

São Paulo, 24 de julho de 2020.

À

**Comissão de Valores Mobiliários - CVM**  
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar  
Rio de Janeiro - RJ, CEP 20050-901

**At.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado -SDM**  
**Sr. Marcelo Barbosa**  
**Sr. Antonio Carlos Berwanger**  
E-mail: audpublicaSDM0220@cvm.gov.br

**Ref.: Manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020**

Prezados Senhores,

1. **MB DIGITAL ASSETS LTDA.** (“**MBDA**”), sociedade limitada, com sede na Rua Fidêncio Ramos, 302, 8º andar, conjunto 81, Vila Olímpia, CEP 04551-010, na Cidade de São Paulo, no Estado de São Paulo, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020, de 26 de março de 2020 (“**Edital**”), submete, a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”), seus comentários relacionados à minuta que de instrução que altera a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (*crowdfunding*).

2. A fim de facilitar a visualização daquilo que está sendo proposto, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em **verde**, enquanto as sugestões de exclusões foram identificadas por um taxado simples e destacadas em **vermelho**.

3. O MBDA vem, em especial, fazer comentários relacionados à escrituração de valores mobiliários de que trata a Instrução CVM nº 543, de 20 de dezembro de 2013 (“**Instrução CVM 543**”) e à custódia de valores mobiliários em formato desmaterializado (eletrônico ou digital).

▪ **Escrituração e Custódia Digital de Valores Mobiliários**

4. Como é de conhecimento dessa D. CVM, os recentes avanços nos mercados financeiros e de capitais são fatos notórios e amplamente conhecidos, nacional e internacionalmente, especialmente no que diz respeito à utilização de novas tecnologias, como as tecnologias de registro distribuído (*Distributed Ledger Technologies* - “DLTs”) e também a própria tecnologia blockchain<sup>1</sup>. Essas tecnologias trouxeram, por sua vez, avanços que permitem novas formas de registrar, documentar, armazenar, validar e instrumentalizar operações típicas do mercado financeiro, de forma que não poderiam passar despercebidas ao se debater assuntos relacionados à escrituração de valores mobiliários.

5. Primeiramente, cumpre destacar que podemos definir token, em uma acepção lata, como documento representativo de situações jurídicas<sup>2</sup>. Assim, o token é gênero do qual criptomoedas (como o bitcoin e ethereum), contratos eletrônicos, contratos inteligentes (*smart contracts*) e criptoativos são espécies. Em outras palavras, a tecnologia necessária para criação do token é a mesma, permitindo, contudo, seu uso em diferentes situações jurídicas.

6. Isso posto, entendemos importante descrever o funcionamento do token. O token pode ser gerado de forma descentralizada, por meio de algoritmos (como no caso do bitcoin cujo código foi programado pelo Satoshi Nakamoto), ou de forma centralizada, através de um agente que insere os dados sobre o token em formato de código de programação. Uma vez que o token seja gerado, isto é, o token tenha sido corretamente descrito em linguagem de programação de informática e validado pela rede que lhe dá suporte, o token poderá circular de maneira similar ao título de crédito físico, porém em ambiente virtual.

---

<sup>1</sup> A esse respeito, note-se que as DLTs são gêneros, dos quais a *blockchain* é uma espécie. Ou seja, é correto afirmar que a *blockchain* é uma DLT. Dessa forma, e para os fins propostos nessa manifestação, utilizaremos os termos DLT e *blockchain* de forma indistinta.

<sup>2</sup> Cf. Cordeiro, A. Barreto Menezes, Revisitando o conceito de valor mobiliário: o caso especial dos tokens emitidos no âmbito de ICOs. In: Direito dos Valores Mobiliários e dos Mercados de Capitais, São Paulo: Almedina, 2020.

