

INSPER  
LLC 08 DIREITO EMPRESARIAL

MANOEL GUISARD DIAS

Possíveis riscos criminais em operações ICO e STO

SÃO PAULO

2020

MANOEL GUISARD DIAS

Possíveis riscos criminais em operações ICO e STO

Trabalho de Conclusão de Curso para  
aprovação na pós-graduação em Direito  
Empresarial, LLC 08, INSPER.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu  
Gomes Roque

SÃO PAULO

2020

Dias, Manoel Guisard.  
Possíveis riscos criminais em operações ICO e STO.  
Manoel Guisard Dias — São Paulo, 2020.

Trabalho de Conclusão de Curso — Insper, 2020.  
Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1.Criptoativo. 2. Crime Financeiro. 3. Valor Mobiliário. 4.Oferta Pública. I. Manoel Guisard Dias. II. Possíveis riscos criminais em operações ICO e STO

MANOEL GUISARD DIAS

Possíveis riscos criminais em operações ICO e STO.

Trabalho de Conclusão de Curso para  
aprovação na pós-graduação em Direito  
Empresarial, LLC 08, INSPER.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu  
Gomes Roque.

**Banca Examinadora**

---

Nome completo do orientador  
Instituição

---

Nome completo da banca 1  
Instituição

---

Nome completo da banca 2  
Instituição

## Resumo

Com o desenvolvimento da tecnologia, a internet passou a ser, não só um facilitador das transações comerciais de modo geral, mas o berço de novas opções de negócios, como ocorre com os criptoativos surgidos em 2009, cuja existência e circulação se dão exclusivamente no mundo digital. Essa figura consiste em algoritmos que estão vinculados à uma estrutura de registro própria conhecida como *blockchain*, podendo, com isso, estabelecer a criação das criptomoedas, como o Bitcoin, e dos Tokens. Em meio ao cenário informal e descentralizados, esses ativos são transacionados em todo o globo como forma de pagamento, investimento e contratos financeiros. Entretanto, existe uma enorme carência normativa quanto a permissibilidade quanto à utilização, validade e oferta desses ativos em território nacional. Esse trabalho, portanto, buscou avaliar o cenário normativo atual brasileiro com base em leis basilares do mercado financeiro, enunciados da Comissão de Valores Mobiliários e Código Penal, os riscos que um emissor de tais ativos pode incorrer. Para isso, foi preciso, buscar a definição jurídica desses ativos, as peculiaridades como são ofertados esse ativos diante das normas de oferta pública; como os procedimentos de ICO e IPO podem ser comparados no Brasil; e, finalmente, a possibilidade da imputação da norma penal aos casos de ICO, em se tratando da ausência de previsão legal própria. Como fechamento, pode-se perceber que o posicionamento do judiciário se mostra incerto, a hermenêutica jurídica nos conduz ao entendimento de que o emissor de criptoativos sem o devido registro pode sofrer das consequências da esfera penal.

**Palavras-chave:** Criptoativo; Crime Financeiro; Valor Mobiliário; Oferta Pública

## **Abstract**

With the development of technology, the internet has become, not only a facilitator of commercial transactions in general, but the cradle of new business options, as is the case with the cryptocurrencies that emerged in 2009, whose existence and circulation occur exclusively in the digital world. This structure consists of algorithms that are linked to a proprietary registration configuration known as blockchain, thus being able to establish the creation of cryptocurrencies, such as Bitcoin, and Tokens. Amid the informal and decentralized scenario, these assets are traded across the globe as a form of payment, investment and financial contracts. However, there is a huge regulatory gap regarding the permissibility concerning the use, validity and offer of these assets in the national territory. This work aims to demonstrate the risks that an issuer of such assets may incur, evaluating the current Brazilian regulatory scenario based on basic laws of the financial market, enunciated by the *Comissão de Valores Mobiliários* and Brazilian Penal Code. For this, it was necessary to seek the legal definition of these assets, the peculiarities, how these are offered under public offering rules, how the ICO and IPO procedures can be compared in Brazil; and, finally, the possibility of imputing the penal rule to ICO cases, in the case of the absence of its own legal provision. As a conclusion, it can be perceived that, the position of the judiciary is uncertain, legal hermeneutics leads us to the understanding that the issuer of cryptography without proper registration can suffer consequences in the criminal sphere.

**Keywords: Cryptographic; Financial Crime; Securities; Public Offering.**

## **Lista de Siglas**

BACEN – Banco Central do Brasil

CIC – Contrato de Investimento Coletivo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ICO – Initial Coin Offering

IN – Instrução Normativa

IPO – Initial Public Offering

STO – Security Token Offering

## **Sumário**

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>08</b>
<b>2. DEFINIÇÃO DE CRIPTOMOEDA .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1. MOEDA VIRTUAL E MOEDA DIGITAL .....</b>	<b>11</b>
<b>3. DEFINIÇÃO JURÍDICA DAS CRIPTOMOEDAS E TOKENS .....</b>	<b>13</b>
<b>3.1. VALOR MOBILIÁRIO .....</b>	<b>13</b>
<b>3.1.1. TOKENS (CERTIFICADOS) .....</b>	<b>14</b>
<b>3.2. CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO (CIC) .....</b>	<b>15</b>
<b>3.3. OFERTA PÚBLICA .....</b>	<b>16</b>
<b>4. ICO E STO .....</b>	<b>19</b>
<b>5. RISCO DE CRIMES E INFRAÇÕES .....</b>	<b>21</b>
<b>6. CONCLUSÃO .....</b>	<b>24</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>27</b>



## 1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como escopo analisar as inseguranças jurídicas principalmente no tocante à imputação da norma penal, nos procedimentos de *Initial Coin Offering* (ICO) ou *Security Token Offering* (STO), na qual ativos virtuais, sejam eles as criptomoedas ou tokens são negociados com o intuito de incremento do capital de negócio ou projeto.

