descentralizadas (*dApps*) nos mais diversos

setores da economia, desde seguros e logística até governança corporativa e administração pública. A versatilidade da blockchain constitui, ao mesmo tempo, fonte de oportunidades e de desafios regulatórios, uma vez que cada nova aplicação pode demandar um tratamento jurídico específico e diferenciado.

## 2.2 Criptomoedas: de Hayek a Nakamoto

O economista austríaco Friedrich Hayek, em sua obra "Desestatização do Dinheiro", já vislumbrava a emissão de moedas privadas como forma de romper a política estatal de manipulação do câmbio, que repousa sobre o monopólio de emissão de moeda. Hayek, um dos mais proeminentes representantes da Escola Austríaca de Economia, desenvolveu sua tese em um contexto de crescente desconfiança em relação à capacidade dos governos de gerir adequadamente a política monetária, especialmente após os episódios inflacionários das décadas de 1960 e 1970. Em suas palavras<sup>1</sup>:

(...) até o momento, a principal conclusão é que a maior falha da estrutura de mercado, qual seja, sua suscetibilidade à depressão e ao desemprego periódicos – objetos de justificada censura –, é consequência do milenar monopólio governamental sobre a emissão da moeda. Já não tenho dúvidas de que a empresa privada, se não tivesse sido impedida pelo governo, já teria há muito fornecido ao público uma variedade de moedas, à escolha deste público: seriam vitoriosas na competição aquelas cujo valor se tivesse mantido essencialmente estável e que tivessem impedido tanto a excessiva estimulação do investimento quanto os consequentes períodos de retração.

A tese fundamental da obra de Hayek é que a emissão de moedas concorrentes evitaria a desvalorização cambial, ao passo que a estabilidade monetária seria garantida pela competição entre os atores econômicos, regidos pela lei da oferta e demanda. O lastro das moedas, por sua vez, seria a confiança dos usuários de que os bancos possuem recursos suficientes para liquidar todos os depósitos eventuais. Em termos de aplicabilidade de sua teoria, o economista postulou que<sup>2</sup>:

(...) para a grande maioria das pessoas, o aparecimento de várias moedas concorrentes traria como novidade apenas a possibilidade de fazer uma escolha, mas não tornaria necessária qualquer mudança em sua maneira habitual de usar o dinheiro. Gradualmente, a experiência lhes ensinaria como melhorar sua posição, escolhendo outros tipos de dinheiro. Os bancos logo ofereceriam aos comerciantes varejistas o equipamento de cálculo apropriado que eliminaria quaisquer dificuldades administrativas ou contábeis iniciais. Como o emissor da moeda que eles usassem teria todo interesse em dar-lhes assistência, é provável que logo descobrissem que estavam sendo melhor servidos do que antes. Nos setores de indústria, comércio e serviços poderia haver um aprendizado mais lento no sentido de tirar todas as vantagens das novas oportunidades, mas não haveria, na condução

---

<sup>1</sup> HAYEK, Friedrich August von. Desestatização do Dinheiro: uma análise da teoria e prática das moedas simultâneas. 2ª ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2011, p. 20.

<sup>2</sup> Idem, p. 141.

dos negócios, necessidade de mudanças radicais nem de adaptações extremamente complicadas.

Não obstante a relevância e a originalidade de sua contribuição teórica, a concepção de moedas privadas desenvolvida pelo economista austríaco não eliminava a necessidade de um intermediário para validar e garantir as transações. Referido problema somente seria solucionado décadas depois por Satoshi Nakamoto, pseudônimo utilizado pelo autor do artigo "Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system" e criador do Bitcoin, a primeira criptomoeda funcional, que possuía seus sistemas de validação, negociação e garantia baseados na tecnologia *blockchain* e no método de *proof-of-work*. Nakamoto, ao observar o sistema de pagamentos durante a crise do *subprime* de 2008, concluiu que a criação de um mecanismo de pagamentos lastreado na criptografia reduziria os custos de transação e aumentaria a segurança (NAKAMOTO, 2009, p.1). A solução proposta por Nakamoto representou, assim, a materialização tecnológica de uma aspiração teórica que remontava à obra de Hayek: a possibilidade de transações financeiras seguras, transparentes e livres da intermediação estatal ou bancária.

Desde então, a relevância dos criptoativos se tornou incontestável. Ao se analisar o peso das criptomoedas e das *stablecoins*, por exemplo, constata-se que o mercado possuía cerca de 19.511 criptomoedas e *stablecoins* em circulação, negociadas por aproximadamente 526 *exchanges* e movimentando um montante aproximado de R\$ 6,3 trilhões de reais, segundo informações do website CoinMarketCap<sup>3</sup>. Esses números demonstram a magnitude do fenômeno e justificam a urgência da reflexão regulatória que o presente trabalho se propõe a empreender.

### **2.3 Criptomoedas, Stablecoins e CBDCs: definições e diferenças**

Considerando que as criptomoedas já foram definidas anteriormente, prosseguir-se-á para definir *stablecoins*, que podem ser entendidas como unidades digitais de valor que não constituem moeda, mas, por meio de um conjunto de ferramentas de estabilização, buscam minimizar as flutuações em seu preço via lastro em moedas fiduciárias ou outros ativos (BULLMAN; KLEMM; PINNA, 2019, p.3). O mecanismo de estabilização pode ser constituído por lastro em: (i) moedas fiduciárias; (ii) ativos tradicionais, que requerem uma forma centralizada de custódia, como imóveis e valores mobiliários; e (iii) outros criptoativos<sup>4</sup>. A diversidade de mecanismos de lastro reflete a tentativa do mercado de

---

<sup>3</sup> COINMARKETCAP. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/>. Acesso em 13 mar. 2026.

<sup>4</sup> ESPIR, Bárbara Cabrera; STEINBERG, Daniel Fideles. O Direito e os novos fenômenos monetários: análise jurídica das diferenças entre criptoativos, *stablecoins* e CBDCs. IN: PINTO, Alexandre Evaristo; EROLES,

conciliar a inovação proporcionada pela tecnologia *blockchain* com a estabilidade de preços indispensável para a utilização cotidiana como meio de troca.

Por sua vez, as CBDCs representam o movimento de ingresso estatal na criptoconomia, podendo ser definidas como criptomoedas emitidas pelos bancos centrais. No Brasil, o desenvolvimento do Real Digital está vinculado à chamada Agenda BC#, por meio da Portaria nº 108.092, de 20 de agosto de 2020<sup>5</sup> e das diretrizes divulgadas pelo BCB em 24 de maio de 2021<sup>6</sup>. Trata-se de uma iniciativa que visa não apenas modernizar o sistema de pagamentos brasileiro, mas também ampliar a inclusão financeira e reduzir os custos de transação na economia como um todo.

As CBDCs divergirão das moedas eletrônicas por utilizarem a tecnologia *blockchain* e, contrariamente às criptomoedas e às *stablecoins*, possuirão curso forçado desde sua implementação. Além disso, seu lastro será o real fiduciário, uma vez que constituirá representação digital deste. Essa distinção é fundamental para a compreensão do arcabouço regulatório pretendido, pois as CBDCs, diferentemente de seus pares privados, nascerão sob o manto da autoridade estatal e, portanto, gozarão de todas as prerrogativas e garantias inerentes à moeda oficial do país.

Na tabela abaixo, estão evidenciadas as principais diferenças entre as três categorias de criptoativos abordadas:

| <b>Criptomoedas</b>  | <b>Stablecoins</b>   | <b>CBDCs</b>  |
|--|--|---|
| Commodities digitais.  | Criptoativos lastreados em moeda fiduciária ou outras classes de ativos. Constitui uma obrigação contra a entidade emissora.   | Representações digitais de moedas fiduciárias.              |
| Emissão descentralizada. Emitidas por redes construídas por pessoas físicas ou jurídicas de direito privado. | Emissão centralizada/descentralizada. Emitidas por uma empresa/entidade que estabelece as regras de lastro centralizado (e.g. moeda fiduciária) ou descentralizado (e.g. outros criptoativos). | Emissão centralizada. Serão emitidas pelos bancos centrais. |

---

Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga (Orgs.). *Criptoativos: estudos regulatórios e tributários*. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin. Brasil, 2021, p. 112.

<sup>5</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil. *Portaria nº 108.092, de 20 de agosto de 2020*. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-n-108.092-de-20-de-agosto-de-2020-273476769>. Acesso em: 24 mar. 2026.

<sup>6</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil. *Banco Central divulga as diretrizes gerais de uma moeda digital para o Brasil*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17398/nota>. Acesso em: 12 fev. 2026.

|   |   |   |
|---|---|---|
| Almejam contornar os problemas do sistema financeiro tradicional. | Têm por objetivo permitir o uso de ativos virtuais com volatilidade reduzida. | Têm por objetivo a inserção das moedas fiduciárias na criptoeconomia. |
| Carecem de poder liberador.                                       | Carecem de poder liberador.   | Possuirão poder liberador.  |

*Fonte: Desenvolvido pelo autor.*

Da tabela acima, depreende-se que criptomoedas e *stablecoins* não devem ser entendidas como moeda em sentido estrito, uma vez que não cumprem todas as funções necessárias para que sejam classificadas como tal. Embora sejam utilizadas como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor, carecem do poder liberador inerente ao curso forçado das moedas fiduciárias, que obrigam indivíduos sob a jurisdição do Estado em questão a aceitar determinada moeda como pagamento e dar quitação de dívidas. Tal característica é encontrada apenas nas CBDCs, o que reforça a necessidade de diferenciação regulatória entre as distintas categorias de criptoativos.

