

**XXX CONGRESSO NACIONAL DO  
CONPEDI FORTALEZA - CE**

**DIREITO EMPRESARIAL**

**RENATO DURO DIAS**

**VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR**

**JOÃO MARCELO DE LIMA ASSAFIM**

**GEYSON JOSÉ GONÇALVES DA SILVA**

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

**Diretoria - CONPEDI**

**Presidente** - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - FMU - São Paulo

**Diretor Executivo** - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

**Vice-presidente Norte** - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

**Vice-presidente Centro-Oeste** - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

**Vice-presidente Sul** - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

**Vice-presidente Sudeste** - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

**Vice-presidente Nordeste** - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

**Representante Discente:** Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

**Conselho Fiscal:**

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte

Prof. Dr. Fernando Passos - UNIARA - São Paulo

Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo

**Secretarias**

**Relações Institucionais:**

Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal

**Comunicação:**

Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

**Relações Internacionais para o Continente Americano:**

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM - São Paulo

**Relações Internacionais para os demais Continentes:**

Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI - Santa Catarina

**Eventos:**

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo

Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina

Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

**Membro Nato** - Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

D597

Direito Empresarial [Recurso eletrônico on-line] Organização CONPEDI

Coordenadores: Geyson José Gonçalves da Silva; João Marcelo de Lima Assafim; Renato Duro Dias; Viviane Coêlho de Séllos Knoerr. – Florianópolis: CONPEDI, 2023.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5648-856-1

Modo de acesso: [www.conpedi.org.br](http://www.conpedi.org.br) em publicações

Tema: Saúde: Acesso à justiça, Solução de litígios e Desenvolvimento

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. XXX Congresso Nacional do CONPEDI Fortaleza - Ceará (3; 2023; Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



# XXX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI FORTALEZA - CE

## DIREITO EMPRESARIAL

---

### **Apresentação**

A obra que honrados, apresentamos decorre do XXX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI FORTALEZA – CE, Litígio, Acesso à Justiça, Solução de Litígios e Desenvolvimento, que ocorreu entre 16 a 17 de novembro de 2023. O Grupo de Trabalho GT8, intitulado Direito, inovação, propriedade intelectual e concorrência, neste evento, teve a oportuna companhia do GT de Direito Empresarial, ambos com uma aderência inequívoca a demanda social interdisciplinar surgida com o avanço tecnológico em todas as suas dimensões.

Reitera-se aqui, o fato de que os trabalhos nascidos originalmente em matéria de direito privado, hoje, fundado diante do advento do sistema nacional de inovação (com pedra angular nos artigos 5, 170, 218 e 219 da Constituição da República Federativa do Brasil), teve sua importância reforçada do papel da inovação nas políticas públicas de desenvolvimento.

O problema que se enfrenta aqui, é o problema do Brasil: emprego e renda. Não há espaço para concentração de renda ilícita: abuso do poder de mercado. Reiteramos, aqui, a perspectiva de transição do capitalismo de “shareholder” para o de “stakeholder”, a luz do problema trazido por Piketty em compasso com a produção intelectual de autores da envergadura de Mariana MAZZUCATO e Ha Joon CHANG, terminou por criar uma relação direta das políticas de inovação (e r. instrumentos de atribuição patrimonial) com o desenvolvimento sustentável e o respeito aos direitos humanos, para, ao fim e ao cabo, engendrar políticas crescimento econômico e de inclusão social.

De novo: inovar é preciso. No entanto, a delimitação adequada do papel do estado no processo de inovação sob a perspectiva nacional e global é vital para que as políticas publicas de desenvolvimento com base na inovação não se percam. Como a inovação poderia contribuir para o crescimento? Sem uso estratégico dos direitos de propriedade intelectual pelas sociedades nacionais de capital nacional é improvável que essa contribuição aconteça.

Necessário distinguir o crescimento econômico do desenvolvimento, da distribuição dos resultados. Teóricos debatem há algum tempo a questão da produtividade, da renda e do bem-estar. De Adam Smith a Schumpeter passando por Marx. Ondas de inovação mais curtas, mas quem é quem na oscilação das marés. O Estado Brasileiro tem feito o que fazem os

Estados produtores de tecnologia? Por isso, o “Inovar é Preciso”, da autoria de Milton Ferreira França e Sergio Torres Teixeira, traz sua contribuição.

A efetividade das normas de proteção dos investidores e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Ricardo Mafra que fala dos objetivos de políticas públicas. Repressão administrativa bastante intensa, mas a CVM parece não conseguir reprimir todos os casos de infração. O custo da repressão, um orçamento de 8 milhões, não parece ser adequado ao um mercado de 3 trilhões de reais. Importante a responsabilidade civil.

A função do artigo 47 da lei no. 11.101/2005 e sua relação com o princípio da preservação da empresa. Alexandre Assumpção faz uma análise do artigo 47 da Lei de Recuperação Judicial. Manter a fonte produtora, será um conteúdo principiológico ou procedimental material? Talita indica que o artigo 47 tem funcionado como um artigo supressor de outros dispositivos da LRJ.

A Legitimidade para o requerimento da recuperação judicial, sob a ótica da regulação do direito comercial. Verônica Lagassi fala da Casa de Portugal, quando o MP não se opôs ao requerimento. No entanto, vemos o direito antitruste aplicando a todas as atividades econômicas.

O trabalho “Compliance como ferramenta de efetivação de segurança da informação na empresa” Ana Laura Gonçalves Chiarelli, Vitoria Cássia Mozaner e Valquiria Martinez Heinrich Ferrer. A proteção de dados e compliance, mas não diferencia a adequação da segurança. Neste há responsabilidade civil, no anterior, haverá ou não, pois multa, não há.

A pesquisa “Contadores sumérios e o problema da repercussão cadastral sem arquivamento de instrumento específico de alteração contratual na IN-DREI no. 81/2022” de Leonardo da Silva Sant Anna, Luiz Carlos Marques Filho. O cadastro seria o suporte do suporte. Discute-se as informações públicas. No entanto, o requisito de forma como instrumento de tutela da ordem pública funciona pela publicidade.

A reflexão trazida no texto Empresas 4.0 e incentivos ESG no processo de descarbonização e a transição energética, por Carla Izolda Fiuza Costa Marshall, José Maria Machado Gomes, igualmente instiga à inovação, assim como a recomendável leitura do artigo Dos efeitos da construção da marca pessoal do microempreendedor individual ao registro demarca no INPI para a consolidação do empreendimento.

A obra “Falha de Procedimentos de Compliance? O caso das brasileiras presas na Alemanha com drogas na bagagem”, de Marlon do Nascimento Barbosa, indica o caso das empresas LATAM e ORBITAL.