Esse trabalho, portanto, seguirá a linha cronológica, desenvolvendo o conceito de criptoativo diante do sistema normativa brasileiro frente às considerações legais e doutrinárias sobre moeda, valor mobiliário e oferta pública. Em seguida, aborda-se o esclarecimento sobre ICO e STO baseando-se no procedimento de IPO, e sua possível viabilidade. Por fim, análise sobre os princípios gerais do direito penal e sua possível aplicação nos casos de ICO que ocorrerem no Brasil

A arrecadação de investimento via ICO ganhou grande notoriedade no ano de 2017, período no qual foram registrados 435 de ofertas de tokens ao redor do globo, arrecadando, ao todo, aproximadamente UR\$ 6,5 bilhões. Já em 2018 os valores foram ainda maiores, pois, somente com o ICO promovido governo venezuelano sobre a sua criptomoeda Petro foi arrecadado UR\$ 5 bilhões, enquanto a empresa Telegram, no mesmo ano, adquiriu UR\$ 1,7 bilhões por meio da emissão de criptoativos. Contudo, esse é um mercado ainda se mostra obscuro no Brasil, carente de legislação ou apoio do governo, de modo que aumenta drasticamente o risco das empresas que desejam esse tipo de alavancagem.

De forma ilustrativa, trataremos os ativos virtuais ou criptoativos como gênero do qual se sub dividem as criptomoedas e os *tokens*. Dito isso, podemos definir como as criptomoedas ou moedas virtuais dinheiro eletrônico descentralizado e desvinculado de qualquer entidade que, portanto, permite transação sem interferência de terceiros, e cujos registros transacionais são gravados em bancos de dados transparentes chamados de Blockchain. Os *tokens* ou certificados, por sua vez, são títulos que representam algum direito sobre a empresa, como voto, participação nos lucros ou acesso a algum produto ou serviço. Entretanto, ainda não há respaldo jurídico literal que defina a natureza desses ativos.

Para melhor abordar o tema, será preciso uma contextualização adequada sobre elementos base a fim de deixar a reflexão jurídica cristalina, partindo a definição como valores mobiliários, ou seja, títulos emitidos pelos integrantes do mercado financeiro que concedem ao portador alguma possível vantagem financeira advinda do esforço de outro. Mesmo para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os ativos virtuais possuem natureza mutável conforme o fim a que se destina ou o que se deu origem.

## 2 DEFINIÇÃO DE CRIPTOMOEDA

A primeira criptomoeda, também chamada de moeda virtual ou *bitcoin*, foi desenvolvida por Satoshi Nakamoto com base no sistema *Blockchain* e lançada ao público em 03 de janeiro de 2009. Isso possibilitou ao mundo a exploração de dois novos recursos diferentes: criptoativos e *blockchain*. Não há necessidade de se discorrer a fundo sobre o último, pois sairá do escopo aqui abordado.

Segundo Ulrich<sup>1</sup>, deve-se definir criptomoeda como “uma moeda digital *peer-to-peer* (par a par ou, simplesmente, de ponto a ponto), de código aberto, que não depende de uma autoridade central”. De acordo com o mestre em economia, o que torna o *bitcoin* único, dentre outros motivos, é o fato de ser o primeiro sistema de pagamentos global totalmente descentralizado. Discorre ainda que o *bitcoin* é uma criação revolucionária, pois permite que qualquer transação financeira, nacional ou internacional, seja feita de forma direta entre os próprios interessados, sem qualquer agente intermediário encarregado de criar uma moeda ou de verificar a transação, vez que estará eternamente gravada no *blockchain*.

Como consequência, as transações são isentas de qualquer taxa e apresentam maior agilidade, porém, colateralmente, por se desvincular completamente da fiscalização governamental, torna-se praticamente nula a efetivação do respaldo legal resguardado pelo Estado em caso de eventuais problemas.

Entretanto, diante do ordenamento jurídico brasileiro, é de suma importância a definição cabal sobre os criptoativos, principalmente no que tange à possibilidade de ser legalmente reconhecida como meio de pagamento legítimo.

Tal implicação é abordada pelo autor Machioni<sup>2</sup>, pois uma transação que envolva criptomoeda como intermediária em uma operação de compra e venda pode ser tratada, legalmente, como obrigação de entregar coisa certa, prevista nos artigos 313 e 553 do Código Civil de 2002, ou dação em pagamento, descrita no artigo 356 do mesmo diploma legal. Ademais, caso uma criptomoeda seja entendida e tratada pelo ordenamento jurídico brasileiro como forma de dinheiro, a negativa do seu

---

<sup>1</sup> ULRICH, Fernando. **Bitcoin a Moeda Na Era Digital**. 1. ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2014. 122 p. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Ebook.aspx?id=99>. Acesso em: 7 out. 2020.

<sup>2</sup> MACHIONI, Jarbas Andrade. **ICO and the cryptocurrencies**: the uncertainties of a legal regime. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 80, 2018, p. 15-32.

recebimento poderá implicar na infração penal prevista na Lei de Contravenções Penais<sup>3</sup> em seu artigo 43.

O percussor da Escola Austríaca de Economia, Menger<sup>4</sup>, nos ensina que dinheiro não deve ser uma criação do Estado, mas reconhecido e regulado por este, vez que a moeda deriva das relações sociais. Para Keynes<sup>5</sup>, a moeda teria o papel de facilitador nas transações comerciais, derivado de rendimento nulo, custo de manutenção ínfimo e com grande liquidez.

Contudo, ao se atentar à norma positiva, tem-se as seguintes previsões legais: desde logo, a Constituição Federal de 1988 restringe, em seus artigos 21, inciso VII e 164, a competência da emissão de moeda à União, a qual se dará por meio do Banco Central do Brasil (BACEN). Não obstante, em 1994, com a vigência da Lei nº 8.880, há o estabelecimento do Real como moeda da circulação corrente em território nacional. Ou seja, não é juridicamente legítimo que as criptomoedas possam sub-rogar ou concorrer com o Real na forma de dinheiro no Brasil.