### 3 CRIPTOATIVOS E A SEC

A SEC manifestou-se sobre a temática dos criptoativos pela primeira vez em 2013, ao alertar investidores sobre ofertas de criptomoedas e *stablecoins* que, na verdade, constituíam esquemas de pirâmide<sup>7</sup>. Uma segunda manifestação do regulador estadunidense foi emitida no ano seguinte, reiterando o risco de fraude e salientando o alto grau de risco inerente às criptomoedas, de modo que eram até então consideradas inadequadas para a maioria dos investidores<sup>8</sup>. Essas manifestações iniciais revelam uma postura predominantemente cautelosa e reativa por parte da SEC, que buscava proteger os investidores sem, contudo, inibir a inovação tecnológica.

A evolução da postura da SEC em relação aos criptoativos pode ser compreendida como um processo de aprendizado institucional, no qual o regulador foi progressivamente refinando sua compreensão sobre a natureza e os riscos desses ativos. As primeiras manifestações, predominantemente aleatórias, cederam lugar a uma abordagem mais sofisticada e propositiva, que buscou enquadrar os criptoativos dentro do arcabouço regulatório existente, utilizando ferramentas jurídicas consagradas como o *Howey Test*. Essa estratégia regulatória, que privilegia a adaptação de instrumentos existentes em detrimento da

<sup>7</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. *Investor Alert: Ponzi Schemes using virtual currencies*. Disponível em: [https://www.sec.gov/files/ia\\_virtualcurrencies.pdf](https://www.sec.gov/files/ia_virtualcurrencies.pdf). Acesso em: 11 fev. 2026.

<sup>8</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. *Investor Alert: Bitcoin and other virtual currency-related investments*. Disponível em: [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/investoralertsia\\_bitcoin.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/investoralertsia_bitcoin.html). Acesso em: 11 fev. 2026.

criação de normas inteiramente novas, tem sido objeto de debate tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, onde defensores da inovação frequentemente argumentam que a aplicação de regras concebidas para o mercado financeiro tradicional pode ser inadequada para a realidade dos criptoativos.

Posterior manifestação da SEC apontou que alguns agentes de mercado estavam realizando emissões de criptoativos com o objetivo de captar recursos para financiar seus projetos, oferecendo em troca pagamento de juros ou direito de participação nos projetos, podendo ainda ser negociados em plataformas conhecidas como *exchanges*. No caso em tela, referidos ativos virtuais seriam considerados *securities* e, portanto, colocados sob jurisdição da SEC e sujeitos à legislação de ofertas públicas<sup>9</sup>, em especial o *Securities Act of 1933* e o *Securities Exchange Act of 1934*. Essa mudança de postura representou um marco na regulação dos criptoativos, na medida em que a SEC passou a adotar uma abordagem substancial, focada na natureza econômica da operação, e não meramente formal.

O critério para enquadramento de criptoativos como *securities* é o chamado *Howey Test*, desenvolvido durante o julgamento do icônico caso *SEC v. W.J. Howey Co.* pela Suprema Corte dos Estados Unidos em 1946. O referido mecanismo jurídico define que são classificados como contratos coletivos de investimento as ofertas em que há "investimento de dinheiro em empreendimento comum, com expectativa razoável de lucros derivados dos esforços de terceiros"<sup>10</sup>. Trata-se de um critério eminentemente funcional, que privilegia a substância econômica da transação em detrimento de sua forma jurídica, o que o torna particularmente adequado para a análise de fenômenos inovadores como os criptoativos. Abaixo, analisar-se-á alguns dos principais casos julgados pela SEC à luz desse critério.

### 3.1 O caso DAO

DAO, acrônimo de *Decentralized Autonomous Organization*, é um sistema descentralizado que utiliza a tecnologia *blockchain*. Desenvolvido originalmente por uma empresa alemã, os investidores adquiriam os chamados *DAO Tokens* por meio de pagamentos realizados em Ether (ETH), através dos quais participavam de votações para determinar o financiamento de projetos, fazendo jus a recompensas em ETH decorrentes dos resultados

---

<sup>9</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. *Investor Bulletin: Initial Coin Offerings*. Disponível em: [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings). Acesso em: 11 fev. 2026.

<sup>10</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. *Framework for "investment contract" analysis of digital assets*. Disponível em: [https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#\\_edn5](https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_edn5). Acesso em: 11 fev. 2026. Tradução nossa.

destes. Essa estrutura representava uma forma inovadora de governança corporativa, na qual as decisões de alocação de capital eram descentralizadas e submetidas ao voto dos detentores de tokens.

Os *DAO Tokens* também poderiam ser resgatados em ETH e posteriormente convertidos em moeda fiduciária via *exchanges*, por meio de um processo denominado *DAO Split*, que ocorria a cada 46 dias. Após o encerramento da oferta, o expressivo montante de US\$ 150 milhões havia sido captado, demonstrando a capacidade de atração de recursos dessas novas formas de financiamento descentralizado.

A SEC entendeu tratar-se de uma oferta de *securities* uma vez que houve realização de investimento coletivo com expectativa de auferir lucro via participações nos resultados dos projetos financiados, resgates periódicos ou valorização dos próprios *DAO Tokens*<sup>11</sup>. A decisão da SEC no caso DAO foi particularmente relevante por estabelecer que a utilização de tecnologia *blockchain* e de estruturas descentralizadas não exime os emissores de criptoativos do cumprimento das normas aplicáveis aos valores mobiliários.

Ressalta-se ainda que o caso DAO deu origem a uma categoria de ofertas denominadas "DAO Offerings", que mantiveram a estrutura de liderança descentralizada e participação anônima do DAO original, para fins de financiamento de projetos com expectativa de auferir lucro (situação na qual se enquadrariam como *securities*), ou para fins filantrópicos (situação na qual são considerados *utility tokens*, uma vez que não se enquadram plenamente no *Howey Test*)<sup>12</sup>.

### 3.2 O caso Munchee

A empresa americana Munchee Inc. realizou *Initial Coin Offering* (ICO) dos chamados *MUN Tokens*, com o intuito de captar recursos no valor de US\$ 15 milhões para financiar o desenvolvimento de um aplicativo de busca e avaliação de restaurantes. O *whitepaper* do projeto não previa o pagamento de juros ou dividendos, o que, em uma análise superficial, poderia afastar a caracterização dos tokens como valores mobiliários.

Os usuários do aplicativo seriam remunerados em *MUN Tokens* por suas avaliações e pelas revisões das análises de seus pares. Os restaurantes cadastrados, por sua vez, poderiam aceitar *MUN Tokens* como pagamento e utilizá-los para financiar anúncios. Adicionalmente,

---

<sup>11</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. *Report of investigation pursuant to section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

<sup>12</sup> ETHEREUM. *Decentralized Autonomous Organizations (DAOs)*. Disponível em: <https://ethereum.org/en/dao/>. Acesso em: 13 fev. 2026.

os *MUN Tokens* poderiam ser negociados em mercado secundário, o que ampliava as possibilidades de ganho para os detentores dos tokens.

No caso em tela, a SEC decidiu classificar os *MUN Tokens* como *securities* por entender que havia expectativa de auferir lucro nesta ICO, uma vez que a captação resultaria na atualização do aplicativo de modo a viabilizar o sistema de recompensas e pagamentos já citado, bem como pelo fato de que a Munchee Inc. garantiria a negociação de *MUN Tokens* em mercado secundário, bem como forneceria liquidez negociando seu próprio estoque de tokens<sup>13</sup>. Esse caso demonstrou que mesmo a ausência de promessa explícita de juros ou dividendos não impede a classificação de um criptoativo como *security*, desde que estejam presentes os demais elementos do *Howey Test*.

### 3.3 O caso Paragon Coin

A Paragon Coin Inc. desenvolveu um sistema em *blockchain* para a comercialização de cannabis e financiamento de projetos para a descriminalização de seu cultivo e comercialização. Para tanto, foram emitidos *PRG Tokens* com o objetivo de captação de recursos em dólares americanos. O projeto inseria-se em um contexto de crescente aceitação social e legislativa da cannabis em diversos estados norte-americanos, buscando capitalizar esse movimento mediante a utilização de tecnologia *blockchain*.

A empresa realizou ostensivas campanhas em redes sociais, contando inclusive com a contratação de celebridades para promover o projeto. Adicionalmente, celebrou acordos com diversas *exchanges*, a fim de assegurar a negociação dos *PRG Tokens* no mercado secundário, ampliando a liquidez e, conseqüentemente, a atratividade do investimento.

O valor do *PRG Token* seria estabilizado pela Paragon Coin Inc. por meio de controle de sua emissão, de modo a elevar seu preço via criação de escassez e aumento de demanda. Adicionalmente, parte dos *PRG Tokens* ficaria retida em uma carteira da Paragon Coin Inc., ao passo que a outra seria alocada em uma reserva de recursos destinada a financiar projetos escolhidos pelos detentores de *PRG Tokens*, de forma semelhante a uma oferta DAO. Essa estrutura dupla de retenção e alocação reforçava o caráter de investimento coletivo da operação.