7. Ou seja, após sua geração, a aquisição do token por novo proprietário ocorrerá de acordo com a tabela abaixo.

	Tokens gerados de forma descentralizada	Tokens gerados de forma centralizada
<b>Aquisição originária</b>	Mineração (descoberta de novos bitcoins)	Compra do titular original (negócio de compra e venda)
<b>Exemplos</b>	Bitcoin, Ethereum	Niobium Coin

8. Vale notar que, no caso de tokens emitidos de forma descentralizada, a partir da venda desse ativo pelo titular original a novo titular, o agente gerador do token pode não ter mais ingerência sobre o token criado, nos casos em que tal token já tenha sido transferido para carteira digital (*wallet*) de seu novo titular, sendo que, nesse caso, sua circulação seria possível apenas por comando de seu novo titular. Assim, a atividade do agente gerador se aproximaria da atividade de custódia prestada em favor do titular (emissor) do ativo de que trata a Instrução CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM 542”).

9. Diversamente, é igualmente possível que o token transferido a novo titular permaneça em carteira digital (*wallet*) administrada pelo agente gerador do token, caso que se assemelha tanto com a atividade de escrituração de que trata a Instrução CVM 543 como com a atividade de custódia de que trata a Instrução CVM 542.

10. Dessa forma, pode-se afirmar que a atividade de geração de tokens congrega tanto características típicas da escrituração, como atividades típicas da custódia. Para facilitar a visualização das situações aqui descritas, segue, abaixo, uma tabela que contém comparação entre as principais atividades desempenhadas por um custodiante e aquelas desempenhadas por um escriturador, demonstrando, dessa forma, que ambas as figuras desempenham atividades similares em sua essência.

	<b>Custodiante<sup>3</sup></b>	<b>Escriturador<sup>4</sup></b>
<b>Atividades principais</b>	Custódia para investidores: Conservação, controle e conciliação de ativos em contas de custódia	Livros de Registros informatizados
	Registro de titularidade e gravames	Registro de titularidade e gravames
	Custódia para investidores: Movimentação de Ativos	Movimentação de ativos
	Custódia para emissor: Procedimentos para depósito centralizado	Procedimentos para depósito centralizado
	Custódia para investidores: Tratamento de eventos incidentes sobre ativos	Tratamento de eventos incidentes sobre ativos
	--	Emissão de certificados
	--	Controle de certificados
	Processos e sistemas informatizados e seguros	Processos e sistemas informatizados e seguros
	Guarda física de ativos não escriturais	--
	Guarda física de instrumentos e documentos	Guarda física de instrumentos e documentos relacionados a eventos sobre ativos
<b>Quem pode solicitar autorização</b>	Bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito de valores mobiliários	Instituições Financeiras
<b>Requisitos para autorização</b>	Capacidade econômico-financeira	Capacidade econômico-financeira
	Capacidade operacional e tecnológica	--
<b>Outras regras aplicáveis</b>	Regras de conduta	Regras de conduta
	Auditoria	Auditoria
	Prestação de informação a investidores	Prestação de informação ao contratante e extrato a investidores
	Observar regras de “Conheça Seu Cliente” (Know your Client - KYC)	--
	Regras por escrito	Regras por escrito
	Indicação de Diretor Responsável	Indicação de Diretor Responsável

<sup>3</sup> Cf. Instrução CVM 542.

<sup>4</sup> Cf. Instrução CVM 543.

11. Resta clara a complexidade do tema, não apenas pelo contexto em que se insere o token, como também pelos desafios trazidos na tentativa de se classificar o token dentro dos modelos e atividades existentes de custódia e escrituração de ativos. De forma a sintetizar ainda mais os conceitos trazidos à discussão nessa manifestação, entendemos que podemos separar as atividades de custódia e escrituração da seguinte forma:

	Custódia	Escrituração
Prestação de Serviços a Emissores?	✓	✓
Participa da emissão do Ativo?	✓	✓
Prestação de Serviços para Investidores?	✓	✓
Realização de guarda de documentos físicos?	✓	✗

12. Em linha com as descrições acima, notamos que a atividade de “custódia” de tokens se torna especialmente importante quando o token gerado em formato desmaterializado encontra-se respaldado por uma multiplicidade de contratos que existem em formato físico. A esse respeito, vale salientar que essa “confusão” entre ambientes (e documentos) físicos e digitais é própria de nossa atual realidade, visto estarmos transitando de um contexto físico, em que a circulabilidade do título de crédito era a grande inovação da época, para um contexto digital e globalizado em que devemos lidar com os desafios decorrentes do novo ecossistema informacional.