O trabalho intitulado “O direito a imagem como um direito da personalidade da pessoa jurídica e seu entendimento jurisprudencial”, permite o repensar sobre direitos personalíssimos, por Luís Fernando Centurial, Marcelo Negri Soares e Alender Max de Souza Moraes.

A pesquisa intitulada “Tokenização de recebíveis: uma proposta de categorização taxonômica. Referenciada na Lei no. 14.430, de 2022, e na lei no. 6.385, de 1976” por Daniel Amin Ferraz, Antônio Marcos Fonte Guimarães trata da nova negociação de dívida.

Em “Função social / solidaria da empresa e a publicidade da bebida alcoólica: proibição e responsabilidade”, Antônia Bruna Pinheiro Vieira e Gustavo Leite Braga, remetem ao fato de que os critérios entre a proibição de publicidade e lei seca são confundidas.

A contribuição intitulada “Métodos para apuração de haveres na resolução da sociedade em face de um dos sócios”, por Alexandre Ferreira de Assumpção Alves e Vitor Greijal Sardas. A inexistência de um método de apuração de haveres. A súmula 275 do STF relativamente a dissociação da sociedade e da apuração de haveres. Falou-se dos métodos do parágrafo 4º do artigo 4º da LSA. Pergunta-se: e a marca?

Em “Declaração de direitos de liberdade econômica e o paradigma intervencionista do estado brasileiro”, por Helimara Moreira Lamonier Heringer, Wendy Luiza Passos Leite e Renata Aparecida Follone, trata-se da liberdade de empreender. Impacto regulatório. Liberdade de empreender se confunde com a liberdade do monopolista impor condições e preços?

O artigo “Gameificação, inovação tecnológica e políticas públicas”, por Luana Gaia de Azevedo, Andreza do Socorro Pantoja d Oliveira Smith. A pesquisa trabalha sobre o uso do método em políticas públicas. A ANVISA, treinamento, a Família paranaense em ação.

“Gestão pública no direito automático: quebra de paradigmas a partir da utilização da E.B.I. A. – estratégia brasileira de inteligência artificial utilizada em prol da eficiência dos serviços públicos.” Por Paulo Cezar Dias, Marlene de. Fátima Campos. Souza, Rodrigo Abolis Bastos. Os problemas da inteligência artificial está na cooperação de desenvolvedores.

Este catálogo de artigos é relevante, sendo certo o fato de que os trabalhos de ambos os GTs do Conselho Nacional de Pesquisa em Direito foram expostos a debate em uma tarde proveitosa de produção intelectual aplicada em resposta a demanda social e ao bom serviço do Sistema Nacional de Pós-Graduação na área do Direito, sem deixar de enfrentar problemas interdisciplinares colocados, trazendo soluções resultantes da análise sistêmica do Direito. Reitero mais uma vez: quiçá, muitos destes problemas (e soluções) de interesse das outras áreas do conhecimento (no âmbito do Conselho Técnico e Científico da CAPES - CTC) relativamente ao sistema nacional de inovação.

Tenham uma leitura boa e profícua!

Geyson José Gonçalves da Silva – UFSC

João Marcelo de Lima Assafim – UFRJ

Renato Duro Dias – UFRG

Viviane Coêlho de Séllos Knoerr – UNICURITIBA

**TOKENIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: UMA PROPOSTA DE CATEGORIAÇÃO  
TAXONÔMICA REFERENCIADA NA LEI Nº 14.430, DE 2022, E NA LEI Nº 6.385,  
DE 1976**

**TOKENIZATION OF RECEIVABLES: A PROPOSAL FOR TAXONOMIC  
CATEGORISATION REFERENCED IN LAW NO. 14,430, OF 2022, AND LAW NO.  
6,385, OF 1976**

**Daniel Amin Ferraz <sup>1</sup>**  
**Antonio Marcos Fonte Guimarães <sup>2</sup>**

**Resumo**

O mercado de tokenização de recebíveis, em virtude das características da sua tecnologia adjacente, o blockchain, tem o potencial de revolucionar o modelo negocial de diversos mercados, entre estes, os mercados financeiro e de capitais. Atenta a essa possibilidade, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem proferido manifestações, por meio de pareceres e ofícios não vinculativos, buscando transmitir aos empreendedores desse novo modelo de negócios sua visão atual a respeito da aplicabilidade, ou não, do arcabouço regulatório sob sua jurisdição. Este artigo tem por objetivo agregar uma contribuição acadêmica a esse rico debate iniciado pelo regulador do mercado de capitais, buscando auxiliar na construção taxonômica das operações de tokenização de recebíveis e, também, abrir uma nova perspectiva classificatória para outras operações realizadas nesse mercado que, apesar de não diretamente mencionadas pela CVM, também possuem o potencial de impactar positivamente diversos setores, em especial, o de antecipação de recebíveis. Uma identificação mais precisa da natureza jurídica dos modelos de negócio na tokenização permite maior segurança jurídica e estabilidade a esse relevante e nascente mercado.

**Palavras-chave:** Direito empresarial, Tokenização, Securitização, Valor mobiliário, Taxonomia

**Abstract/Resumen/Résumé**

The tokenization of receivables market, due to the characteristics of its adjacent technology, the blockchain, has the potential to revolutionize the business model of several markets, including the financial and capital markets. Aware of this possibility, the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) has issued statements, through opinions and non-binding letters, seeking to convey to the entrepreneurs of this new business model its current view regarding the applicability, or not, of the regulatory framework under the jurisdiction of

---

<sup>1</sup> Doutor em Direito Empresarial Internacional pela Universidad de València, Espanha; Mestre em Direito Empresarial pela Universidade de Coimbra, Portugal; Professor do Doutorado do UniCeub – Centro Universitário de Brasília; Advogado.

<sup>2</sup> Doutorando em Direito pelo Uniceub – Centro Universitário de Brasília; Mestre em Direito pelo Uniceub. Mestre em Economia pela Universidade de Brasília (UnB). Graduado em Direito e Engenharia Mecânica.

CVM. This article aims to add an academic contribution to this rich debate initiated by the capital market regulator, seeking to assist in the taxonomic construction of receivables tokenization operations and, also, to open a new classification perspective for other operations carried out in this market that, despite not directly mentioned by CVM, also have the potential to positively impact several sectors, in particular, prepayment of receivables. A more precise identification of the legal nature of business models in tokenization allows for greater legal certainty and stability in this relevant and nascent market.