Ao analisar este caso, a SEC entendeu pelo enquadramento dos *PRG Tokens* na categoria de *securities*, uma vez que restou evidente a expectativa de auferir lucro caso a

---

<sup>13</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. *Administrative Proceeding File No. 3-18304* – Washington. Relator: Secretário Brent J. Fields. 11 de dezembro de 2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

Paragon Coin Inc. obtivesse êxito<sup>14</sup>. A decisão consolidou o entendimento de que a mera utilização de uma plataforma *blockchain* para a emissão de tokens não afasta a incidência das normas regulatórias aplicáveis aos valores mobiliários.

Diante do exposto acima, resta evidente a solidez do entendimento da SEC acerca do enquadramento de criptoativos onde há a expectativa de lucro na categoria de *securities*. Os três casos analisados demonstram que o regulador estadunidense aplica o *Howey Test* de maneira consistente e funcional, privilegiando a substância econômica da operação sobre sua forma jurídica ou tecnológica.

A análise dos precedentes da SEC demonstra que o regulador estadunidense tem adotado uma postura que privilegia a substância econômica das operações em detrimento de sua forma jurídica ou tecnológica. Essa abordagem funcionalista, que se recusa a distinguir entre investimentos tradicionais e investimentos mediados por tecnologia blockchain com base exclusivamente na forma, tem servido de referência para reguladores de todo o mundo, incluindo o Brasil. A consistência na aplicação do *Howey Test* aos mais diversos tipos de criptoativos confere previsibilidade e segurança jurídica ao mercado, ainda que persistam debates sobre os limites e a adequação desse instrumento para abarcar toda a complexidade do ecossistema de ativos digitais.

## **4 CRIPTOATIVOS À BRASILEIRA: ENTENDIMENTOS DA CVM E DO BCB**

Superadas as questões de conceituação, definição e comparação, permanece o dilema de enquadramento dos criptoativos sob a ótica dos reguladores e legisladores pátrios. A análise do contexto regulatório brasileiro revela uma trajetória marcada pela cautela inicial, seguida de uma crescente sofisticação na abordagem dos desafios impostos pela criptoeconomia.

A construção de um arcabouço regulatório brasileiro para os criptoativos enfrenta desafios adicionais em relação à experiência estadunidense. Enquanto o sistema regulatório dos Estados Unidos conta com uma longa tradição de regulação do mercado de capitais e com um corpo jurisprudencial robusto sobre o conceito de *security*, o Brasil ainda se encontra em estágio relativamente inicial de desenvolvimento de sua jurisprudência sobre o tema.

---

<sup>14</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. *Administrative Proceeding File No. 3-18897* – Washington. Relator: Secretário Brent J. Fields. 16 de novembro de 2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10574.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

Ademais, a multiplicidade de órgãos reguladores potencialmente competentes — incluindo a CVM, o BCB, a Receita Federal e o COAF — cria desafios de coordenação institucional que podem resultar em sobreposição ou lacunas regulatórias. A análise dos casos julgados pela CVM e dos posicionamentos emitidos pelo BCB revela, contudo, um esforço crescente de ambas as instituições no sentido de construir entendimentos coerentes e funcionais sobre a natureza e o tratamento dos criptoativos.

A questão da competência regulatória é particularmente sensível no contexto brasileiro, em virtude da estrutura institucional do Sistema Financeiro Nacional, que distribui competências entre diversos órgãos com atribuições complementares mas potencialmente sobrepostas. A definição de qual órgão é competente para regular os criptoativos depende, em última análise, da classificação jurídica atribuída a esses ativos, o que cria uma circularidade problemática: não é possível definir o regulador sem antes classificar o ativo, mas a classificação do ativo frequentemente depende da interpretação do regulador competente.

No capítulo anterior, abordou-se o enquadramento de ICOs na categoria de *securities* conforme os critérios estipulados pelo *Howey Test*. Nesse sentido, cumpre ressaltar que o ordenamento jurídico brasileiro também possui sua versão tropicalizada deste teste, estabelecido pelo artigo 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76<sup>15</sup>, abaixo transcrito:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Assim como no entendimento jurisprudencial estadunidense, é necessário que o criptoativo objeto da controvérsia preencha todos os critérios estipulados pelo dispositivo legal supracitado, de modo a ser enquadrado como valor mobiliário, conforme evidenciar-se-á adiante. A similitude entre os testes brasileiro e estadunidense facilita a utilização do direito comparado como ferramenta hermenêutica, permitindo que as experiências acumuladas pela SEC sirvam de referência para a construção da jurisprudência brasileira sobre o tema.

#### **4.1 A CVM e os criptoativos**

---

<sup>15</sup> BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Brasília. Dez. 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 13 mar. 2026.

O primeiro esforço da autarquia para definir e regular os criptoativos se deu com o "Alerta CVM" de maio de 2018, que os definiu nos seguintes termos<sup>16</sup>:

Os criptoativos são ativos virtuais, protegidos por criptografia, presentes exclusivamente em registros digitais, cujas operações são executadas e armazenadas em uma rede de computadores. Esses ativos surgiram com a intenção de permitir que indivíduos ou empresas efetuem pagamentos ou transferências financeiras eletrônicas diretamente a outros indivíduos ou empresas, sem a necessidade da intermediação de uma instituição financeira. Tal propósito serviria - inclusive - para pagamentos ou transferências internacionais.

Uma vez que os criptoativos ofertados sejam classificados como valores mobiliários, seu emissor deverá obter registro da oferta pública perante a CVM, por força do artigo 19 da Lei nº 6.385/76, instruído com os documentos e informações elencados na Resolução CVM nº 160. Também é necessária a contratação de uma instituição financeira no mercado de capitais para viabilizar a distribuição dos valores mobiliários. Essas exigências visam assegurar que os investidores tenham acesso a informações suficientes e adequadas para a tomada de decisão informada.

Em termos de transparência, a Lei nº 6.385/76, bem como a Instrução CVM nº 480 e a Resolução CVM nº 44/21 obrigam o emissor a publicar periodicamente relatórios de administração, atas de assembleia, fatos relevantes e outros documentos, de modo a disponibilizar o máximo de informação possível ao investidor. Trata-se de um regime de divulgação obrigatória (*disclosure*) que constitui um dos pilares da regulação do mercado de capitais brasileiro e que, no contexto dos criptoativos, ganha especial relevância diante da assimetria informacional que frequentemente caracteriza as ofertas de tokens.

Em seu Alerta sobre o tema, a CVM informou que os criptoativos objeto da ICO analisada serão considerados valores mobiliários na hipótese de conferirem ao investidor "direitos de participação em resultados do empreendimento, ou remuneração pré-fixada sobre o capital investido, ou ainda voto em assembleias que determinam o direcionamento dos negócios do emissor" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2018, p. 4).

A observância do disposto na Resolução CVM nº 160 é devida mesmo em caso de ofertas realizadas no exterior via internet, exceto na hipótese de não ser dirigida ao público residente no Brasil, conforme Pareceres de Orientação CVM nº 32/2005 e 33/2005. Essa disposição demonstra o alcance extraterritorial da regulação brasileira em matéria de valores mobiliários, que busca proteger os investidores nacionais independentemente da localização geográfica do emissor.

---

<sup>16</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Criptoativos: Série Alertas*. Rio de Janeiro. Mai 2018, p.2. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta\\_CVM\\_CRIPTOATIVOS\\_10052018.pdf](https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf). Acesso em 13 mar. 2026.

Adicionalmente, por força dos artigos 15 e 22 da Lei nº 6.385/76, bem como da Resolução CVM nº 135/22, as *exchanges* que negociam criptoativos classificados como valores mobiliários deverão obter o registro de entidade administradora do mercado de bolsa ou de balcão. Essa exigência estende o perímetro regulatório da CVM para além dos emissores, alcançando também as plataformas de negociação, o que amplia significativamente o escopo da supervisão exercida pela autarquia.

Para fins de classificação de criptoativos como contratos de investimento coletivo e, portanto, valores mobiliários, a CVM tem adotado o entendimento exposto no Processo Administrativo CVM nº RJ2007/13207, que consiste em um conjunto de seis requisitos, abaixo listados, que devem ser integralmente preenchidos: 1) Há investimento? 2) Esse investimento é formalizado por um título, ou por um contrato? 3) O investimento é coletivo? 4) Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores? 5) A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros? 6) Os contratos são ofertados publicamente? Esses requisitos, quando analisados em conjunto, configuram uma versão detalhada e operacionalizada do *Howey Test*, adaptada às particularidades do ordenamento jurídico brasileiro.

Apesar de uma primeira impressão de intransigência da CVM em relação à classificação dos criptoativos, esta tem adotado uma jurisprudência casuística fundamentada na análise substancial de cada operação, conforme evidenciar-se-á nos casos a seguir:

#### **4.1.1 Caso HashCoin**

Conforme manifestação da área técnica da CVM, as partes envolvidas ofertavam, por meio do website <https://www.hashcoinbrasil.com.br>, cotas de participação na atividade de mineração de Bitcoins, com promessas de rentabilidade de até 180% ao ano, sendo os resultados divididos conforme a quantidade de cotas de cada investidor. A promessa de retornos extraordinários, muito acima da média do mercado financeiro tradicional, constituía por si só um indicativo de alto risco e potencial irregularidade.