## 2.1 MOEDA VIRTUAL E MOEDA DIGITAL

Diante do inegável desenvolvimento tecnológico, tende o sistema econômico a se adaptar às novas necessidades e facilidades trazidas por esse campo. Desse ponto, faz-se necessário elucidar a diferença conceitual e legal de moeda eletrônica e moeda virtual.

A moeda eletrônica está prevista na Lei 12.865 de 2013, no artigo 6º, inciso VI, o qual dispõe que esse ativo é, em síntese, unidade de medida equivalente a moeda fiduciária, mas cujo meio de circulação ocorre de forma digital.

---

<sup>3</sup> BRASIL. **Decreto-lei n. 3.688**, de 01 de janeiro de 1942. **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro, 03 de outubro de 1941.

<sup>4</sup> MENDER, Carl. On the origins of money. Tradução C. A. Foley. *Economic journal*, v. 2, 1892, p. 239-55

<sup>5</sup> KEYNES, J. M.. **A tract on monetary reform**. London: Macmillan, v. 4, 1971. (The Collected Writings of John Maynard Keynes).

Com relação às moedas virtuais, o BACEN, por meio do comunicado número 25.306<sup>6</sup> de fevereiro de 2014, põe a termo quaisquer especulações sobre o assunto diante da perspectiva de política econômica nacional. Portanto, entende-se por moeda virtual as unidades distintas daquelas moedas emitidas por governos soberanos. Não são emitidas nem garantidas por qualquer autoridade monetária, não têm garantia de conversão para moeda oficial e apresentam alta volatilidade de preço.

Portanto, diante do viés trazido por alguns autores clássicos da economia, como Menger e Keynes, podemos afirmar que as moedas virtuais ou criptomoedas possuem as características necessárias para se enquadrarem como dinheiro. Entretanto, é certo que, diante do sistema jurídico-normativo brasileiro atualmente vigente, a qualidade de unidade monetária não deverá ser atribuída a qualquer criptoativo.

---

<sup>6</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ministério da Fazenda. **Comunicado nº 25.306**, de 19 de fevereiro de 2014. Diário Oficial da União: nº 36, Seção 3, pág. 105, 20 fev. 2014.

### 3 DEFINIÇÃO JURÍDICA DAS CRIPTOMOEDAS E TOKENS

Uma vez esclarecido que, diante do quadro normativo brasileiro, não há espaço para atribuição de caráter monetário para os criptoativos, deve-se avaliar não apenas os elementos intrínsecos, mas também o modo como são utilizados. Para melhor didática, dividiremos esse capítulo em três, para analisar especificamente cada desses elementos, tais quais valores mobiliários, contratos de investimento coletivo (CIC) e oferta pública, de forma aprofundada para traçarmos a natureza desses ativos virtuais.

Seguindo essa linha, Thiago Barra de Souza<sup>7</sup> traz a importância sobre a reflexão baseada nos princípios gerais do direito positivo. Ao apontar que “o Direito não é um fim em si mesmo e não pode dissociar-se das demais áreas do conhecimento, sob pena de criar intoleráveis distorções”, aborda a premissa trazida pelo princípio da subsunção, o qual estabelece o processo dedutivo para que se possa inferir o enquadramento legal de determinado ato/fato jurídico.

Consequentemente, embora incorporados por elementos próprios, tais ativos, por conta da similitude quanto à sua utilidade ou características, podem se enquadrar na larga definição de valor mobiliário abraçadas pelo artigo 2º, da Lei nº 6.385/76.

#### 3.1 VALOR MOBILIÁRIO

A definição de valor mobiliário, por muito tempo, mostrou-se um desafio para a doutrina, chegando a ser tratado como uma espécie de título de crédito. Em 1976, com a vigência da Lei de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/76), havia tão somente um rol taxativo de ativos, exclusivamente emitidos por sociedades anônimas, o que acabou abrindo brechas para que algumas empresas usassem essa formalidade de forma maliciosa.

Conforme narra Coelho<sup>8</sup>, por conta de um esquema fraudulento ocorrido em

---

<sup>7</sup> SOUZA, Thiago Barra de. **Definição da natureza jurídica do Bitcoin e suas repercussões tributárias**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Escola de Direito de Brasília, Instituto Brasiliense de Direito Público, Brasília, 2018.

<sup>8</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**: direito de empresa. 15. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2.

1997 no qual uma empresa oferecia publicamente investimentos em contratos de engordar boi, esta, por ser do tipo limitada, estaria alheia às normas do mercado financeiro e isenta de qualquer fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Foi necessária, em vista disso, a alteração legislativa para abrir esse rol, a fim de expandir o enquadramento dos fatos à norma, o que confere à CVM maior poder de fiscalização sobre diversos tipos de investimento. Consequentemente, a lei 10.303/01 acrescentou o inciso IX ao artigo referido, abrindo, portanto, a definição de valores mobiliários, pois além dos ativos já previstos, agora também podem ser qualificados como valores mobiliários: “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.<sup>9</sup>

### 3.1.1 TOKENS (CERTIFICADOS)

No que tange aos Criptoativos para este trabalho, levaremos em conta as criptomoedas, já definidas no capítulo anterior, e os *tokens* que podem ter serventias diferentes a depender da sua espécie.

*Tokens ou certificados*, na visão do já mencionado Jarbas Andrade Machioni, podem se dividir em três espécies com características e utilidades diferentes: *Equity*, *Security* e *Utility*. O primeiro, *Equity Token*, se assemelha às ações ordinárias, visto que concede direitos societários ao portador. *Security Token*, por sua vez, resguarda ao investidor uma garantia real sobre seu aporte, como espécie de contrato de investimento cujos riscos são minimizados. Por fim, o *Utility Token* apresenta elementos próprios, pois concede ao seu possuidor o direito de acessar ou utilizar determinado produto ou serviço.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> BRASIL. Casa Civil. **Lei n. 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Diário Oficial da União. Brasília, 31 de outubro de 2001.

