

João Accioly: Criptomoedas, ofertas sem registro e opção para fundos

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já determinou que criptomoedas não são “ativos financeiros”, sob a Instrução 555/14 (ICVM 555), que regula os fundos de investimento (que não podem, portanto, investir nas moedas virtuais). Por outro lado, não sendo valores mobiliários sob a Lei 6.385/76, sua oferta pública independe de registro na autarquia. Mas e se em vez de uma criptomoeda, cujo único lastro é ela mesma, supusermos *tokens* conversíveis num ativo?

Se esse ativo for um valor mobiliário, o *token* também o será: ou ele será tratado como um “certificado de depósito de valor mobiliário” (artigo 2º, III, Lei 6385/76), ou como um contrato “cujos rendimentos advêm do esforço de terceiros” (artigo 2º, IX, *ibidem*). Sendo valor mobiliário, a oferta pública é sujeita a registro, e o ativo é passível de investimento por fundos (ICVM 555, artigo 2º, V, “c” ou “d”).

O enquadramento muda se o lastro for uma *commodity*. Supondo um *token* livremente conversível por seu lastro, ele pode sugerir, à primeira vista, a incidência da Lei 6385/76, artigo 2º, VIII, que fala de derivativos: há um contrato entre o titular do ativo e seu emissor (faculdade de trocar o *token* pela mercadoria, como numa opção de *swap* de *commodities*); há, num sentido informal ao menos, um “ativo subjacente” de cujo preço “deriva” o valor do *token*; e sua negociação se dá em ambientes semelhantes a balcões organizados.

Além desses, parece haver outros fatores, bem menos técnicos, que aproximam as duas coisas: a novidade (apesar de não tão novos quanto a *blockchain*, os derivativos desenvolveram-se bastante nas últimas décadas), algo de desconfiança e receio contra a “especulação” (culpar derivativos pela bolha de 2008 é tão comum quanto comparar o *bitcoin* às tulipas do século XVII), e, por fim, a complexidade.

Seja pelas estruturas contratuais engenhosas, pelos modelos de precificação com letras gregas e derivadas parciais, ou pelo risco do investimento, os derivativos são, não sem alguma razão, tachados de “complexos”. A complexidade é análoga à da *blockchain*, dos *smart contracts* e das *criptomoedas*, substituindo-se a sofisticação contratual pela tecnológica e o cálculo diferencial pelo *coding* de *software*.

Essas semelhanças, porém, não são suficientes para fazer da criptomoeda lastreada em *commodity* um derivativo.

Um derivativo é um contrato pelo qual uma parte se obriga perante outra a transacionar em condições determinadas em, ou até, algum momento no futuro, também determinado. Isso é verdade para os quatro tipos básicos de derivativos: opções, *swaps*, futuros e *forwards* (qualquer outro é variação ou combinação destes). A possibilidade de usá-los para proteção contra riscos também é essencial (como se sabe, é daí que surgem).

Uma criptomoeda conversível numa *commodity* não tem no tempo um elemento essencial como nos derivativos, e não permite proteção. A conversibilidade não predetermina o preço; o momento em que ela pode acontecer não tem limite ou data definida; e não é possível proteger um investimento numa *commodity* com, no fim das contas, a própria *commodity*.

A matemática do preço teórico de ativos talvez também corrobore a distinção. O valor total do *token* lastreado virá de sua aceitação como meio de troca, mas um modelo para apreçar seu valor mínimo talvez não inclua muito mais que o preço da *commodity*, custos de conversão e o risco do emissor. Não haveria variável relacionada ao tempo. Por contraste, qualquer derivativo tem seu valor calculado em função, entre outras variáveis, da proximidade de seu vencimento.

Modernidades a parte, não é nova a ideia de moeda com lastro em *commodity*. Aliás, o lastro é mais antigo que o próprio dinheiro, que surge da crescente aceitação por certas mercadorias no escambo. Como meio de troca, elas passam a valer não só por sua função original, mas também por reduzir os altíssimos custos de transação do escambo. A moeda surge para padronizar quantidades das mercadorias mais aceitas (por exemplo, ouro ou prata), e o papel-moeda, como um recibo de depósito, ao portador, da quantidade ali escrita de mercadoria (em moedas). O *token* lastreado em *commodities* seria esse recibo em formato digital, algo como uma tentativa de replicar o surgimento do dinheiro, mas com as vantagens da *blockchain*.

Sob essa ótica, uma oferta pública de *tokens* lastreados em *commodities* não dependeria de registro na CVM mais que um leilão de mercadorias num armazém geral, em que, em vez do produto, o comprador leve o conhecimento de depósito e o *warrant* correspondentes — títulos de crédito regulados pelo Decreto 1.102/1903, que, juntos, substituem o recibo de depósito. Nessa condição, esses *tokens* configurariam ativos financeiros sob a ICVM 555, artigo 2º, V, “h”, que inclui *warrants* (ou VI, se emitidos no exterior).

Parece inevitável a conclusão, assim, de que, sob as regras atuais, um ativo como o aqui cogitado escaparia ao registro na CVM e, ao contrário das moedas virtuais sobre as quais a autarquia já se manifestou, poderia ser adquirido por fundos de investimento.

Date Created

29/07/2018