Após aplicação do *Howey Test* tropicalizado, constatou-se o enquadramento completo nos requisitos do art. 2º, IX da Lei de Mercado de Capitais, de modo que a oferta foi julgada irregular por meio da Deliberação CVM nº 785, de 19 de dezembro de 2017<sup>17</sup>. Esse foi um

---

<sup>17</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM nº 19957.011454/2017-91* – Rio de Janeiro. Relator: Diretor Marcelo Barbosa. Pesquisa de Jurisprudência, Reuniões do Colegiado, 19 dezembro 2017. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171219\\_R1/20171219\\_D0882.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171219_R1/20171219_D0882.html). Acesso em 14 mar. 2026.

dos primeiros casos em que a CVM exerceu seu poder sancionador em relação a ofertas de criptoativos, estabelecendo um precedente importante para a regulação do setor.

#### **4.1.2 Caso Alexandria**

Conforme análise contida na Deliberação CVM nº 821, de 2 de julho de 2019, as partes envolvidas ofertavam os chamados "LexTokens" por meio do website <https://lextokens.com>, cuja valorização estava atrelada às etapas do denominado "Plano de Expansão de Usinas de Energia Renovável", de modo que os ativos foram qualificados como valores mobiliários e a oferta foi julgada irregular<sup>18</sup>. A vinculação do retorno esperado ao sucesso de um empreendimento específico de infraestrutura energética evidenciava claramente o caráter de contrato de investimento coletivo da operação.

#### **4.1.3 Caso Atlas Quantum**

Conforme análise contida na Deliberação CVM nº 826, de 13 de agosto de 2019, as partes envolvidas ofertavam rendimentos decorrentes da compra e venda automatizada de criptoativos por meio de algoritmo de arbitragem, de modo que os ativos foram qualificados como valores mobiliários e a oferta foi julgada irregular<sup>19</sup>. Neste caso, a sofisticação tecnológica do mecanismo de geração de rendimentos não impediu a CVM de reconhecer a presença dos elementos caracterizadores de um contrato de investimento coletivo, reforçando a primazia da análise substancial sobre a forma.

#### **4.1.4 Caso Niobium Coin**

A Bolsa de Moedas Digitais Empresariais de São Paulo (Bomesp) formulou consulta à CVM, questionando se sua ICO da criptomoeda Niobium Coin deveria ser registrada e realizada conforme o disposto na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, vigente à época dos fatos. A Niobium Coin seria adquirida mediante pagamento em Bitcoin ou Ethereum, e posteriormente usada para compras e pagamentos na plataforma da Bomesp, que incluía caixas eletrônicos para criptomoedas, sendo possível convertê-las em moeda

---

<sup>18</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM nº 19957.011238/2018-27* – Rio de Janeiro. Relator: Diretor Marcelo Barbosa. Pesquisa de Jurisprudência, Reuniões do Colegiado, 2 julho 2019. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190702\\_R1/20190702\\_D1457.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190702_R1/20190702_D1457.html). Acesso em 14 mar. 2026.

<sup>19</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM nº 19957.011238/2018-27* – Rio de Janeiro. Relator: Diretor Marcelo Barbosa. Pesquisa de Jurisprudência, Reuniões do Colegiado, 13 agosto 2019. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190813\\_R1/20190813\\_D1493.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190813_R1/20190813_D1493.html). Acesso em 14 mar. 2026.

fiduciária. A funcionalidade primária do token estava, portanto, vinculada à sua utilização como meio de troca dentro de um ecossistema específico.

A área técnica e o colegiado da CVM concluíram pelo enquadramento da Niobium Coin na categoria de *utility token*, uma vez que o intuito do criptoativo em tela não é a geração de lucro, inexistindo promessa de pagamento de participação no *whitepaper* da ICO, de modo que seu uso seria restrito à plataforma da Bomesp como meio de troca, e o lucro somente seria possível caso os tokens fossem negociados no mercado secundário<sup>20</sup>. Esse caso é particularmente relevante por representar um dos poucos exemplos em que a CVM reconheceu a natureza de *utility token* de um criptoativo, demonstrando que a autarquia não adota uma postura inflexível de classificação universal como valor mobiliário.

#### **4.1.5 Caso Vasco Token**

Fruto de uma iniciativa conjunta entre o Clube de Regatas Vasco da Gama e a Mercado Bitcoin Digital Assets, o chamado "Vasco Token" representa uma parcela dos direitos creditórios originários de transferências internacionais de jogadores, evento no qual o clube responsável por sua formação recebe uma parte do valor da venda, em um arranjo denominado "mecanismo de solidariedade"<sup>21</sup>. Trata-se de uma forma inovadora de securitização de recebíveis esportivos mediante a utilização de tecnologia *blockchain*.

Por meio do Ofício nº 15/2020/CVM/SER, de 1º de outubro de 2020, a CVM entendeu que o Vasco Token não se qualifica como valor mobiliário, uma vez que os direitos creditórios tokenizados não geram expectativa de remuneração, uma vez que esta é mitigada pelas incertezas inerentes à carreira dos jogadores. A imprevisibilidade das transferências internacionais, que dependem de fatores como desempenho esportivo, lesões e decisões contratuais, afasta o elemento de certeza necessário para a configuração de uma expectativa razoável de lucro.

Mais além, a CVM proferiu entendimento no sentido de que a remuneração não decorre de esforços do Vasco ou de terceiros, uma vez que o clube somente contribui para a

---

<sup>20</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM nº 19957.010938/2017-13* – Rio de Janeiro. Relator: Diretor Marcelo Barbosa. Pesquisa de Jurisprudência, Reuniões do Colegiado, 30 janeiro 2018. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180130\\_R1/20180130\\_D0888.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180130_R1/20180130_D0888.html). Acesso em 14 mar. 2026.

<sup>21</sup> O Processo Administrativo CVM nº 19957.004654/2020-93, bem como o Ofício nº 15/2020/CVM/SER de 01.10.2020 não estão disponíveis para consulta pública no *website* da CVM. Deste modo, para maiores informações, vide COSTA, Igor. Plunct, Plact, Zum: Tokens, Valores Mobiliários e a CVM. IN: PINTO, Alexandre Evaristo; EROLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga (Orgs.). *Criptoativos: estudos regulatórios e tributários*. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin. Brasil, 2021, pp. 173-174.

definição do preço. Deste modo, a CVM classificou o Vasco Token como fora de sua jurisdição, reforçando a necessidade de análise casuística de cada estruturação de criptoativos.

É digno de nota que a jurisprudência da CVM tem evoluído no sentido de reconhecer que nem todo criptoativo constitui valor mobiliário, afastando-se de uma postura que poderia ser interpretada como maximizadora de sua competência regulatória. Os casos Niobium Coin e Vasco Token, nos quais a autarquia concluiu pela não incidência de sua jurisdição, demonstram maturidade institucional e compromisso com uma regulação proporcional e adequada às características específicas de cada ativo analisado.

Os cinco casos analisados pela CVM revelam uma jurisprudência que, embora inspirada no *Howey Test* estadunidense, tem desenvolvido nuances próprias na classificação dos criptoativos. A distinção entre *security tokens* e *utility tokens*, consolidada nos casos HashCoin e Niobium Coin respectivamente, demonstra que a autarquia brasileira é capaz de reconhecer a diversidade funcional dos criptoativos e de calibrar sua atuação regulatória de acordo com as características específicas de cada operação. Essa abordagem casuística, embora possa gerar alguma incerteza para os participantes do mercado, possui a virtude de evitar generalizações inadequadas que poderiam comprometer a inovação no setor.

#### **4.2 Exchange-Traded Funds**

*Exchange-Traded Funds* (ETFs) são fundos negociados representativos de uma comunhão de recursos destinados à aplicação em uma carteira de ações que busca retornos correspondentes à *performance*, antes de taxas e despesas, de um índice de referência reconhecido pela CVM. Os ETFs constituem um dos principais veículos de investimento indireto em criptoativos no mercado brasileiro, permitindo que investidores acessem a classe de ativos digitais por meio de instrumentos regulados e supervisionados.

Por meio do Ofício-Circular CVM/SIN 01/18, de 12 de janeiro de 2018, a autarquia manifestou entendimento contrário ao investimento direto em criptoativos por fundos de investimento, alegando que ativos virtuais não podem ser qualificados como ativos financeiros, definidos no art. 2º, inciso V da Instrução CVM nº 555. Neste ofício, entretanto, levantou-se a questão de investimento indireto em criptoativos, de modo que os fundos brasileiros possam aportar recursos em seus pares situados no estrangeiro, que por sua vez investem em ativos virtuais (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2018).

Uma análise mais detalhada evidencia um posicionamento aparentemente contraditório por parte da CVM, uma vez que diversos julgados seus, já citados acima,

consideram criptoativos como valores mobiliários quando presentes os requisitos constantes no Art. 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76. Essa aparente contradição reside no fato de que a autarquia reconhece a natureza de valor mobiliário de determinados criptoativos em casos concretos, mas simultaneamente nega a qualificação de ativos financeiros para fins de investimento direto por fundos regulados.

A alínea "d" do inciso V do Art. 2º da Instrução CVM nº 555 incluiu, no rol de ativos financeiros, títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, 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 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014). Essa definição, quando contrastada com os entendimentos da própria CVM acerca da natureza de determinados criptoativos, revela uma tensão normativa que merece atenção.

A contradição da autarquia é ampliada após a publicação do Ofício-Circular nº 11/2018/CVM/SIN, de 19 de setembro de 2018, ao afirmar que:

A Instrução CVM nº 555, em seu arts. 98 e seguintes, ao tratar do investimento no exterior, autoriza o investimento indireto em criptoativos por meio, por exemplo, da aquisição de cotas de fundos e derivativos, entre outros ativos negociados em terceiras jurisdições, desde que admitidos e regulamentados naqueles mercados. No entanto, no cumprimento dos deveres que lhe são impostos pela regulamentação, cabe aos administradores, gestores e auditores independentes observar determinadas diligências na aquisição desses ativos.