<sup>10</sup> MACHIONI, Jarbas Andrade. **ICO and the cryptocurrencies**: the uncertainties of a legal regime. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 80, 2018, p. 15-32.

Já a CVM define os *tokens* da seguinte forma:

“Os tokens, que conferem direitos diversos aos seus detentores, podem ser divididos em pelo menos duas categorias, a depender do tipo de direito concedido: tokens que concedem acesso a um serviço, plataforma ou projeto da empresa, nos moldes de uma licença de uso ou de créditos para consumir um bem ou serviço; e tokens que conferem aos investidores 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.”<sup>11</sup>

Entretanto, observa-se o *Utility Token* como figura distinta dessa qualificação, vez que, por conferir ao titular uma licença de uso ou crédito para aquisição de determinado produto, assim como as criptomoedas, a princípio, não deveria se enquadrar na definição de valor mobiliário. Em outras palavras, para que essa modalidade de *token* possa ser devidamente qualificada como valor mobiliário, sua emissão deverá seguir como oferta pública e em caráter de contrato de investimento coletivo.

### 3.2 CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO (CIC)

Outro elemento que caracteriza os valores mobiliários, está ligado à operação com a qual eles são negociados, ou seja, contratos de investimentos coletivos (CIC), quando ofertados publicamente e que gerem direito de participação ou remuneração, por meio de esforço do empreendedor ou de terceiros. Portanto, por meio dessa construção normativa, é possível atrelar os demais ativos virtuais, como *Utility Token* e as criptomoedas, ao inciso IX da lei 10.303/01.

A título de ilustração das relevâncias práticas acerca da qualificação dos contratos de investimento coletivo, podemos citar o caso da empresa G44 Brasil S.A. A empresa, juntamente com seus sócios Joselita de Brito de Escobar e Saleem Ahmed Zaheer, foi autuada pela CVM sob a acusação de oferecer publicamente investimento no setor de *forex* e *bitcoins*, cuja formatação se daria pelo ingresso do investidor como sócio na empresa, através de uma sociedade de conta de participação e, conseqüentemente, receberia dividendos advindos da valorização dos ativos

---

<sup>11</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Série Alerta: Criptoativo, Maio 2018.



investidos. Contudo, esse tipo de operação, independentemente do ativo no qual o capital seria investido, não estaria isenta da observância da CVM. Consequentemente, por unanimidade na decisão do colegiado julgador da CVM, a empresa e cada um de seus sócios foram condenados administrativamente a pagar multa de R\$ 250.000,00.

Em seu voto, Gustavo Machado Gonzalez, Relator do processo, explica o conceito de contrato de investimento:

“O conceito de contrato de investimento coletivo pode abarcar **negócios com diversos formatos** nos mais variados setores<sup>16</sup>. Com efeito, a diversidade de ativos e projetos nos quais os recursos captados mediante ofertas de contratos de investimento coletivo foram investidos no passado é prova eloquente de que **a destinação dos recursos**, isoladamente considerada, **é fator de pouca ou nenhuma relevância para a análise acerca da existência de um CIC**. Laranjas certamente não são valores mobiliários, assim como não o são quartos de hotel, vagas de garagem, bois e avestruzes, para ficar apenas em alguns dos exemplos mais famosos no Brasil” (grifo do autor).<sup>12</sup>

Segundo os pontos destacados, resta evidente que a definição de CIC não recai sobre o ativo negociado, tampouco que esse ativo seja previamente um valor mobiliário, pois, conforme exemplifica o Relator, qualquer bem trivial que tenha sobre si o fomento de terceiro buscando sua especulação, notoriamente será classificado como valor mobiliário.

### 3.3 OFERTA PÚBLICA

A oferta pública se caracteriza pela busca de investidores através de facilitadores que auxiliam os meios de divulgação, como propagandas, abordagem direta por meio de corretores, utilização de folhetos ou mídia destinados ao público para os atos de venda, promessa de venda, aceitação do pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários. Pode ocorrer como oferta primária no cenário em que a própria empresa se torna protagonista na emissão de ativos para o mercado, de forma a captar recursos para si, ou oferta pública secundária, em que ocorre a

---

<sup>12</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007994/2018-51 (RJ2018/5377)

circulação dos ativos já existentes, ou seja, os próprios acionistas transacionam, de modo a auferir lucro próprio com a venda dos ativos.

Regulada pela Instrução Normativa (IN) Número 400 da CVM<sup>13</sup>, tem como objetivo assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, exigindo ampla transparência e meios adequados de divulgação de informações sobre todo espectro que compõe o investimento. Para tanto, dispõe em seu artigo 2º que qualquer oferta pública realizada em território nacional deve ser submetida ao prévio registro da CVM, a fim de fazer cumprir todas as exigências de caráter protecionista, assegurando a integridade e credibilidade do mercado financeiro e resguardando a confiabilidade e capital dos pretensos investidores.

Neste ponto, é perceptível o possível conflito de interesses ao se ponderar a extensão dos princípios da autonomia privada e da livre iniciativa sob o âmbito individual, em face da preocupação com o coletivo. Primeiramente, a proposta de agilidade e baixo custo trazida pelo recrutamento de capital via emissão de criptoativo, torna-se atraente aos olhos da empresa emissora, contudo, para o investidor, a capacidade de conhecer o contexto por trás do que lhe está sendo ofertado é ínfima. Ou seja, o investidor está concorrendo com duplo risco, sendo eles a veracidade e boa-fé do emissor, bem como sobre a capacidade do investimento, a rentabilidade esperada. Nesse momento, a interferência da CVM cumpre o disposto na Magna-Carta, em seu artigo 192<sup>14</sup>, que versa sobre servir ao interesse da coletividade perante o Sistema Financeiro Nacional.