**Keywords/Palabras-claves/Mots-clés:** Business law, Tokenization, Securitization, Securities, Taxonomy



## 1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho se propõe a realizar uma análise do debate mais atual a respeito do tema tokenização de recebíveis no mercado brasileiro, utilizando-se como parâmetro as manifestações públicas apresentadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre esse segmento. Adicionalmente, apresenta-se uma sugestão de taxonomia para esse mercado, especialmente para operações de tokenização de recebíveis que, por, aparentemente, se situarem fora do escopo da competência legal da CVM, não foram contempladas nas avaliações publicadas por essa Autarquia em suas manifestações. Busca-se, dessa forma, fomentar o debate sobre um setor inovador e que possui potencial significativo de contribuir para o crescimento econômico nacional, especialmente para o segmento dos pequenos e médios empreendedores.

As avaliações da CVM buscaram, por intermédio de uma construção muito bem elaborada, identificar as situações em que tokens de recebíveis se caracterizariam como valores mobiliários, seja pelo enquadramento nos termos da Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022, como uma operação de securitização, seja pela classificação desses mesmos tokens como um contrato de investimento coletivo, em conformidade com o inciso IX, art. 2º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que é marco legal para o mercado de capitais no Brasil.

As operações de tokenização de recebíveis têm sua origem e desenvolvimento no advento da tecnologia blockchain e da sua utilização na integração dos “contratos inteligentes” (*smart contracts*) que tem promovido ganho de escala e eficiência na negociação de diversos ativos atinentes aos mercados financeiro e de capitais.

O blockchain pode ser descrito como um protocolo de registro distribuído, no qual cada bloco, integrante de uma cadeia, é protegido por um código criptografado e armazena informações sobre as transações executadas nesse sistema. Uma vez validado, cada registro se junta de forma permanente aos demais blocos, não podendo mais ser alterado. Entre outras, uma vantagem significativa do blockchain é que as partes nas transações executadas por meio dessa tecnologia podem fazer suas operações dispensando intermediários que seriam necessários no mercado tradicional. Essa característica garante agilidade e custos menores ao processo (NORMAN, 2017, p. 31).

A CVM, entidade responsável por regular o mercado de capitais nacional, para apresentar publicamente sua visão, promoveu três manifestações a respeito da caracterização jurídica das operações de tokenização de recebíveis, em operação no país, por intermédio do

Parecer de Orientação CVM nº 40<sup>1</sup>, de 11 de outubro de 2022, do Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE<sup>2</sup>, 4 de abril de 2023 e do Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE<sup>3</sup>, 5 de julho de 2023.

Em sua ação, visando orientar o mercado nas operações de tokenização de recebíveis, a Autarquia inegavelmente agrega maior segurança jurídica e demonstra transparência na sua atuação como reguladora e supervisora do mercado de capitais.

Há que se ponderar que o mercado de tokenização de ativos, pela sua complexidade operacional e tecnológica, além do seu ineditismo como modelo de negócio, ainda apresenta inúmeras dúvidas para os profissionais de direito e, como não poderia ser diferente, para os reguladores que têm a obrigação legal de lidar com esse novo cenário operacional.

Dessa forma, provavelmente em virtude da preocupação em ater suas manifestações dentro do escopo de sua competência legal, na sua construção hermenêutica do arcabouço jurídico atinente à matéria, a CVM somente contemplou modelos de negociação no mercado tokenização que poderiam, conforme os parâmetros estabelecidos pela Autarquia, se classificar como valores mobiliários. Nesse sentido, busca-se, neste trabalho, trazer uma reflexão sobre a possibilidade de que parte desse mercado, não contemplado nos pareceres supracitados, possa ter uma classificação alternativa à apresentada, utilizando-se da doutrina especializada no tema, com vistas a contribuir para os debates a respeito das negociações do mercado de tokenização de recebíveis.

Uma vez que, conforme alertado pela própria CVM, suas manifestações não teriam caráter normativo<sup>4</sup>, entende-se oportuno fomentar esse debate, com o objetivo de contribuir academicamente para uma futura intervenção regulatória por parte da Autarquia no mercado de tokenização de recebíveis.

---

<sup>1</sup> Este Parecer de Orientação consolida o entendimento da CVM sobre as normas aplicáveis aos criptoativos que forem valores mobiliários. Desse modo, este trabalho esclarece os limites de atuação da Autarquia e a forma como a CVM pode e deve exercer seus poderes para normatizar, fiscalizar e disciplinar a atuação dos integrantes do mercado de capitais.

<sup>2</sup> Este Ofício Circular tem o propósito de orientar os prestadores de serviços envolvidos na atividade de tokenização sobre a provável natureza de valor mobiliário dos chamados “Tokens de Recebíveis” ou “Tokens de Renda Fixa” (em conjunto “TR”), seja nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, ou dos arts. 18, parágrafo único, e 19, da Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022.

<sup>3</sup> O presente Ofício Circular tem como objetivo complementar as manifestações desta Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE), contidas no Ofício Circular nº 4/2023-CVM/SSE (“OC 4/23”), acerca dos denominados tokens de recebíveis ou tokens renda fixa (em conjunto “TR”).

<sup>4</sup> A Comissão de Valores Mobiliários, no parágrafo 7º do Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE, de 2023, faz o seguinte destaque: “Nesses termos, as orientações do OC 4/23 e do presente **não têm caráter normativo**, mas visam dar publicidade às interpretações desta SSE acerca das possibilidades de enquadramento dos TR como valores mobiliários.” (grifo nosso).

Com vistas a se atingir o objetivo acima exposto, as seções seguintes apresentam uma análise crítica, respaldada em critério legais e jurisprudenciais, dos fundamentos apresentados pela CVM a respeito da caracterização dos tokens de recebíveis como uma operação de securitização ou como um contrato de investimento coletivo. Por fim, analisa-se a solução apresentada pela Autarquia ao sugerir o uso do mercado de *Crowdfunding*, atualmente regulamentado pela Resolução CVM nº 88<sup>5</sup>, de 27 de abril de 2022, para esse novo mercado emergente da tokenização.

## **2. A TOKENIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NA PERSPECTIVA DE UMA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO, CONFORME A LEI Nº 14.430, DE 2022**

As três manifestações da CVM, anteriormente referidas neste trabalho, foram bastante oportunas e demonstram a postura proativa da Autarquia no sentido de buscar alertar o mercado a respeito de alguns conceitos que estão previstos na regulação do mercado de capitais e das situações em que os tokens de recebíveis, negociados em tecnologia blockchain, podem se tornar valores mobiliários.