13. Entendemos também como função precípua da figura desse agente - seja um escriturador ou um custodiante de ativos instrumentalizados por meio de tokens - a custódia de contratos físicos que respaldam ou se correlacionam aos tokens gerados, a fim de assegurar sua correta e adequada contabilização e validação, bem como sua imobilização. Nesse aspecto, parece-nos que a atividade de custódia aqui descrita pode se aproximar das atividades delegadas às centrais depositárias, ressalvando-se, contudo, o fato de que a custódia de documentos físicos é delegada pela central depositária a participantes especiais autorizados a operar como custodiantes, por meio de seus regulamentos e normas.

14. Diante do exposto, parece-nos que seria mais adequado, para o caso em que os valores mobiliários sejam registrados no formato de tokens, que o agente responsável por sua guarda e manutenção seja um tipo especial de custodiante, como um custodiante digital, que pudesse atuar tanto em nome do agente emissor, como do titular do ativo, como em nome de qualquer titular, ao invés de um escriturador ou um custodiante no formato existente hoje.

15. A nosso ver, inclusive, a existência de um custodiante digital devidamente autorizado por essa D. CVM conferiria legitimidade a custódia de criptomoedas e criptoativos, viabilizando a aquisição desses ativos por entes hoje impedidos de adquirir criptomoedas no Brasil (como o caso dos fundos de investimento), saneando eventuais falhas desse mercado. Nesse tocante, gostaríamos de submeter, a essa D. CVM, nossa sugestão no sentido de que a regulação, desde já, preveja alternativas seguras relacionadas à custódia de tokens e suas diversas espécies, com o objetivo de direcionar o mercado por caminhos mais seguros relacionados à negociação desses ativos.

16. Atualmente, como é de conhecimento dessa D. CVM, é vedado aos fundos de investimento a aplicação em criptomoedas<sup>5</sup>, sendo, contudo, facultado o investimento - indireto - em criptomoedas por meio da aquisição de cotas de fundos de investimento no exterior que apliquem em criptoativos<sup>6</sup>. À época de sua primeira manifestação, essa D. CVM se expressou no sentido de entender que tais investimentos traziam série de riscos, inclusive, destacamos, riscos relacionados à custódia desses ativos, sua segurança cibernética, aquisição e negociação. Posteriormente, essa D. CVM complementou sua manifestação esclarecendo ser possível a aquisição de criptoativos no exterior, desde que observadas todas as regras de fundos de investimento para aquisição de ativos, conforme transcrição abaixo:

“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.” (grifo nosso)<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Cf. Ofício Circular nº 1/2018/CVM/SIN, de 12 de janeiro de 2018.

<sup>6</sup> Cf. Ofício Circular nº 11/2018/CVM/SIN, de 19 de setembro de 2018.

<sup>7</sup> Cf. Ofício Circular nº 11/2018/CVM/SIN, de 19 de setembro de 2018.

17. Parece-nos, pois, oportuno sugerir, por meio de nossa manifestação ao Edital, o endereçamento da regulação sobre custódia de ativos digitais, tokens, criptomoedas e criptoativos. A esse respeito, ressaltamos que o artigo 95, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, estabelece que o fundo de investimento somente pode investir em ativos que sejam registrados em sistema de registro, depositados em depositário central ou custodiados por entidade autorizada a desempenhar essa atividade. Conseqüentemente, ainda que essa D. CVM venha a se manifestar de forma diversa com relação à aquisição direta de criptoativos pelo fundo de investimento, tal fundo de investimento ainda não poderia adquirir esse ativo por não satisfazer o requisito de custódia previsto na regulação aplicável.