Na mesma IN número 400, em seu artigo 4º, existe a previsão da dispensa de registro prévio, mas condicionada à avaliação da Comissão, a qual determinará se essa dispensa será total ou parcial. A exceção a esse dispositivo ocorre no tocante à oferta de lote único e indivisível de valores mobiliários. Todavia, essa disposição se limita a uma mesma espécie de valor mobiliário ofertada pelo mesmo emissor por 4 anos<sup>15</sup>. Existem, contudo, obrigações acessórias a serem cumpridas mesmo com a dispensa prévia, como, por exemplo, após o término da oferta, a empresa ter de

---

<sup>13</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa n° 400**, de 29 de dezembro de 2003. Diário Oficial da União, 9 jan. 2004.

<sup>14</sup> BRASIL. **Constituição**. República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Senado Federal, 1988. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

<sup>15</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa n° 400**, de 29 de dezembro de 2003 art. 5º, II, §1º. Diário Oficial da União, 9 jan. 2004.

informar a CVM ou, em caso de empresas de pequeno porte ou microempresas, essa notificação deverá ser enviada antes do início da oferta.<sup>16</sup>

Podemos citar o caso da BITCURRENCY MOEDAS DIGITAIS S.A, empresa que oferecia investimentos em *bitcoins* por meio de contrato de mútuo. Em 2019, iniciou-se um processo administrativo dirigido pela CVM, exigindo a cessação das operações, por entender que a empresa estaria tentando burlar, por meio do formato de contrato de mútuo, as formalidades exigidas às ofertas públicas, além da ausência de autorização para especular sobre capital de terceiros.

Sobre os ativos virtuais, então, a possibilidade de dispensa pode ser a resposta para o devido enquadramento normativo, sem que haja grande custo para a empresa. Ou, em hipótese de o emissor almejar a operação *peer-to-peer*, cuja livre negociação ocorre sem a presença de qualquer entidade, levaria a crer que a emissão de *Utility Tokens* que não for feita por oferta pública, está fora do escopo normativo da Comissão.

No mais, mesmo diante da carência normativa a respeito dos criptoativos, não se deve partir do pressuposto que, em não havendo restrição ou previsão expressa sobre o tema, segue a permissibilidade de agir à revelia, mas o contrário, pois são nesses cenários que nos deparamos com as maiores inseguranças jurídicas.

Por fim, frente ao cenário normativo brasileiro, como dito, mesmo diante da expressa necessidade de tipificação legal para os ativos virtuais em geral, a CVM, por meio do Ofício-Circular nº 1<sup>17</sup>, realça a sua autoridade como intermediária e autorizadora em qualquer caso cujos ativos negociados possuam características próprias de valores mobiliários.

---

<sup>16</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Superintendência de Relações com Empresas - SEP.** Ofício Circular nº 2, de 26 de fevereiro de 2015.

<sup>17</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Superintendência de Relações com Empresas - SEP.** Ofício Circular nº 1, de 05 de março de 2020.

## 4 ICO e STO

*Inicial Public Offering* (IPO) ou “Oferta Pública Inicial”, consiste na abertura exclusiva das companhias para captação de recursos diretamente do mercado de investidores, a fim de buscar capital de terceiros. Essa captação pode ser feita via *Equity*, quando a empresa busca arrecadação de capital por meio da expansão e distribuição de seu patrimônio líquido, ou seja, efetua-se aumento do capital social da companhia e as ações são ofertadas ao público através do mercado primário. Em outras palavras, é realizada a venda das ações de uma empresa para o público pela primeira vez.

A capitalização via endividamento ou *Debt Fund*, por sua vez, emite um título de dívida de curto, médio ou longo prazo no mercado. Tais títulos não conferem, a princípio, direitos societários aos seus investidores, mas, sim, a rentabilidade previamente designada.

As diretrizes do procedimento de IPO e emissão de títulos, visto que se trata de captação pública, estão descritas na Instrução Normativa 400 supracitada, cujo principal objetivo é a proteção do investidor no tocante à transparência, qualidade das informações divulgadas e equidade de tratamento dos interessados.

Sinteticamente, como bem aponta Siqueira<sup>18</sup>, o IPO precisa passar pelas seguintes etapas: (I) auditoria externa jurídica e financeira; (II) instituição financeira atuante como coordenadora do procedimento; (III) comunicação aos investidores por meio de publicação da assembleia geral extraordinária; (IV) ingresso registral na bolsa de valores ou mercado de balcão; (V) prospecto de emissão contendo as informações essenciais da operação; (VI) poderá haver a apresentação prévia de investidores, bem como a reserva antecipada de ações a serem adquiridas; (VII) anunciar na mídia o início e o fim da distribuição dos ativos. Paralelamente, esse processo precisa do registro na própria CVM.

---

<sup>18</sup> PEREIRA, Atademes Branco; TREIGER, José Marcos. **Por que abrir o capital?** In: SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; TREIGER, José Marcos (Coord.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. Rio de Janeiro: RR Donnelley Financial Comunicação Corporativa, 2014, p. 15-21.

A *Initial Coin Offering* (ICO) e o *Security Token Offering* (STO), em sua essência, são operações inspiradas em IPO, pois se pautam na busca de injeção de capital público pela contrapartida da aquisição de ativos virtuais, para financiamento da empresa e/ou projeto. Especificamente, o ICO busca predominantemente a emissão de criptomoedas, como a criptomoeda Petro citada na introdução, enquanto os STO concedem ao seu investidor um *token* (certificado) com algum direito além do caráter especulativo.

Aponta Souza<sup>19</sup> algumas diferenças-chave entre os IPOs e ICOs/STOs, tais quais: o meio de capitalização utilizado é integralmente associado à internet, o que confere amplitude global na prospecção de investidor; o processo costuma ser criptografado e registrado em rede de computadores descentralizadas e com registros distribuídos, sem a presença de intermediário ou autoridade soberana.