Faz-se mister destacar a louvável preocupação da CVM em agir dentro dos limites e critérios de legalidade e, simultaneamente, buscar cautela em evitar condenar um mercado nascente, o qual, claramente, precisa ser mais bem estudado, com vistas a se compreender seus aspectos legais e regulamentares antes de uma ação mais enérgica.

Uma postura antagônica, reitera-se, que não foi adotada pela CVM, teria sido a simples e direta ordem de interrupção de todas as atividades de tokenização no mercado brasileiro, por meio das chamadas *stop orders*, determinando que a iniciativa privada aguardasse ansiosamente uma verificação detalhada dos reguladores. Em respeito ao princípio constitucional da livre iniciativa, a Autarquia evitou uma posição radical nesse sentido.

Observando-se em outra perspectiva, há que se reconhecer a complexidade do mercado de ativos tokenizados. Dessa forma, é perfeitamente compreensível que ainda existam lacunas a serem preenchidas a respeito desse mercado. Nesse sentido, faz-se necessário buscar uma construção taxonômica também para modelo de negociação de tokens de recebíveis que, a despeito de não contemplados na análise da CVM, também são bastante utilizados no mercado brasileiro.

---

<sup>5</sup> 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 e revoga a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.

Concentra-se, nesta seção, na avaliação do entendimento da CVM, constante de sua manifestação no sentido de que a negociação de um ativo tokenizado se caracterizaria como uma operação de securitização na ocorrência dos seguintes eventos: a) aquisição de direitos creditórios por um veículo; c) a emissão de títulos por esse veículo lastreados nos direitos creditórios; e c) a vinculação do pagamento do título ao recebimento dos direitos creditórios. Nesse diapasão, convém registrar que a Autarquia não requer que os passos sigam exatamente essa ordem, pois, geralmente, os investidores realizam o aporte para que haja a aquisição dos direitos creditórios pelo veículo<sup>6</sup>.

Diante do exposto, toda negociação de ativos tokenizados em uma plataforma blockchain que se configurasse na forma acima descrita deveria, obrigatoriamente, estar sujeita a registro na CVM e, ainda, que seguir todos os ditamos regulatórios prescritos pela Autarquia a respeito do mercado de securitização de recebíveis.

Oportunamente, para fins da análise que se propõe a fazer neste trabalho, convém resgatar o conceito de securitização disposto no art. 18, parágrafo único, da Lei nº 14.430, de 2022, *in verbis*:

“É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para **lastrear** a emissão de **Certificados de Recebíveis** ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o **lastreiam**.” (grifo nosso)

Observe-se que, da análise do conceito supracitado comparativamente ao entendimento manifestado pela CVM, conclui-se que, na perspectiva do regulador, as negociações de ativos tokenizados, especialmente nas hipóteses em que o token representar mais de um ativo, se caracterizariam como uma emissão de certificados de registros e, conseqüentemente, deveriam estar sujeitos às prescrições regulatórias da Autarquia supervisora do mercado de capitais.

Ocorre, todavia, que, como pertinentemente explica José Alves Ribeiro Júnior, o conceito de securitização aponta que esta decorre da conjugação de dois conjuntos de negócios jurídicos distintos para produção de um fim comum. O primeiro desses negócios jurídicos será o conjunto de contratos que formalizará a aquisição, por qualquer meio, de direitos sobre entradas de caixa futuras (ou seja, recebíveis) por um veículo de securitização, o qual pode adotar variadas formas jurídicas<sup>7</sup>. Já o segundo será o conjunto de negócios jurídicos pelos

---

<sup>6</sup> Parágrafo 34 do Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE, 5 de julho de 2023.

<sup>7</sup> No Brasil, comumente se adotam as formas de um fundo de investimento ou uma companhia securitizadora.

quais se operará a aquisição, por investidores, de títulos de crédito ou valores mobiliários emitidos pelo veículo de securitização cujos pagamentos serão condicionados, econômica e/ou juridicamente, primariamente ao recebimento dos pagamentos dos recebíveis que os lastreiam (ALVES JÚNIOR, 2020, p. 193-194).

Em uma análise dos conceitos aqui apresentados, aliada a uma verificação dos requisitos para emissão de um certificado de recebíveis, dispostos no art. 22 da Lei nº 14.430, de 2022, verifica-se que um certificado de recebível não se confunde com os recebíveis que o lastreiam. Ou seja, o certificado de recebível em hipótese alguma seria um espelho do recebível.

De fato, o processo de transferência do recebíveis para a entidade emissora dos certificados de recebíveis é conhecido como cessão definitiva dos créditos ou recebíveis. Também chamado pelo mercado de operação de *True Sale* (FURIATI, 2009, p. 25).

É relevante que se destaque, entretanto, que a cessão dos recebíveis de maneira alguma se confunde com a cessão dos contratos que deram origem a estes ativos financeiros. A cessão definitiva dos recebíveis do cedente (originador dos recebíveis) ao cessionário (veículo de securitização) é feita a título oneroso, com um deságio entre o valor que aquele receberá com a antecipação da receita dos créditos cedidos, em relação ao valor total dos recebíveis cedidos (REIS, 2020. p. 24).

Há, ainda, outros aspectos que precisam ser destacados. Nesse diapasão, é sabido que o certificado de recebíveis: a) é uma dívida do veículo de securitização (a companhia securitizadora); b) direciona os recursos captados para pagamento da aquisição dos direitos creditórios, que são lastro; c) pode ter condições de pagamento e remuneração distintas dos direitos creditórios que servem de lastro (desde que o certificado de recebível não seja em montante ou prazo menor que o dos direitos creditórios); e d) não transfere os direitos creditórios para os investidores: direitos creditórios são do veículo, que inclusive pode ficar com o valor remanescente após a liquidação do certificado de recebível.

Ressalte-se, portanto, que uma vez que o certificado de recebível representa uma dívida contra a companhia securitizadora, os investidores não são proprietários dos recebíveis que o lastreiam. Os recebíveis pertencem à companhia securitizadora e com esta permanecem até a quitação total de sua dívida, representada pelo certificado de recebível.

Logicamente, não se defende neste trabalho que uma operação de tokenização de recebíveis não possa se enquadrar como uma operação de securitização. A propósito, há, de fato, hipóteses em que operações de emissão de tokens que seriam ou se assemelhariam a uma securitização.

A CVM, muito acertadamente, procura garantir a integridade do mercado de capitais e, visando lograr êxito nesse objetivo, age com cautela na análise das operações de tokenização, objetivando proteger esse segmento e, especialmente, os investidores que nele atuam. Em linha, aliás, com a louvável postura de proteção dos recursos da poupança popular.