Depreende-se do posicionamento acima que a CVM considera criptoativos como ativos financeiros no exterior, permitindo o investimento indireto por meio da compra de participação estrangeira de empresas e capitais atuantes no setor, com base no artigo 98 do mesmo diploma legal utilizado para justificar a vedação aos investimentos de ETFs em criptoativos no mercado nacional. Essa assimetria regulatória, ao privilegiar investimentos no exterior em detrimento do mercado doméstico, pode ter o efeito indesejado de fomentar a evasão de capitais e reduzir a competitividade do mercado financeiro brasileiro.

A experiência internacional demonstra que os ETFs de criptoativos têm se consolidado como o principal veículo de acesso ao mercado de ativos digitais para investidores institucionais e de varejo que desejam exposição regulada a essa classe de ativos. Nos Estados Unidos, a aprovação dos primeiros ETFs de Bitcoin à vista pela SEC, após anos de deliberação, representou um marco histórico que legitimou os criptoativos perante o mercado financeiro tradicional. No Brasil, a antecipação na aprovação de ETFs de criptoativos posicionou a B3 como uma das pioneiras globais nesse segmento, demonstrando a capacidade

do mercado de capitais brasileiro de inovar e se adaptar às novas realidades do mercado financeiro global.

Atualmente, o mercado brasileiro conta com diversas opções de ETFs que possuem criptoativos como índices de referência, como por exemplo o HASH11<sup>22</sup>, o QBTC11<sup>23</sup> e o QETH11<sup>24</sup>. Em matéria de investimentos ESG, o BITH11 é digno de nota, em virtude de ser o primeiro ETF de criptoativos brasileiro que replicará um fundo voltado para minimizar as emissões de carbono decorrentes da mineração de criptomoedas<sup>25</sup>. A diversificação da oferta de ETFs de criptoativos demonstra o dinamismo do mercado brasileiro e a crescente demanda dos investidores por exposição regulada a essa classe de ativos.

A experiência internacional demonstra que os ETFs de criptoativos têm se consolidado como o principal veículo de acesso ao mercado de ativos digitais para investidores institucionais e de varejo que desejam exposição regulada a essa classe de ativos. Nos Estados Unidos, a aprovação dos primeiros ETFs de Bitcoin à vista (*spot*) pela SEC, após anos de deliberação, representou um marco histórico que legitimou os criptoativos perante o mercado financeiro tradicional. No Brasil, a antecipação na aprovação de ETFs de criptoativos em relação aos Estados Unidos posicionou a B3 como uma das pioneiras globais nesse segmento, demonstrando a capacidade do mercado brasileiro de inovar e se adaptar às novas realidades do mercado financeiro global.

Analisando o disposto acima, constata-se que as possibilidades de investimento em ETFs são cada vez mais variadas, apesar do obstáculo apresentado pela CVM em matéria de investimento direto. A tendência observada é de progressiva abertura do mercado, impulsionada pela demanda dos investidores e pela necessidade de manter a competitividade do mercado financeiro brasileiro em face do cenário internacional.

### **4.3 O BCB e os criptoativos**

A primeira manifestação do BCB referente à temática de criptoativos foi realizada no sentido de diferenciá-los das moedas eletrônicas, reguladas pela Lei nº 12.865, de 9 de

---

<sup>22</sup> Registrado em abril de 2021, foi o primeiro ETF com exposição a criptoativos na B3, replicando o Nasdaq Crypto Index. Para mais informações, vide: <https://www.hashdex.com.br/etfs/hash11>. Acesso em: 23 fev. 2026.

<sup>23</sup> Registrado em junho de 2021, foi o primeiro ETF com exposição de 100% ao Bitcoin na B3. Para mais informações, vide: <https://www.hashdex.com.br/etfs/hash11>. Acesso em: 23 fev. 2026.

<sup>24</sup> Registrado em agosto de 2021, foi o primeiro ETF com exposição de 100% ao Ether na B3. Para mais informações, vide: <https://qrasset.com.br/qeth11/>. Acesso em: 23 fev. 2026.

<sup>25</sup> O BITH11 foi registrado em agosto de 2021. Para mais informações, vide: <https://www.hashdex.com.br/etfs/bith11>. Acesso em: 23 fev. 2026.

outubro de 2013. Essa distinção é fundamental, pois as moedas eletrônicas constituem uma categoria jurídica já disciplinada pelo ordenamento brasileiro, com regime jurídico próprio e distinto daquele aplicável aos criptoativos.

Nesse sentido, dispôs o Comunicado nº 25.306, de 19 de fevereiro de 2014:

Moedas eletrônicas, conforme disciplinadas por esses atos normativos, são recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento denominada em moeda nacional. Por sua vez, as chamadas moedas virtuais possuem forma própria de denominação, ou seja, são denominadas em unidade de conta distinta das moedas emitidas por governos soberanos, e não se caracterizam dispositivo ou sistema eletrônico para armazenamento em reais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

Uma segunda manifestação foi proferida em 2017, ainda no sentido de alertar o público sobre riscos inerentes às operações envolvendo criptoativos. Em linha com esse posicionamento, dispôs o Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017:

Considerando o crescente interesse dos agentes econômicos (sociedade e instituições) nas denominadas moedas virtuais, o Banco Central do Brasil alerta que estas não são emitidas nem garantidas por qualquer autoridade monetária, por isso não têm garantia de conversão para moedas soberanas, e tampouco são lastreadas em ativo real de qualquer espécie, ficando todo o risco com os detentores. Seu valor decorre exclusivamente da confiança conferida pelos indivíduos ao seu emissor (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2017).

Uma mudança de postura por parte do BCB somente ocorreria em 2019, após publicação do texto "*Treatment of Crypto Assets in Macroeconomic Statistics*" pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Em linha com o entendimento do FMI, a Nota para a Imprensa de 26 de agosto de 2019 manifestou entendimento favorável do BCB pela classificação da compra e venda de criptoativos (especialmente aqueles para os quais não há emissor, como Bitcoin e Ethereum), como ativos não-financeiros produzidos, ou seja, como *commodities* digitais, de modo que tais operações sejam compiladas na conta de bens do balanço de pagamentos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019). Essa reclassificação representou uma evolução significativa no tratamento contábil e estatístico dos criptoativos pelo BCB, aproximando a prática brasileira dos padrões internacionais.

A atividade de mineração, por sua vez, passou a ser tratada como processo produtivo, reconhecendo-se o valor econômico do trabalho computacional envolvido na validação de transações. Adicionalmente, as compras e vendas de criptoativos foram classificadas como contratos de câmbio (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019), o que tem implicações significativas para o tratamento tributário e cambial dessas operações.

Esta mudança de postura do BCB reflete-se na própria tentativa da autarquia de implementar o Real Digital, que constitui um dos pilares da Agenda BC#. Seu desenvolvimento é amparado legalmente pelo *sandbox* regulatório disposto na Resolução

CMN nº 4.865, de 26 de outubro de 2020, na Resolução BCB nº 29, de 26 de outubro de 2020, e na Resolução BCB nº 77, de 3 de março de 2021. Essas normas criam um ambiente controlado de experimentação regulatória, permitindo que inovações financeiras sejam testadas sob supervisão, sem a necessidade de pleno enquadramento nas normas vigentes.

É importante contextualizar que o Real Digital, renomeado posteriormente para Drex, representa uma das iniciativas mais ambiciosas do BCB no campo da inovação financeira. Diferentemente das criptomoedas privadas, o Drex será uma CBDC de uso *wholesale*, destinada inicialmente a transações entre instituições financeiras, com potencial de expansão para o varejo em fases subsequentes. Essa abordagem gradualista reflete a cautela do BCB em assegurar a estabilidade do sistema financeiro durante o processo de transição para uma economia cada vez mais digitalizada. O desenvolvimento do Real Digital insere-se em um contexto global de experimentação com CBDCs por parte de bancos centrais de diversas jurisdições, demonstrando a convergência internacional em torno da percepção de que as moedas digitais de bancos centrais constituem uma evolução inevitável do sistema monetário contemporâneo.

É importante contextualizar que o Real Digital, renomeado posteriormente para Drex, representa uma das iniciativas mais ambiciosas do BCB no campo da inovação financeira. Diferentemente das criptomoedas privadas, o Drex será uma CBDC de uso *wholesale*, destinada inicialmente a transações entre instituições financeiras, com potencial de expansão para o varejo em fases subsequentes. Essa abordagem gradualista reflete a cautela do BCB em assegurar a estabilidade do sistema financeiro durante o processo de transição para uma economia cada vez mais digitalizada.

O desenvolvimento do Real Digital insere-se em um contexto global de experimentação com CBDCs por parte de bancos centrais de diversas jurisdições. O Banco Popular da China, o Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra, entre outros, também conduzem pesquisas e projetos-piloto nessa área, o que demonstra a convergência internacional em torno da percepção de que as moedas digitais de bancos centrais constituem uma evolução inevitável do sistema monetário contemporâneo.