18. Frise-se, também, que se fomenta, de alguma forma, o mercado no exterior em detrimento do mercado pátrio, ao se permitir que fundos de investimento apliquem em criptoativos no exterior e ao se proibir que fundos de investimento apliquem em criptoativos no Brasil. Ainda, é importante lembrar que a regulação visa a corrigir falhas de mercado e não a suprimir mercados incipientes, sendo, ainda, que a regulação tem papel primordial com relação ao saneamento do mercado de criptoativos no Brasil, em especial no que tange aos fundos de investimento.

19. Em suma e considerando o acima, vimos, junto a essa D. CVM, submeter nossas sugestões no sentido de: (i) compreender na regulamentação pátria os ativos desmaterializados não gerados em formato escritural (como os tokens, criptoativos e criptomoedas; (ii) efetuar, preferencialmente, ajustes na regulamentação de custódia de que trata a Instrução CVM 542 a fim de prever nova modalidade de custodiante (“custodiante digital”), para a custódia de ativos digitais (aqui entendidos como os ativos desmaterializados gerados de forma não escritural); (iii) trilhar caminho regulatório para possibilitar, futuramente, a aquisição de criptoativos por fundos de investimento; e (iv) alternativamente, caso nossa sugestão acerca da regra de custódia não seja aceita, ajustar a regulamentação de escrituração a fim de permitir a escrituração por meio de tokens.

20. Abaixo seguem nossas sugestões com relação à: (i) Instrução CVM 542; e (ii) subsidiária e alternativamente, Instrução CVM 543.

▪ Sugestões à Instrução CVM 542

21. Com relação à Instrução CVM 542, temos as seguintes sugestões de alterações a fim de viabilizar a custódia de ativos em formato de tokens e viabilizar a aquisição desses ativos por fundos de investimento.

“Art. 1º (..)

§ 2º (...)

II (...)

a) a guarda ~~física~~ dos valores mobiliários não escriturais; e  
(...)

§ 3º (...)

I - não se aplica às posições detidas em mercados de derivativos; e

II - aplica-se às letras financeiras e a outros instrumentos que em caso de distribuição pública sejam sujeitos à competência da CVM; e

III - aplica-se aos demais ativos que, por força de regulamentação da CVM, sejam ou devam ser objeto de custódia.

(...)

§ 5º A presente instrução abrange a custódia de valores mobiliários desmaterializados não escriturais, emitidos em formato digital, eletrônico ou de tokens.

(...)

Art. 3º Podem requerer autorização para a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários e demais pessoas jurídicas, observado o parágrafo único.

Parágrafo único. A exigência de que o custodiante seja banco comercial, múltiplo ou de investimentos, caixa econômica, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou entidade prestadora de serviços de compensação e liquidação ou de depósito centralizado de valores mobiliários não se aplica no caso de custódia de ativos de que trata o inciso III, do §3º e §5º do artigo 1º desta Instrução.”



- Alternativa e subsidiariamente: sugestões à Instrução CVM 543

22. Com relação à Instrução CVM 543, de forma alternativa e subsidiária à nossa sugestão com relação à Instrução 542 acima, temos as seguintes sugestões de alterações a fim de viabilizar a custódia de ativos em formato de tokens.

“Art. 3º (...)

II - aplica-se:

a) em caso de distribuição pública, aos instrumentos que nesta situação estejam sujeitos à competência da CVM; e

b) nos casos de depósito centralizado, aos valores mobiliários emitidos exclusivamente sob a forma escritural, por intermédio de registro em sistemas autorizados para tal; e

c) aos demais ativos que sejam emitidos ou gerados em formato desmaterializado, digital, eletrônico ou por meio de token.

Parágrafo único. Para os fins da regulamentação em vigor, o escriturador realizará os serviços de custódia dos ativos de que trata a alínea “c”, inciso II do artigo 3º desta Instrução, para fins de cumprimento de exigência prevista em regulamentação aplicável.

Art. 4º (...)

Parágrafo único. A exigência de que o escriturador seja instituição financeira não se aplica:

I - aos escrituradores de valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo; e

II - aos escrituradores dos ativos de que trata a alínea “c”, inciso II do artigo 3º desta Instrução.”

\* \* \* \* \*

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos votos de estima e profunda consideração, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,

**MB DIGITAL ASSETS LTDA.**