Complementarmente, é importante destacar que, em viabilidade de procedimento, o acesso nas operações virtuais em ambiente desprovido de regulação específica e ente fiscalizador, na prática, traria maior agilidade e acessibilidade para qualquer tipo de empresa. Essa característica, portanto, faz com que a opção de ICO ou STO se torne muito mais atraente para empresas ou projetos menores ou iniciais, diferentemente do procedimento de IPO, cujo formato estabelecido dificulta a sua possibilidade. Em suma, a alta carga burocrática imposta no processo de IPO impede que empresas menores ou iniciantes consigam fomentação junto ao público.

Entende-se, com isso, que o próprio caráter descentralizador e autônomo nas operações de ICO e STO, independente da natureza dos ativos negociados, já está em desacordo com os atos regulatórios impostos pela CVM. Desse modo, tratar tais operações nos mesmos ditames burocráticos e onerosos que são tratados os IPOs levaria, diante do nosso ordenamento, ao completo desuso, tendo em vista as singularidades do procedimento de cada um. Não obstante, não atentar ao atual posicionamento da CVM poderá expor o emissor de ativos virtuais às sanções impostas pelas normas penais.

---

<sup>19</sup> SOUZA, Thiago Barra de. **Definição da natureza jurídica do Bitcoin e suas repercussões tributárias**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Escola de Direito de Brasília, Instituto Brasiliense de Direito Público, Brasília, 2018.

## 5 RISCO DE CRIMES E INFRAÇÕES

Como forma de direcionamento de estudo, os riscos abordados serão limitados às ações de boa-fé, cujo desconhecimento normativo possa levar o agente a cometer alguma infração na esfera criminal. Por esse pressuposto, observa-se que nas esferas civil e administrativa, agir em desconformidade com o determinado pela CVM constitui infração, visto as notas informativas emitidas pela própria Autarquia, trazidas ao longo desse trabalho. Entretanto, é necessário destacar que uma infração cível e/ou administrativa pode ou não ser considerada crime. Para tanto, busca-se, de modo geral, delimitar ao máximo a descrição da conduta ilícita.

O conceito de crime é definido, sob o prisma legal do Decreto Lei 3.914/41, em seu artigo 1º:

“a infração penal que a lei comina pena de reclusão ou de detenção, quer isoladamente, quer alternativa ou cumulativamente com a pena de multa; contravenção, a infração penal a que a lei comina, isoladamente, pena de prisão simples ou de multa, ou ambas, alternativa ou cumulativamente”.<sup>20</sup>

Seguindo a definição de crime, temos o princípio da legalidade, o qual se subdivide em reserva legal e anterioridade. O primeiro está positivado na Constituição Federal em seu artigo 5º, inciso XXXIX, descrevendo que não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal, cujo texto se repete no artigo 1º do Código Penal. A anterioridade, por sua vez, descrita também no artigo 5, inciso XL, versa que a lei penal não retroagirá, salvo para benefício do réu.<sup>21</sup>

Diante do caso, existem, de imediato, duas tipificações possíveis com as quais o emissor de ativos virtuais pode se qualificar. A mais notória está prevista no artigo 7, inciso II da Lei 7.492/86<sup>22</sup>, que define como crime passível de pena de reclusão de 2 a 8 anos e multa as condutas de emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários que, conforme o inciso II, ocorram sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do

---

<sup>20</sup> BRASIL. **Decreto-lei n. 3.914**, de 09 de dezembro de 1941. Diário Oficial da União. Rio de Janeiro.

<sup>21</sup> BRASIL. **Constituição**. República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Senado Federal, 1988. Art. 5º. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

<sup>22</sup> BRASIL. **Lei n. 7.492**. Diário Oficial da União. Brasília, 16 de junho de 1986.

registro ou irregularmente registradas. Em seguida, há o artigo 27-E da lei de Valores Mobiliários<sup>23</sup>, que descreve condutas típicas de administrador de investimento sem o devido registro ou autorização. Em ambos os tipos penais, o fator comum é a negligência do autor quanto ao devido registro ou autorização.

A partir desse prisma, em acórdão proferido em 13 de fevereiro de 2019 sobre o Conflito de Competência nº 161.123-SP<sup>24</sup>, o Ministro Sebastião Reis Júnior, relator, invoca o princípio da legalidade sobre a oferta de criptomoeda, tendo em vista que não há regulamentação prévia sobre esses ativos, tampouco previsão na Lei de Valores Mobiliários já citada. Não existe, até o presente momento, norma vigente tipificando expressamente os criptoativos como valores mobiliários.

Ademais, é sabidamente vetado o uso de analogia incriminadora para norma penal material, sob pena de ferir o princípio da reserva legal. Portanto, se não está expresso em texto de lei, não pode haver construção interpretativa por parte do órgão julgador em favor da condenação do réu. Contudo, não se trata, aqui, de aplicação da analogia em face da ausência da previsão legal, mas da incompletude do preceito secundário da norma punitiva.

O artigo 7, inciso II da Lei 7.492/86 supracitada não traz, em seu texto, todos os conceitos necessários para apuração do crime, ou seja, o conceito de valor mobiliário necessita apoiar-se em outra lei. Nos ensina Capez<sup>25</sup> que tal situação se qualifica como norma penal em branco, pois a completude da previsão normativa depende da leitura de outra norma. A descrição de valor mobiliário, portanto, se encontra o artigo 2º da lei 6385/76. Entretanto, para buscar a solução da problemática abordada, não basta a leitura simplista do referido artigo, pois em se tratando de Ativos Virtuais, ainda depende da interpretação da CVM que, como órgão competente, deverá dirimir como palavra última sobre o tema.

Por sua vez, é questionado se o manifesto da CVM poderá suprir as lacunas para fins de sanção na esfera criminal. Conforme a Lei 6.385 de 1976, nos artigos 4º e seguintes, a Comissão é dotada de autoridade administrativa independente, isenta de

---

<sup>23</sup> BRASIL. **Lei n. 6.385**. Diário Oficial da União. Brasília, 16 de junho de 1986.