Embora os movimentos do BCB constituam eventos de grande relevância para a regulação dos criptoativos, constata-se que nenhum dos normativos editados até o momento pretende regulá-los diretamente, mas tão somente defini-los para fins contábeis ou estudá-los para a estruturação do Real Digital. A postura do BCB permanece, portanto, predominantemente classificatória e exploratória, sem avançar para uma regulação substantiva do mercado de criptoativos.

Nesse contexto, é importante salientar que a classificação dos criptoativos como *commodities* digitais pelo BCB, à semelhança do tratamento conferido pela *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) nos Estados Unidos, estabelece um paralelo significativo entre as abordagens regulatórias brasileira e estadunidense. Em ambos os casos, a classificação como *commodity* tem o efeito de afastar a competência do regulador do mercado de valores mobiliários (CVM no Brasil, SEC nos Estados Unidos), transferindo-a para o órgão responsável pela supervisão do mercado de *commodities* e derivativos. Essa dinâmica jurisdicional acrescenta mais uma camada de complexidade ao debate regulatório, na medida em que a competência para regular os criptoativos pode variar conforme a classificação atribuída a cada ativo específico.

Destes normativos, o principal ponto a ser destacado é a classificação de criptoativos não emitidos como *commodities* digitais, de modo que este entendimento, caso seja mantido, criará uma classe à parte para algumas das principais criptomoedas em circulação no mercado, como o Bitcoin e o Ether. Essa classificação tem implicações regulatórias significativas, pois remove esses ativos da esfera de competência tanto da CVM (que regula valores mobiliários) quanto do BCB (que regula o sistema financeiro), criando uma lacuna regulatória que os projetos de lei em tramitação buscam preencher.

## **5 PROJETOS DE LEI**

Ademais, cumpre mencionar que a questão tributária dos criptoativos, embora não constitua o foco central deste trabalho, desempenha papel relevante no panorama regulatório brasileiro. A Receita Federal, por meio da Instrução Normativa nº 1.888/2019, já estabeleceu obrigações acessórias relacionadas à declaração de operações com criptoativos, demonstrando que o Estado brasileiro reconhece a necessidade de monitorar e fiscalizar essas operações. A obrigatoriedade de declaração de operações que excedam determinados limites mensais, bem como a imposição de obrigações às *exchanges* brasileiras de reportar todas as transações realizadas por seus clientes, constituem medidas que antecederam e complementam os esforços regulatórios da CVM e do BCB.

A interseção entre regulação tributária, regulação financeira e regulação do mercado de capitais no tratamento dos criptoativos evidencia a necessidade de uma abordagem coordenada e integrada por parte dos diferentes órgãos estatais envolvidos. A fragmentação regulatória, resultante da atuação isolada de cada órgão dentro de seu âmbito de competência, pode gerar inconsistências normativas e aumentar os custos de conformidade para os

participantes do mercado, comprometendo a eficiência e a efetividade do marco regulatório como um todo.

As tentativas de regular a negociação de criptoativos no Brasil são anteriores ao *boom* destes. Além do Projeto de Lei nº 2.303/2015, que será abordado em maior detalhe abaixo, a Câmara dos Deputados e o Senado Federal analisaram diversos outros projetos concorrentes ao que poderá vir a constituir o marco regulatório deste setor. A multiplicidade de propostas legislativas reflete tanto a urgência percebida pelos parlamentares em disciplinar o tema quanto a complexidade inerente à regulação de um fenômeno tecnológico em constante transformação.

### **5.1 Projeto de Lei nº 4.401/21: o vencedor da corrida**

De autoria do deputado federal Aureo Ribeiro (Solidariedade-RJ), o PL nº 4.401/21 dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais; e altera as Leis nº 7.492, de 16 de junho de 1986, que define crimes contra o sistema financeiro nacional, e nº 9.613, de 3 de março de 1998, que dispõe sobre lavagem de dinheiro, para incluir essas entidades no rol de suas disposições.

Proposto na Câmara dos Deputados, tramitava originalmente sob o nº 2.303/15, tendo sido aprovado pela câmara baixa em 8 de dezembro de 2021, e pela câmara alta em 26 de abril de 2022. Atualmente, o PL nº 4.401/21 foi convertido na Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022, que estabeleceu o Marco Legal dos Criptoativos. A longa tramitação pela qual a lei passou evidencia a dificuldade de construção de consenso político sobre um tema que envolve interesses diversos e frequentemente conflitantes.

Em sua versão original, o PL nº 4.401/21 (agora, Lei nº 14.478/22) buscava incluir os criptoativos na definição de arranjos de pagamento. No entanto, o texto desse projeto passou por diversas mudanças ao longo de sua tramitação, inclusive afastando os criptoativos do conceito de arranjos de pagamento. Essas modificações refletem a evolução do entendimento legislativo sobre a natureza dos criptoativos e a necessidade de um tratamento regulatório diferenciado.

O rol de atividades que caracterizam uma *exchange* está disposto no artigo 5º da Lei nº 14.478/22<sup>26</sup>, abaixo transcrito:

---

<sup>26</sup> BRASIL. Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2022/lei/14478.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/14478.htm). Acesso em: 12 fev. 2026.

Art. 5º Considera-se prestadora de serviços de ativos virtuais a pessoa jurídica que executa, em nome de terceiros, pelo menos um dos serviços de ativos virtuais, entendidos como: 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 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.

Adicionalmente, a definição de ativos virtuais que norteia o Marco dos Criptoativos consta em seu artigo 3º<sup>27</sup>, conforme abaixo:

Art. 3º Para os efeitos desta Lei, considera-se ativo virtual a representação digital de valor que pode ser negociada ou transferida por meios eletrônicos e utilizada para realização de pagamentos ou com propósito de investimento, não incluídos: I – moeda nacional e moedas estrangeiras; II – a moeda eletrônica, nos termos da Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013; III – instrumentos que provejam ao seu titular acesso a produtos ou serviços especificados ou a benefício proveniente desses produtos ou serviços; e IV – representações de ativos cuja emissão, escrituração, negociação ou liquidação esteja prevista em lei ou regulamento.

Da leitura do artigo supracitado, depreende-se a possibilidade do não enquadramento de criptomoedas consideradas como *utility tokens*, por força do inciso III de referido artigo, que exclui da definição de ativo virtual os instrumentos que conferem acesso a produtos ou serviços. Adicionalmente, as CBDCs também poderão escapar ao escopo regulatório desta lei, em virtude de uma possibilidade de interpretação do inciso I do mesmo artigo, que equipare a representação digital da moeda fiduciária à própria moeda.

Por sua vez, as criptomoedas e *stablecoins* representativas de valores mobiliários estão expressamente excluídas da pretensão regulatória deste dispositivo legal, uma vez que o parágrafo 1º do artigo 1º deste dispõe que: "*O disposto nesta Lei não se aplica aos ativos representativos de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e não altera nenhuma competência da Comissão de Valores Mobiliários*" (BRASIL, 2022). Essa exclusão, embora compreensível do ponto de vista da preservação das competências regulatórias existentes, cria uma zona cinzenta para os criptoativos cuja classificação como valor mobiliário é controversa ou ainda não foi objeto de manifestação expressa da CVM.

Por oportuno, vale mencionar que a tokenização de direitos creditórios e imóveis pode estar excluída da definição de ativos virtuais prevista no texto, na medida em que esses tokens podem vir a ser "*representações de ativos cuja emissão, escrituração, negociação ou liquidação esteja prevista em lei ou regulamento*" (BRASIL, 2022). Ademais, estes poderão

---

<sup>27</sup> idem.

ser considerados *asset tokens*, porquanto constituem representações de ativos físicos que podem ser transacionados por meio de *blockchain*, assegurando a seus titulares determinados direitos de participação ou de remuneração decorrentes dos ativos lastro. Logo, quando ofertados publicamente, esses *asset tokens* podem constituir contratos de investimento coletivo, submetendo-se ao regime jurídico dos valores mobiliários.

Analisando a redação dos dispositivos acima citados sob o prisma da jurisprudência constituída pela CVM, é possível estimar que o legislador teve por objetivo evitar um futuro conflito entre órgãos governamentais. Essa preocupação é legítima, uma vez que a sobreposição de competências regulatórias pode gerar insegurança jurídica e aumentar os custos de *compliance* para os participantes do mercado.

Embora o projeto de lei e o marco regulatório em questão não contenham, em sua redação, designação explícita de entidade reguladora dos ativos virtuais, é possível observar que o entendimento do legislador consolidou-se no sentido de atribuir tal competência ao BCB, especialmente pelo escopo da Agenda BC#. A atribuição de competência ao BCB refletiria a tendência de tratamento dos criptoativos como instrumentos financeiros, em detrimento de sua classificação como valores mobiliários.

Não obstante, eventual exclusão das criptomoedas e *stablecoins* consideradas como valores mobiliários, bem como das CBDCs e dos valores mobiliários tokenizados, sob a bandeira de evitar conflitos entre braços do Estado, a Lei nº 14.478/22 criou constrangimentos para as *exchanges*, uma vez que consolidou sua regulamentação sobre elas, a despeito da maioria de seus ativos negociados permanecerem fora da autoridade deste texto legal, o que exige que uma regulamentação mais ampla dependa da capacidade de articulação entre os diferentes reguladores envolvidos.