A esse respeito, portanto, as situações em que a tokenização se caracterizara como uma securitização seriam, basicamente, na hipótese de emissão de tokens que representam dívida do seu emissor, cujo pagamento é vinculado ao recebimento de direitos creditórios, e, ainda, operações nas quais um veículo adquire direitos creditórios e emite um token que confere ao seu titular o direito a receber o fluxo de pagamento daqueles direitos creditórios, sem transferi-los, e que são recebidos pelo próprio emissor.

Em outras perspectivas, todavia, cabe esclarecer que parte significativa do mercado de tokenização, ao menos no Brasil, não se estruturou na forma descrita acima. Observa-se, conforme descrito na introdução deste trabalho, a existência de um modelo negocial no mercado de tokenização que não foi contemplado na análise da CVM. Oportuno sempre lembrar, todavia, que a referida lacuna não se deve a um defeito de análise da Autarquia, mas sim porque o modelo em questão, conforme se defende neste artigo, estaria fora do escopo abrangido pela competência do órgão.

A Tokenização, cabe registrar, se apresenta como o processo de representação digital de valor econômico e direitos de um ativo real preexistente ou a emissão de classes tradicionais de ativos em forma de tokens (denominados de tokens nativos). O valor econômico e os direitos derivados de bens (valores mobiliários, imóveis, recebíveis, commodities) são vinculados a tokens baseados em tecnologia distribuída (blockchain). Os tokens emitidos existem na rede blockchain e são um "reflexo digital" dos ativos reais (ANBIMA, 2022, p. 10).

No Brasil, especificamente, há diversos processos de tokenização em que os tokens nativos, na realidade, não são instrumentos emitidos por uma securitizadora, cuja remuneração depende de recebíveis que lhes lastreiam.

Alternativamente a esse modelo de negócio, muitas das estruturas de tokenização se especializaram, particularmente no território nacional, como plataformas de negociação primária ou em mercado secundário de instrumentos de dívida, nas quais o token representa o próprio ativo.

Um exemplo clássico disso são as negociações de precatórios tokenizados ou de instrumentos de dívida privada nos quais o token representa o próprio instrumento de dívida, que é registrado no blockchain da entidade emissora do token. Outro exemplo, muito comum, são plataformas que negociam antecipação de recebíveis, cujos tokens, registrados no blockchain,

representam instrumentos de dívida privada, tais como uma duplicata ou uma cédula de crédito bancário.

Atente-se para o fato de que essa modalidade operacional não se confunde com o modelo anteriormente apresentado de securitização de recebíveis. A esse respeito, convém esclarecer as diferenças.

No modelo de securitização regulado pela Lei nº 14.430, de 2022, conforme exposto neste trabalho, o instrumento emitido no mercado de capitais pela companhia securitizadora, o certificado de recebíveis, não representa ou se confunde com os recebíveis que permanecem sob a propriedade da securitizadora e lastreiam o certificado.

Em contrapartida, na tokenização de ativos financeiros, outro modelo também estruturado no Brasil, o token representa o próprio ativo que está registrado na plataforma descentralizada, qual seja, o blockchain.

Nesse sentido, o investidor, ou seja, o adquirente do token emitido pela plataforma tokenizadora, possui uma dívida diretamente contra o emissor do recebível, e não contra a tokenizadora. Lembre-se, a esse respeito, que no modelo anteriormente apresentado da securitização, era a companhia securitizadora que possuía um passivo perante o investidor, e não os devedores dos recebíveis. Estes sim devem realizar seus pagamentos diretamente para o veículo de securitização, e não diretamente aos investidores.

Ressalte-se, todavia, que essa característica não impede que a tokenizadora de ativos financeiros preste o serviço de intermediadora dos pagamentos dos recebíveis, como agente contratado pelos investidores. Essa atividade, por si só, não caracteriza uma operação de securitização por si só.

Pode-se se dizer, com significativa precisão, que a tokenização financeira, na verdade, muito se assemelha à atividade de escrituração de ativos, executada por entidades de infraestrutura de mercado, tais como registradoras, reguladas pelo Conselho Monetário Nacional por intermédio da Resolução CMN nº 4.593, de 28 de agosto de 2017<sup>8</sup>.

A única diferença seria meramente tecnológica, visto que, no modelo descentralizado, os tokens contam com a característica da programabilidade, possibilitada pelos contratos inteligentes (*smart contracts*), que agregam eficiência e dinamismo ao negócio.

Ademais, cabe ainda registrar que o entendimento diverso, qual seja, de que toda a tokenização de recebíveis financeiros se caracterizaria em uma operação de securitização,

---

<sup>8</sup> Dispõe sobre o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários por parte de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como sobre a prestação de serviços de custódia de ativos financeiros.

poderia agregar custos elevados e, permita-se dizer, desnecessários, os quais poderiam inviabilizar esse próspero segmento no Brasil.

De imediato, tal interpretação exigira que toda e qualquer tokenizadora de ativos contratasse, para operacionalizar suas transações, uma companhia securitizadora, conforme exigência do art. 20 da Lei nº 14.430, de 2022, que confere exclusividade a essas entidades na emissão de certificados de recebíveis.

Logicamente, nos modelos de negócio em que a tokenização apresentar os requisitos descritos pela CVM em suas manifestações, as exigências acima mencionadas são pertinentes e devem ser respeitadas, conforme os termos legais.

O ponto que se pretende aqui, todavia, é que, no modelo alternativo de tokenização, operacionalizado por meio de uma antecipação de recebíveis, essas mesmas exigências trariam, alternativamente, um ônus não compatível com essa sistemática negocial.

Feitas essas considerações, é relevante também analisar outra classificação, também abordada nas manifestações da CVM, no sentido de se classificar as operações de tokenização de recebíveis como ofertas públicas de valores mobiliários na modalidade contrato de investimento coletivo.

Essa temática, diante de sua relevância, será desenvolvida na próxima seção.

### **3. A TOKENIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NO CONTEXTO DE UMA OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS NA MODALIDADE CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO**

Na seção anterior, tratou-se de situações em que a CVM, conforme entendimento exarado em suas manifestações, enquadraria a tokenização de recebíveis dentro de sua competência regulatória e de supervisão, por se classificarem como operações de securitização, em conformidade com a Lei nº 14.430, de 2022.

Neste momento, passa-se a analisar uma nova perspectiva apresentada pela CVM, especialmente descrita no Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE, 4 de abril de 2023 e no Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE, 5 de julho de 2023.