<sup>24</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial de Conflito de Competência n. 161.123 SP. Relator: Maria Thereza de Assis Moura. Julgamento em 20 mar. 2019. **Diário Oficial da União**, 25 mar. 2019

<sup>25</sup> CAPEZ, Fernando. **Curso de direito penal**: Parte geral. 15. ed. São Paulo: Saraiva, v. 1, 2011, p.49-50.

subordinação, com força para impor advertências, multas, inabilitação, suspensão ou proibição temporária de registros ou atuação. Adicionalmente, o artigo 10-A da mesma lei dispõe que a Autarquia poderá “(...) no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas”.

Não obstante, Capez, novamente, aponta a figura da norma em branco heterogênea, buscando integrar a norma com base em atos normativos infralegais, o que significa que, para a literatura criminal, os atos normativos da CVM podem ser usados como complemento para a norma.

É imperioso destacar, como ensina Bitencourt<sup>26</sup>, o princípio da irretroatividade da lei penal, que deve se estender aos complementos normativos da norma penal em branco, pois, apesar do núcleo do fato típico já estar positivado, não deve o cidadão ser constrangido pela possibilidade de que algum órgão passe a considerar certa hipótese como elemento do crime, sob pena de ferir o princípio fundamental da reserva legal.

Diante do exposto, tem-se o posicionamento respaldado na reserva legal que suporta a não incidência da norma penal sobre operações de ICO em desalinhamento com o disposto na CVM, tendo em vista a ausência da previsão normativa prévia. Por outro lado, a prática jurídica nos mostra que determinados tipos penais precisam se apoiar em outras normas para serem aplicadas, isso faz com que a norma penal para que possa ter mais agilidade em se adaptar a diversas modificações das relações sociais. Portanto, diante desse racional, entende-se que há arcabouço legislativo o bastante para respaldar a inclusão de crime nos casos de ICOs quando em desconformidade com as normas de oferta pública, tendo em vista que tratativa da norma penal em branco conforme demonstrado pelo doutrinador citado a pouco, não estaria em desacordo com a reserva legal ou anterioridade da previsão legal.

---

<sup>26</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal**: parte geral 1. 21. ed. Saraiva, 2015, p. 216-217



## 6 CONCLUSÃO

Temos nos dias de hoje o inegável e irrefreável desenvolvimento social e comercial possibilitado pelo mundo digital, de modo que estamos sempre desenvolvendo novas maneiras de transacionar. Embora nosso ordenamento jurídico goze de amplitude e flexibilidade, considerando os princípios, normas gerais e normas abertas, nem sempre estaremos devidamente preparados para recepcionar as inovações que esse cenário possa nos apresentar. Contudo omissão de normas próprias, ou a utilização de normas análogas que objetivam apenas suprir a lacuna de certo tema, pode, em certa medida, cercear esse desenvolvimento e inibir um novo mercado.

Nesse sentido, passamos a retomar a sequência pela qual o trabalho foi desenvolvido, iniciando pela definição de criptomoeda em comparação com as moedas. Neste ponto, como observado, este ativo goza das características necessárias para se posicionar como dinheiro no mercado, porém, devido à construção legal que rege o nosso país, não seria possível utilizá-lo nesse sentido.

No segundo momento, ao tratarmos da natureza jurídica dos ativos virtuais, foi necessário separar o gênero para averiguar cada uma de suas espécies. No tocante aos *security token*, cujos elementos intrínsecos corroboram com a definição clássica de alguns valores mobiliários, tais quais direito a voto e possibilidade de participar da divisão de lucro da empresa, demonstra grande similitude com as ações, o que justificaria a analogia da aplicação da norma. Concernente às criptomoedas e *utility tokens*, o seu enquadramento como valores mobiliários está condicionado à forma com a qual eles são explorados no mercado, ou seja, precisa-se que eles sejam negociados por meio de oferta pública e como contrato de investimento.

Seguimos, então, com o paralelo entre as operações de ICO e STO em relação ao IPO. Diante disso, muito embora ambas as operações busquem arrecadação por meio de distribuição de títulos ao público, trata-las como se iguais fossem seria desconsiderar todo o cenário no qual as ofertas de ativos virtuais acontecem. Desse modo, embora a CVM se posicione acerca da natureza jurídicas em si, percebe-se uma grande lacuna legal a respeito deste tópico.

Por último, a respeito dos crimes, embora esse ponto ainda não está pacificado pela doutrina, tampouco pela prática forense, é possível, diante do arcabouço normativo e doutrinário, é passivo de entendimento STO e ICO que não sejam feitos sob à ótica da CVM possa ser qualificado como crime.

Perante todas as análises de normas e casos, resta evidenciado, como reiteradamente mencionado, a necessidade de adequação normativa para a devida recepção da tecnologia dos ativos virtuais. Muito embora a CVM já tenha um posicionamento acerca do assunto, ainda há a necessidade de melhor adequação legislativa ao instituto dos ICO e STO, pois, mesmo que de cunho emergencial, a norma de IPO possa ser utilizada, esta não foi pensada para as novas demandas apresentadas.

Em segundo plano, pode-se afirmar, com base na hermenêutica jurídica das normas vigentes, nos indica a possibilidade dos crimes vigentes nos artigos: artigo 7, inciso II da Lei 7.492/86 e 27-E da lei de Valores Mobiliários. Todavia, esse posicionamento se mostra frágil, vez que está apoiado nas condicionais apontadas no inciso IX do artigo 2º da Lei de Valores Mobiliários e, ainda, respalda-se no endosso da CVM para a imputação nos casos de ICO. Ressalta-se que, embora essa construção seja instável, tal racional não deve se aplicar às fraudes ou outros crimes financeiros que utilizam os ativos virtuais como meio de consumação.

Essa soma de fatores e incertezas acabam desestimulando, não só o mercado a explorar essa nova demanda, como acaba inibindo a criatividade do setor privado, de modo que nós acabamos, sempre precisando importar novas tecnologias ao invés de desenvolver as nossas, não deve ser a norma que cria os fatos, mas os fatos que devem dar ensejo às normas.