Ademais, cumpre mencionar que a questão tributária dos criptoativos, embora não constitua o foco central deste trabalho, desempenha papel relevante no panorama regulatório brasileiro. A Receita Federal, por meio da Instrução Normativa nº 1.888/2019, já estabeleceu obrigações acessórias relacionadas à declaração de operações com criptoativos, demonstrando que o Estado brasileiro reconhece a necessidade de monitorar e fiscalizar essas operações. A obrigatoriedade de declaração de operações que excedam determinados limites mensais, bem como a imposição de obrigações às *exchanges* brasileiras de reportar todas as transações realizadas por seus clientes, constituem medidas que antecederam e complementam os esforços regulatórios da CVM e do BCB. A interseção entre regulação tributária, regulação financeira e regulação do mercado de capitais evidencia a contínua necessidade de uma abordagem coordenada e integrada por parte dos diferentes órgãos estatais envolvidos.

## 5.2 Quem eram os competidores?

O Projeto de Lei nº 2.060, de 2019, também de autoria do Senador Aureo Ribeiro, permitia a emissão de tokens de serviços públicos, moedas virtuais e ativos virtuais por entidades constituídas no Brasil, observadas as demais regulamentações aplicáveis do BCB e da CVM. No tocante às atividades de intermediação, este projeto limitava seu alcance para determinar as consequências penais de qualquer intermediação destinada a realizar transações fraudulentas ou outros delitos do sistema financeiro<sup>28</sup>. A abordagem predominantemente penal deste projeto refletia uma preocupação com os riscos de utilização dos criptoativos para fins ilícitos, sem avançar significativamente na regulação civil do setor.

O Projeto de Lei nº 3.825, de 2019, de autoria do Senador Flavio Arns (REDE-PR), buscava definir conceitos, diretrizes e um sistema de licenciamento de *exchanges*, também supervisionado pelo BCB e pela CVM. Este projeto entendia ser necessário o aval do BCB para que uma *exchange* tenha o direito de operar, que a instituição garanta a competitividade entre as operadoras de criptos e que as *exchanges* sejam proibidas de usar o nome "banco", além de serem obrigadas a prestar informações aos clientes e à Receita Federal<sup>29</sup>. Essa proposta representava uma abordagem mais abrangente, que buscava disciplinar tanto os aspectos operacionais quanto os informacionais da atividade das *exchanges*.

O Projeto de Lei nº 3.949, de 2019, de autoria do Senador Styvenson Valentim (PODEMOS-RN), buscava regular transações com criptoativos e o funcionamento das *exchanges*, bem como expandir o rol de crimes contra o sistema financeiro nacional, de modo a abarcar o uso destes ativos como meio para prática de crimes<sup>30</sup>. A ênfase na dimensão penal demonstra a preocupação recorrente dos legisladores com os riscos de utilização dos criptoativos para atividades ilícitas.

Por fim, o Projeto de Lei nº 4.207, de 2020, de autoria da Senadora Soraya Thronicke (PSL-MS), almejava estabelecer normas para a emissão de moedas e outros ativos virtuais, bem como condições e obrigações para as pessoas jurídicas que exerçam atividades relacionadas a esses ativos. Atribuía também competências fiscalizatórias e regulatórias à Receita Federal, ao BCB, à CVM e ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras

---

<sup>28</sup> BRASIL. Projeto de Lei nº 2.060, de 2019. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2196875>. Acesso em: 25 fev. 2026.

<sup>29</sup> BRASIL. Projeto de Lei nº 3.825, de 2019. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/137512>. Acesso em: 25 fev. 2026.

<sup>30</sup> BRASIL. Projeto de Lei nº 3.949, de 2019. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/137644>. Acesso em: 25 fev. 2026.

(COAF), além de tipificar condutas praticadas com ativos virtuais com o objetivo de praticar crimes contra o Sistema Financeiro. Criava, por fim, o Cadastro Nacional de Pessoas Expostas Politicamente (CNPEP), com a finalidade de auxiliar as instituições financeiras a executar políticas de avaliação de risco de crédito e de prevenção à lavagem de dinheiro<sup>31</sup>. Essa proposta era, de longe, a mais abrangente entre os projetos concorrentes, buscando criar um arcabouço regulatório completo que abrangesse aspectos civis, penais, tributários e de prevenção à lavagem de dinheiro.

A diversidade de propostas legislativas evidencia a complexidade inerente à tarefa de regular os criptoativos no Brasil. Cada projeto refletia uma visão específica sobre a natureza dos criptoativos e sobre o papel do Estado na regulação desse mercado emergente. Enquanto alguns projetos priorizavam a dimensão penal, focando na prevenção e repressão de condutas ilícitas, outros adotavam uma abordagem mais abrangente, buscando disciplinar aspectos civis, tributários e regulatórios de forma integrada. A convergência dessas diferentes perspectivas no texto final do PL nº 4.401/21 demonstra a maturidade do processo legislativo brasileiro, ainda que o resultado final não esteja isento de lacunas e contradições.

É relevante observar que o processo de construção do marco regulatório dos criptoativos no Brasil ocorreu em um contexto de crescente digitalização da economia brasileira, impulsionada tanto pela Agenda BC# quanto pela implementação do PIX, que revolucionou o sistema de pagamentos nacional. Essas iniciativas demonstram a disposição do Estado brasileiro de abraçar a inovação tecnológica no setor financeiro, ao mesmo tempo em que busca manter o controle regulatório necessário para a proteção dos consumidores e a estabilidade do sistema financeiro.

Da análise dos projetos de lei prejudicados, é possível concluir que o Projeto de Lei nº 4.401/21 passou por diversas alterações, a fim de acomodar as disposições de seus concorrentes em tramitação. Nesse sentido, o aumento de propostas no ano de 2019 contribuiu para a construção de um esboço de marco regulatório mais abrangente e moderno do que aquele constante em sua primeira redação. A dinâmica legislativa demonstra que o processo de construção regulatória dos criptoativos no Brasil é incremental e participativo, beneficiando-se da diversidade de perspectivas e propostas apresentadas pelos diferentes parlamentares.

É relevante observar que o processo de construção do marco regulatório dos criptoativos no Brasil ocorreu em um contexto de crescente digitalização da economia

---

<sup>31</sup> BRASIL. Projeto de Lei nº 4.207, de 2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/144036>. Acesso em: 26 fev. 2026.

brasileira, impulsionada tanto pela Agenda BC# quanto pela implementação do PIX, que revolucionou o sistema de pagamentos nacional. Essas iniciativas demonstram a disposição do Estado brasileiro de abraçar a inovação tecnológica no setor financeiro, ao mesmo tempo em que busca manter o controle regulatório necessário para a proteção dos consumidores e a estabilidade do sistema financeiro. A convergência entre a modernização dos meios de pagamento e a regulação dos criptoativos aponta para um futuro no qual a economia digital brasileira poderá se beneficiar de um arcabouço jurídico robusto e bem articulado.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo teve por objetivo expor os desafios para o desenvolvimento de um marco regulatório de criptoativos no Brasil, tendo por base a evolução histórica destes, suas ramificações e a forma como são percebidos pelos reguladores estrangeiros e nacionais no tempo.

No primeiro capítulo, buscou-se sintetizar as origens teóricas dos criptoativos, que posteriormente caminhariam para o nascimento do Bitcoin e de todos os ativos virtuais que se seguiram. Observou-se o contexto de seu nascimento e a forma como revolucionaram a Economia ao permitir transações financeiras seguras, rápidas e sem a necessidade de um intermediário. A contribuição teórica de Hayek e a solução tecnológica de Nakamoto foram apresentadas como etapas complementares de um processo histórico que culminou na criação de uma nova classe de ativos.

No segundo capítulo, iniciou-se a análise do entendimento dos órgãos reguladores tomando por base o ente governamental responsável pelo controle de operações no centro do capitalismo financeiro. Surgiu daí não apenas o critério para classificação de um valor mobiliário (ou *security*, na terminologia estadunidense), mas também os primeiros precedentes jurisprudenciais classificando criptoativos como tal. Os casos DAO, Munchee e Paragon Coin demonstraram a aplicação consistente e funcional do *Howey Test* pela SEC, privilegiando a substância econômica das operações sobre sua forma jurídica ou tecnológica.

No terceiro capítulo, adentrou-se no universo jurídico pátrio, evidenciando a complexidade envolvida na classificação dos criptoativos e, em especial, na miríade de formas em que circulam no mercado de capitais nacional. Neste sentido, evidenciou-se que os entes produtores de jurisprudência e normativos têm buscado adequar seus entendimentos às peculiaridades de cada estruturação de criptoativos, à exceção dos ETFs, onde o entendimento rígido impede o investimento direto, mas propositalmente abre brechas para o aporte indireto de recursos em fundos expostos a criptomoedas. A análise dos casos julgados pela CVM

revelou uma jurisprudência casuística que, embora inspirada no *Howey Test*, adapta-se às especificidades do ordenamento jurídico e do mercado brasileiros.

O quarto capítulo, por sua vez, abordou a evolução das propostas de estabelecimento de um marco regulatório para os criptoativos no Brasil, demonstrando que a natureza *sui generis* dos ativos virtuais ainda não foi plenamente compreendida e assimilada pelos reguladores, de modo que o esboço de regulamentação que tramitava no legislativo continha contradições que terminavam por esvaziar os efeitos da instituição de um texto legal que buscasse ordenar referido setor. A diversidade de projetos de lei apresentados e a longa tramitação evidenciam a complexidade do desafio regulatório.