Nessa nova abordagem, a reguladora do mercado de capitais traz à tona os critérios segundo os quais as operações de tokenização se classificariam como um contrato de investimento coletivo, o que, em conformidade com o inciso IX, do art. 2º da Lei nº 6.385, de



1976<sup>9</sup>, classificariam essas operações como um oferta pública de valores mobiliários e, portanto, sujeitas ao arcabouço regulamentar da Autarquia.

O inciso IX , do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, acima citado, teve sua inspiração no direito brasileiro em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de *security*, em particular, no caso SEC v. W. J. Howey Company<sup>10</sup>. Nesse julgamento nasceu o critério intitulado “Teste de Howey” (*Howey Test*) utilizado como referência para determinar se uma determinada operação deve, ou não, ser classificada como uma oferta pública de valores mobiliários.

O Teste de Howey foi estabelecido em um caso judicial histórico chamado SEC v. Howey Co., julgado em 1946, e é utilizado ainda na atualidade para determinar se uma transação se enquadra na definição legal de "contrato de investimento coletivo" e, portanto, sujeito às regras de registro e de emissão de valores mobiliários editadas pela autoridade reguladora e supervisora do mercado de capitais.

Na sua origem, o Teste de Howey requer a presença simultânea de três elementos para considerar uma transação como um contrato de investimento coletivo, quais sejam: a) existência de um investimento; b) expectativa de lucro; e c) esforços de terceiros. Neste último quesito, entende-se que o sucesso ou a operação depende principalmente dos esforços de terceiros para gerar os retornos pretendidos.

Logicamente, a Autoridade responsável pela regulação do mercado de capitais faz suas devidas adaptações ao teste, em conformidade com o arcabouço jurídico da jurisdição em que atua.

Com o objetivo de conferir melhor compreensão dos argumentos que serão oportunamente apresentados ainda nesta seção, convém trazer a interpretação da CVM sobre os requisitos, inspirados no Teste de Howey, para a caracterização de uma operação, no mercado de tokenização (ou qualquer outra no território nacional), como um contrato de investimento coletivo, conforme parágrafo 13 do Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE, 4 de abril de 2023, *in verbis*:

“(i) Investimento: aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica; (ii) Formalização: título ou contrato que resulta da relação entre investidor e ofertante, independentemente de sua

---

<sup>9</sup> Lei nº 6.385, de 1976: 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.

<sup>10</sup> SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>>. Acesso em: 20 jul. 2023

natureza jurídica ou forma específica; **(iii) Caráter coletivo do investimento;** **(iv) Expectativa de benefício econômico:** seja por direito a alguma forma de participação, parceria ou remuneração, decorrente do sucesso da atividade referida no item (v) a seguir; **(v) Esforço de empreendedor ou de terceiro:** benefício econômico resulta da atuação preponderante de terceiro que não o investidor; e (vi) Oferta pública: esforço de captação de recursos junto à poupança popular.” (grifo nosso)

Nesse diapasão, faz-se mister destacar três pontos dos requisitos acima expostos pela CVM, os quais merecem comentários mais pormenorizados. São eles o caráter coletivo do investimento, a expectativa de benefício econômico e o esforço de empreendedor ou de terceiro.

Segundo Ary Oswaldo Mattos Filho, pode-se sintetizar a decisão construída no Teste de Howey, no sentido de que o contrato de investimento se apresenta por ser um investimento em dinheiro, em um empreendimento em comum, cujo lucro advém somente do esforço de outra pessoa que não o próprio investidor (MATTOS FILHO, 1985, p. 38).

Destaque-se, portanto, que o investimento coletivo deve ser interpretado como um empreendimento em comum. Nesse contexto, trata-se de uma situação em que uma coletividade investe no mesmo empreendimento, partilhando do resultado daquele esforço.

Segundo o doutrinador Nelson Eizirik, há diversas características que distinguem os valores mobiliários de outros tipos de bens, entre as quais, o fato de não possuírem um valor intrínseco, não serem produzidos com a finalidade de uso ou consumo, e possuírem a propriedade de serem gerados e distribuídos em massa. Uma vez que os valores mobiliários têm por pressuposto o financiamento de investimentos de risco e, para tal, é necessária uma regulamentação específica para a emissão desses instrumentos (EIZIRIK, 2011, p. 25-27).

A partir de olhar teleológico, portanto, verifica-se que é perfeitamente racional, nessas situações, que se exija o registro das operações classificadas nessa modalidade de investimento. Afinal, trata-se de transações que expõe a risco os recursos advindos da poupança popular e, nesse cenário, é louvável que o regulador do mercado de capitais estabeleça regras de transparência suficientes para que o investidor possa avaliar os riscos da atividade captadora dos recursos.

Nesse sentido, quando se trata de investimento coletivo, refere-se ao ato de investir, direta ou indiretamente, em uma atividade apta a produzir rendimento o qual, em parte ou na sua totalidade, será pago ou destinado ao investidor. Nessas situações há uma espécie de associação entre investidor e empreendedor. O primeiro atua provendo recursos para o empreendimento e outro, por sua vez, exercendo uma atividade que visa a partilha dos ganhos econômicos auferidos no futuro.

Há, entre investidor e empreendedor uma comunhão de objetivos visando a produção de rendimentos que serão distribuídos.

Essa interpretação, cabe destacar, é perfeitamente consistente com o regime de registro da oferta pública de valores mobiliários, porém não se aplica a outras formas de investimento que, a despeito de propiciarem um benefício econômico, não se vincula a um empreendimento.

Resta evidenciado, portanto, que a existência de um empreendimento é requisito fundamental para e caracterizar um ativo como um valor mobiliário ou não. Nesse cenário, a simples existência de expectativa de benefício econômico não é suficiente, visto que esse benefício deve advir de um empreendimento.

Naturalmente, assim como na análise da seção anterior em que há diversas modalidades de tokenização de ativos que se enquadram na situação de uma operação de securitização de recebíveis, certamente há operações desse segmento de mercado que também se classificam como uma emissão de valores mobiliários, na modalidade de contrato de investimento coletivo.

Por outro lado, é importante destacar que existem outras formas de estruturar as operações de tokenização que, pela sua sistemática, não se enquadrariam na classificação acima. Dessa forma, faz-se necessário a identificação dessas distinções para se permitir uma maior transparência a respeito de qual arcabouço regulatório estaria sujeita a entidade estruturadora da operação de tokenização. De outra forma, a insegurança a respeito de quais regras seguir, poderia gerar temor do empresariado de uma punição administrativa, desestimulando investimentos no setor.