Como sugestão para desdobramentos de trabalhos futuros, cogita-se a reflexão e propositura de formas de absorção própria dos criptoativos e ICOs ao nosso ordenamento, de forma que a suas peculiaridades possam ser exploradas e desenvolvidas no mercado interno. Essa ideia foi baseada na estrutura das *startups* e *crowdfunding*, na qual esse conceito poderia ser trazido ao Brasil e respaldado nas normas societárias já existentes, assim como o *crowdfunding* buscar o respaldo como IPO. Contudo, imputar esse tratamento análogo seria descartar todas as características próprias que dão ensejo ao modelo de *startup* e *crowdfunding*. Com

isso, a lei complementar 167/2019 recepciona esses conceitos ao nosso ordenamento observando o modelo próprio do negócio. Sob essa mesma ótica, o pensar quanto à formatação da recepção dos criptoativos e seus desdobramentos se faz pertinente.

## Referências

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal**: parte geral 1. 21. ed. Saraiva, 2015, p. 216-217

CAPEZ, Fernando. **Curso de direito penal**: parte geral. 15. ed. São Paulo: Saraiva, v. 1, 2011, p.49-50.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**: direito de empresa. 15. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2.

ICO (INITIAL Coin Offering): new alternative to fundraising and legal treatment . **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 82, p. 159 - 178, Out - Dez 2018.

ICO and the cryptocurrencies: the uncertainties of a legal regime. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 80, p. 15 – 32, Abr - Jun 2018.

KEYNES, J. M. **A tract on monetary reform**. London: Macmillan, 1971. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 4.

Legal treatment of initial Coin Offering (ICO) and Security Token Offering (STO). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 85, p. 17 - 45, Jul - Set 2019.

MACHIONI, Jarbas Andrade. **ICO and the cryptocurrencies**: the uncertainties of a legal regime. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 80, 2018, p. 15-32.

MENGER, Carl. **On the origins of money**. Tradução C. A. Foley. *Economic journal*, v. 2, 1892, p. 239-55

Money laundering, bitcoin and regulation. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 148, p. 131 – 176, Out 2018.

NAKAMURA, Pâmela Naomi. **Desmistificando o Bitcoin**: Análise de sua natureza jurídica, uso e impactos. 2017. 2016. Monografia (LL.M - Legal Law Master) Programa de Pós Graduação e Direito. Área de Concentração: Financeiro. Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2017. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1674>. Acesso em 18 de setembro de 2019.

PEREIRA, Atademes Branco; TREIGER, José Marcos. Por que abrir o capital? In: SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; TREIGER, José Marcos (Coord.). **Brasil S/A**: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. Rio de Janeiro: RR Donnelley Financial Comunicação Corporativa, 2014, p. 15-21.

PEREIRA, Atamedes Branco Pereira; CAVALCANTI, Fabíola Augusta. A oferta pública inicial de ações – o ipo. In SIQUEIRA, M.; PEREIRA, A. B.; TREIGER, J. M.. **Brasil S/A**: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras. Rio de Janeiro: RR Donnelley, 2014. pp.135-148.

SANTOS, Filipe Soares dos. **A abertura de capital e o desempenho das empresas**: uma análise econômica e financeira dos processos de IPO's no Brasil após o ano de 2007. 2016. 44 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) - Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Ouro Preto, Ouro Preto, 2016.

SOUZA, Thiago Barra de. **Definição da natureza jurídica do Bitcoin e suas repercussões tributárias**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) – Escola de Direito de Brasília, Instituto Brasiliense de Direito Público, Brasília, 2018. Disponível em: <https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/cadernovirtual/article/view/3304/1518>. Acesso em: 07 out. 2019.

Subjection of the Initial Coin Offering (ICO) to the regulation of the Capital Market in Brazil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 79, p. 77 – 98, Jan – Mar 2018.

ULRICH, Fernando. **Bitcoin a Moeda Na Era Digital**. 1. ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2014. 122 p. Disponível em: [Disponível em: https://www.mises.org.br/Ebook.aspx?id=99](https://www.mises.org.br/Ebook.aspx?id=99). Acesso em: 7 out. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ministério da Fazenda. **Comunicado nº 25.306**, de 19 de fevereiro de 2014. Diário Oficial da União: nº 36, Seção 3, pág. 105, 20 fev. 2014.

BRASIL. **Constituição**. República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Senado Federal, 1988. Art. 5º. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

BRASIL. **Decreto-lei n. 3.688**, de 01 de janeiro de 1942. **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro, 03 de outubro de 1941. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del3688.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3688.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

BRASIL. **Decreto-lei n. 3.914**, de 09 de dezembro de 1941. Diário Oficial da União. Rio de Janeiro. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del3914.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3914.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

BRASIL. **Lei n. 6.385**. Diário Oficial da União. Brasília, 16 de junho de 1986. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

BRASIL. **Lei n. 7.492**. Diário Oficial da União. Brasília, 16 de junho de 1986. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7492.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

BRASIL. **Lei n. 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Diário Oficial da União. Brasília, 31 de outubro de 2001. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm). Acesso em: 7 out. 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial de Conflito de Competência n. 161.123 SP. Relator: Maria Thereza de Assis Moura. Julgamento em 20 mar. 2019. **Diário Oficial da União**, 25 mar. 2019. Disponível

em: <https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/661801952/conflito-de-competencia-cc-161123-sp-2018-0248430-4/inteiro-teor-661801962>. Acesso em: 7 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa nº 400**, de 29 de dezembro de 2003. Diário Oficial da União, 9 jan. 2004. Disponível em: Acesso em: 7 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Superintendência de Relações com Empresas - SEP**. Ofício Circular nº 2, de 26 de fevereiro de 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Superintendência de Relações com Empresas - SEP**. Ofício Circular nº 1, de 05 de março de 2020.