É fundamental reconhecer que o desafio regulatório dos criptoativos não é exclusivo do Brasil, mas constitui uma questão global que mobiliza legisladores, reguladores e acadêmicos em todas as principais jurisdições do mundo. A experiência comparada demonstra que não existe uma solução regulatória única ou ideal, e que cada país tem buscado adaptar seu arcabouço normativo às especificidades de seu sistema jurídico e financeiro. Nesse contexto, o Brasil pode se beneficiar do aprendizado proporcionado pelas experiências internacionais, sem, contudo, abdicar de construir um modelo regulatório próprio, que reflita as particularidades de seu mercado e de suas instituições.

A análise empreendida ao longo deste trabalho revelou que a jurisprudência brasileira sobre criptoativos, embora ainda incipiente, tem demonstrado uma notável capacidade de adaptação, utilizando instrumentos jurídicos consagrados — como o teste de classificação de valores mobiliários previsto no art. 2º, IX da Lei nº 6.385/76 — para enfrentar os desafios impostos pela inovação tecnológica. Essa abordagem pragmática, que privilegia a análise casuística sobre a regulação genérica, parece adequada ao estágio atual de desenvolvimento do mercado de criptoativos no Brasil, mas deverá ser complementada, no médio prazo, por um marco regulatório mais abrangente e sistemático.

Adicionalmente, o presente trabalho buscou explicar os criptoativos de maneira apofática, diferenciando-os de moedas eletrônicas ou de valores mobiliários comuns, na medida em que nenhuma das duas categorias engloba plenamente sua natureza. Essa abordagem revelou que os criptoativos constituem um fenômeno jurídico genuinamente novo, que desafia as categorias tradicionais do direito e exige criatividade regulatória.

Conclui-se que a gama de operações nas quais é possível o uso de criptoativos transcende o mero escopo de enquadramento na categoria de valores mobiliários, de modo que um marco regulatório verdadeiramente eficiente deverá considerar a revolução que a tecnologia *blockchain* está empreendendo nos mercados financeiro e de capitais em escala

global, não somente através da emissão de criptomoedas para os mais variados fins, com ou sem expectativa de lucro a partir de sua valorização, mas da tokenização de valores mobiliários tradicionais, como as debêntures, ou de bens, como imóveis. A regulação não pode se limitar a enquadrar os criptoativos em categorias preexistentes; deve, antes, criar novas categorias e instrumentos regulatórios adequados à natureza e à dinâmica desses ativos.

Nesse sentido, o Estado brasileiro desempenha função de dupla importância, uma vez que tem o dever de adequar-se ao *Zeitgeist* de um mundo progressivamente mais adepto da tokenização, de modo a assegurar um arcabouço jurídico que permita a prosperidade econômica de seus cidadãos neste setor, como também de criar as condições para viabilizar a emissão do Real Digital, cujo potencial para dinamizar a economia nacional e torná-la cada vez mais inclusiva permanece inexplorado. O desafio reside em construir um marco regulatório que seja simultaneamente flexível o suficiente para acomodar a rápida evolução tecnológica e robusto o bastante para proteger os investidores e preservar a estabilidade do sistema financeiro.

Por fim, é fundamental reconhecer que o desafio regulatório dos criptoativos não é exclusivo do Brasil, mas constitui uma questão global que mobiliza legisladores, reguladores e acadêmicos em todas as principais jurisdições do mundo. A experiência comparada demonstra que não existe uma solução regulatória única ou ideal, e que cada país tem buscado adaptar seu arcabouço normativo às especificidades de seu sistema jurídico e financeiro. Nesse contexto, o Brasil pode se beneficiar significativamente do aprendizado proporcionado pelas experiências internacionais, sem, contudo, abdicar de construir um modelo regulatório próprio, que reflita as particularidades de seu mercado e de suas instituições.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Banco Central divulga as diretrizes gerais de uma moeda digital para o Brasil.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17398/nota>. Acesso em: 12 fev. 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Comunicado nº 25.306, de 19 de fevereiro de 2014.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=25306>. Acesso em: 12 fev. 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=31379>. Acesso em: 12 fev. 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Nota para a Imprensa de 26 de agosto de 2019.** Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist\\_estaticassetorexterno/201908\\_Texto\\_de\\_estatisticas\\_do\\_setor\\_externo.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist_estaticassetorexterno/201908_Texto_de_estatisticas_do_setor_externo.pdf). Acesso em: 12 fev. 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Portaria nº 108.092, de 20 de agosto de 2020.** Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-n-108.092-de-20-de-agosto-de-2020-273476769>. Acesso em: 24 mar. 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução BCB nº 29, de 26 de outubro de 2020.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo>. Acesso em: 22 fev. 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução BCB nº 77, de 3 de março de 2021.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo>. Acesso em: 22 fev. 2026.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução CMN nº 4.865, de 26 de outubro de 2020.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo>. Acesso em: 22 fev. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Criptoativos: Série Alertas.** Rio de Janeiro. Mai 2018. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta\\_CVM\\_CRIPTOATIVOS\\_10052018.pdf](https://www.investidor.gov.br/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf). Acesso em: 13 mar. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 18 mar. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol135.html>. Acesso em: 18 mar. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 18 mar. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SIN 01/18, de 12 de janeiro de 2018.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0118.html>. Acesso em: 18 mar. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SIN 11/18, de 19 de setembro de 2018.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1118.html>. Acesso em: 19 mar. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/13207.** Disponível em:

[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080902\\_PAS\\_RJ200713207.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080902_PAS_RJ200713207.pdf). Acesso em: 19 mar. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 19 mar. 2026.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 13 mar. 2026.

BRASIL. **Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/lei/112865.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112865.htm). Acesso em: 24 mar. 2026.

BRASIL. **Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022**. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2022/lei/114478.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/114478.htm). Acesso em: 12 fev. 2026.

BRASIL. **Projeto de Lei nº 2.060, de 2019**. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2196875>. Acesso em: 24 fev. 2026.

BRASIL. **Projeto de Lei nº 3.825, de 2019**. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/137512>. Acesso em: 24 fev. 2026.

BRASIL. **Projeto de Lei nº 3.949, de 2019**. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/137644>. Acesso em: 24 fev. 2026.

BRASIL. **Projeto de Lei nº 4.207, de 2020**. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/144036>. Acesso em: 26 fev. 2026.

BRASIL. **Projeto de Lei nº 4.401, de 2021**. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/151264>. Acesso em: 12 fev. 2026.

BULLMAN, Dirk; KLEMM, Jon; PINNA, Andrea. **In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?** ECB Occasional Paper Series, nº 230, 2019.

COINMARKETCAP. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/>. Acesso em 23 mai. 2022.

COSTA, Igor. Plunct, Plact, Zum: Tokens, Valores Mobiliários e a CVM. IN: PINTO, Alexandre Evaristo; EROLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga (Orgs.). **Criptoativos: estudos regulatórios e tributários**. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin. Brasil, 2021, pp. 151-174.

COSTA, Isac Silveira da; PRADO, Viviane Muller; GRUPENMACHER, Giovana Treiger. **Cryptolaw: Inovação, Direito e Desenvolvimento**. 1. Ed. São Paulo: Almedina, 2020.

ESPIR, Bárbara Cabrera; STEINBERG, Daniel Fideles. O Direito e os novos fenômenos monetários: análise jurídica das diferenças entre criptoativos, stablecoins e CBDCs. IN: PINTO, Alexandre Evaristo; EROLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga (Orgs.). **Criptoativos: estudos regulatórios e tributários**. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin. Brasil, 2021, pp. 105-129.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. **Administrative Proceeding File No. 3-18304**. 11 de dezembro de 2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. **Administrative Proceeding File No. 3-18897**. 16 de novembro de 2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10574.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. **Framework for "investment contract" analysis of digital assets**. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>. Acesso em: 11 fev. 2026.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. **Investor Alert: Bitcoin and other virtual currency-related investments**. Disponível em: [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/investoralertsia\\_bitcoin.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/investoralertsia_bitcoin.html). Acesso em: 11 fev. 2026.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. **Investor Alert: Ponzi Schemes using virtual currencies**. Disponível em: [https://www.sec.gov/files/ia\\_virtualcurrencies.pdf](https://www.sec.gov/files/ia_virtualcurrencies.pdf). Acesso em: 23 mai. 2022.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. **Investor Bulletin: Initial Coin Offerings**. Disponível em: [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings). Acesso em: 11 fev. 2026.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Securities and Exchange Commission. **Report of investigation pursuant to section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO**. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

ETHEREUM. **Decentralized Autonomous Organizations (DAOs)**. Disponível em: <https://ethereum.org/en/dao/>. Acesso em: 11 fev. 2026.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Treatment of Crypto Assets in Macroeconomic Statistics**. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2019/pdf/Clarification0422.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

GHIRARDI, Maria do Carmo Garcez. **Criptomoedas: Aspectos Jurídicos**. 1. Ed. São Paulo: Almedina, 2020.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. ICOs (Initial Coin Offerings) e a disciplina dos valores mobiliários. IN: PINTO, Alexandre Evaristo;

EROLES, Pedro; MOSQUERA, Roberto Quiroga (Orgs.). **Criptoativos: estudos regulatórios e tributários**. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin. Brasil, 2021, pp. 455-486.

HAYEK, Friedrich August von. **Desestatização do Dinheiro: uma análise da teoria e prática das moedas simultâneas**. 2ª ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2011.

NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2026.

UHDRE, Dayana de Carvalho. **Blockchain, Tokens e Criptomoedas: Análise Jurídica**. 1. Ed. São Paulo: Almedina, 2021.