Novamente, a princípio, operações de tokenização nas quais se instrumentaliza uma cessão de direitos creditórios, ou nas quais o token representa digitalmente o próprio ativo lastro, parecem recair nessa distinção. Essas situações seriam, a propósito, as mesmas destacadas na seção anterior, nas quais haveria plataformas de negociação primária ou em mercado secundário de instrumentos de dívida, nas quais o token representa o próprio ativo.

Cabe relembrar, nesses casos, os exemplos trazidos das negociações de precatórios tokenizados ou de instrumentos de dívida privada, tais como uma duplicata ou uma cédula de crédito bancário.

Observe-se que, nessas novas situações, diferentemente das negociações comentadas anteriormente, e analisadas nos pareceres da CVM, não há uma atividade desempenhada por um empreendedor que gere, como resultado, uma remuneração para os

investidores. Há sim, por outro lado, a aquisição de um bem, no caso, o próprio direito creditório.

Apenas como exercício teórico para fins didáticos, suponha-se uma estrutura de tokenização na qual o token represente uma duplicata emitida por um comerciante contra seus clientes, em decorrência da venda de produtos a prazo.

Nessa situação hipotética, o investidor, ou seja, o adquirente desse token, tem sua remuneração esperada vinculada ao risco de que alguém (cliente do comerciante) pague por uma dívida a que se comprometeu a honrar. Não há, nesta situação, um empreendimento. Em outras palavras, a remuneração do token, nessa hipótese, não depende da atividade de um empreendedor.

Afinal, na situação acima analisada, não há uma fusão de objetivos comuns entre o investidor e o suposto empreendedor. O que é tão somente um cedente dos direitos creditórios (comerciante) e um cessionário (investidor), com uma operação assessorada por uma plataforma, denominada neste trabalho de tokenizadora.

Uma situação bastante diversa seria aquela em que o token representasse uma participação societária em uma entidade empresarial, cuja remuneração dependesse da performance da própria empresa. Ou seja, diferentemente de um direito creditório cedido ao investidor, ter-se-ia, alternativamente, a representação, pelo token, de um legítimo ativo cuja remuneração estaria diretamente atrelada ao desempenho do empresário captador dos recursos.

Na primeira situação hipotética acima descrita, caracterizada pela tokenização de uma duplicata, não se observa a existência de um contrato de investimento coletivo. Já na segunda, do token representativo de uma participação societária, pela existência de um empreendimento coletivo, certamente estaria caracterizado o investimento coletivo e, como tal, estaria clara a necessidade de registro da emissão desses tokens na CVM e, conseqüentemente, a observação de todo o arcabouço regulamentar pertinente.

O segundo modelo de tokenização, portanto, em tese, poderia ser negociado como uma modalidade de antecipação de recebíveis comum. Um modelo que ordinariamente existe no mercado, porém em economia centralizada, que, nesse novo formato, faria uso das prerrogativas das tecnologias DLT, em especial, o uso de contratos inteligentes.

Feitas essas considerações, cabe ainda avaliar uma proposta apresentada pela CVM, no sentido de regulamentar os tokens classificados como valores mobiliários como um contrato de *crowdfunding*.

A proposta apresentada pela Autarquia é meritória e pertinente. Prende-se, na seção seguinte todavia, avaliar a conveniência e oportunidade de aplicação dessa mesma proposta

para as modalidades de tokenização não contempladas na manifestação da CVM, bastante discutidas neste trabalho.

#### 4. AS OPERAÇÕES DE *CROWDFUNDING*

O *crowdfunding* (ou *equity crowdfunding* ou, ainda, *crowdfunding* investimento) é uma modalidade de investimento participativo por meio do qual um grupo de pessoas pode financiar projetos. Um dos pontos interessantes dessa modalidade de investimento é a amplitude de setores que podem ser financiados, tais como agronegócio, mercado imobiliário, tecnologia e inovação entre outros. Na realidade, qualquer setor que gere expectativas de retornos com riscos razoavelmente controlados pode se tornar objeto de financiamentos pelo *crowdfunding*.

Assim como investimentos por meio de investidores-anjo, o *crowdfunding* é uma modalidade de captação habitualmente utilizada por *startups*. Em geral, a formalização desse investimento ocorre por obtenção direta de participação societária ou via contrato de mútuo conversível em participação societária, havendo diversas regras e limites impostos pela CVM, que devem ser observados para que seja possível concretizar a captação de recursos (REIS, 2018, p. 22).

Em termos taxonômicos, o *crowdfunding* é uma modalidade de captação de recursos classificada como uma oferta pública de valores mobiliários, na modalidade contrato de investimento coletivo. Como tal, essa estrutura está subordinada aos atos normativos da CVM, que a regulamentou por intermédio da Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022.

A referida Resolução, em seu inciso I, art. 2º, traz a seguinte definição de *crowdfunding* investimento, *in verbis*:

“captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Resolução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Resolução.”

Uma vez que as *startups* compõem um segmento empresarial de risco considerável, o regulador do mercado de capitais, de forma muito acertada, estabeleceu limites para que essas entidades possam captar recursos por meio do *crowdfunding*. Com essas restrições a CVM visa equilibrar os objetivos de incentivar o ingresso de novas empresas no mercado e,

simultaneamente, proteger os investidores de riscos excessivos, em linha com a premissa maior de proteção de recursos da poupança popular.

Entre esses limites cabe destacar alguns, quais sejam: a) limitação do valor por emissão em R\$ 15 milhões por ano; b) limitação do faturamento do emissor em R\$ 40 milhões ou R\$ 80 milhões por grupo econômico; e c) vedação para que os recursos financeiros transitem pela conta da própria plataforma operadora do *crowdfunding*.

Registre-se que as restrições acima descritas, impostas pela Resolução CVM nº 88, de 2022, são perfeitamente adequadas e pertinentes para operações de captações por *startups*. Afinal, trata-se de um mercado em que empresas de alto número de falência nos primeiros anos de funcionamento.

Uma atuação em sentido diverso pelo regulador do mercado de capitais, por exemplo, despidianda de quaisquer limites para a captação de recursos por *startups* por meio de *crowdfundings*, certamente resultaria em um alto grau de exposição dos recursos da poupança popular, podendo, como resultado adverso, levar, até mesmo, a uma perda de credibilidade por parte dos investidores nessa modalidade de investimento.

Conclui-se, portanto, louvável a redação elaborada pela CVM na edição da Resolução CVM nº 88, de 2022. Nesse sentido, conclui-se por perfeitamente adequada a aplicação dessas regras a mercados de tokenização que visem a replicar, em ambiente blockchain, os modelos atuais de captação para *startups*. Afinal, a mudança de estrutura tecnológica não altera a natureza jurídica da estrutura de captação em análise.

Há que se ponderar, todavia, que essa mesma solução não parece apresentar o mesmo alinhamento operacional quando aplicada ao outro mercado em análise neste artigo, qual seja, o mercado de operações de tokenização nas quais se instrumentaliza uma cessão de direitos creditórios, ou nas quais o token representa digitalmente o próprio ativo lastro.

Nesse mercado, em primeiro lugar, não seria salutar a existência de uma limitação do valor por emissão. Para se ter uma ideia, segundo dados divulgados pelo Banco Central do Brasil, o saldo da carteira de crédito com recursos livres, classificado como desconto de duplicatas, superou a marca de R\$ 2 bilhões no ano de 2022<sup>11</sup>. Observa-se, dessa forma, que a imposição de um limite de emissão no valor de R\$ 15 milhões seria bastante restritivo para essas operações.

---

<sup>11</sup> Banco Central do Brasil – SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais – Série selecionada: 20544 - Saldo da carteira de crédito com recursos livres - Pessoas jurídicas - Desconto de duplicatas e recebíveis – período de análise: 01/01/2022 a 31/12/2022. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>>. Acesso em 31 jul. 2023.

Analogamente, o mercado de tokenização especializado em antecipação de recebíveis tem um faturamento bruto anual bastante superior àquele estimado para o mercado das *startups*. O próprio saldo da carteira de negociação das duplicatas acima apresentado sinaliza nesse sentido. Dessa forma, haveria também uma restrição excessiva para esse mercado caso aplicado o limite anterior de R\$ 40 milhões do faturamento das empresas do setor.

Ainda, cabe registrar, a vedação para que os recursos financeiros transitem pela conta da própria plataforma, no caso da tokenização de recebíveis de cessão de créditos, poderia trazer limitações à futura inovação do segmento.

Isso porque um dos principais avanços que se espera nesse setor é a possibilidade de uso, no futuro, de uma moeda fiduciária digital, globalmente conhecida como *Central Bank Digital Currency – CBDC*, como mecanismo de liquidação na economia descentralizada.

Isso posto, evidencia-se que muitos dos requisitos que perfeitamente se encaixam no mercado de captações de recursos para *startups*, parecem não trazer perfeita harmonia com o segmento de tokenização nas quais se instrumentaliza uma cessão de direitos creditórios.

Nesse sentido, propõe-se um enquadramento taxonômico específico para essas últimas operações, com vistas a se viabilizar uma construção regulatória mais adequada as suas características operacionais.

## **5. CONCLUSÕES**

A tokenização de ativos é um modelo de negócios inovador e disruptivo. Especialmente em virtude das características de sua tecnologia adjacente, há a perspectiva de redução de custos e aumento de eficiência nesse modelo por meio da redução do número de intermediários nas transações, além da facilidade de realização de procedimentos de auditoria, em virtude do alto grau de transparência dos dados.

Ocorre, todavia, conforme foi debatido neste trabalho, apesar de seu potencial, trata-se de um modelo ainda em gestação e, nesse sentido, ainda apresenta diversos desafios ao mercado privado e ao Estado, especialmente por reguladores.

Ciente desses desafios, neste artigo buscou-se contribuir para o debate a respeito da classificação de diferentes modelos de tokenização de recebíveis em operacionalização no mercado brasileiro.

Nesse diapasão, utilizou-se como parâmetro as manifestações da CVM a respeito da caracterização jurídica das operações de tokenização de recebíveis, em operação no país, por intermédio do Parecer de Orientação CVM nº 40, de 11 de outubro de 2022, do Ofício-Circular

nº 4/2023/CVM/SSE , 4 de abril de 2023 e do Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE , 5 de julho de 2023.

Esta proposta não visa a se apresentar como um contraponto a estas manifestações, mas sim a servir como uma contribuição acadêmica ao debate iniciado pelo regulador do mercado de capitais.

Uma vez que a CVM ainda não regulamentou definitivamente a temática e, conforme ressalta em suas próprias manifestações, não considera seus Pareceres e Ofícios acima referidos como um documento com teor vinculativo, pretende-se com o presente trabalho contribuir com uma eventual construção do futuro arcabouço regulatório por parte do regulador do mercado de capitais.

Em linha com esse objetivo, sugere-se também que, oportunamente, se considere a utilização de *Sandboxes* Regulatórios para maior compreensão e aprofundamento desse desafiador mercado de tokenização de ativos.

O *Sandbox* Regulatório, como é sabido, se apresenta como instituto adequado para concretizar a perspectiva regulatória experimentalista, viabilizando que modelos de negócios que se encontram em uma “zona cinzenta” regulatória possam ser implementados, ainda que temporariamente e com o acompanhamento do Estado-regulador, até que se permita a construção de parâmetros sólidos e proporcionais para a edição de um arcabouço regulatório (FEIGELSON, 2020, p. 5).

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 7 dez. 1976. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em: 13 jul. 2023.

\_\_\_\_\_. Resolução CMN nº 4.593 , de 28 de agosto de 2017. Dispõe sobre o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários por parte de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como sobre a prestação de serviços de custódia de ativos financeiros. **Conselho Monetário Nacional**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4593>>. Acesso em: 19 jul. 2023.

\_\_\_\_\_. Resolução CVM nº 88 , de 27 de abril de 2022. 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 e revoga a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. **Comissão de Valores**



**Mobiliários.** Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html>>. Acesso em: 15 jul. 2023.

\_\_\_\_\_. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020.. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 22 dez. 2022. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2019-2022/2022/Lei/L14430.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2022/Lei/L14430.htm)>. Acesso em: 13 jul. 2023

Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Tokenização de ativos – Conceitos iniciais e experimentos em curso**. 2022. p. 10. Disponível em: <<https://www.anbima.com.br/data/files/02/30/82/CB/68001810C27A8F08882BA2A8/Tokenizacao%20de%20ativos.pdf>>. Acesso em: 17 jul. 2023.

Banco Central do Brasil – **SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais** – Série selecionada: 20544 - Saldo da carteira de crédito com recursos livres - Pessoas jurídicas - Desconto de duplicatas e recebíveis – período de análise: 01/01/2022 a 31/12/2022. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>>. Acesso em 31 jul. 2023.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, FEIGELSON, Bruno. **Sandbox: experimentalismo no direito exponencial**. Revista dos Tribunais, São Paulo, 2020.

FURIATI, Bruno Pierin. **O conceito de *true sale* no Direito brasileiro**. São Paulo: PUC/SP, 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009.

JÚNIOR, José Alves Ribeiro. **Securitização de recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro**. São Paulo: Ed. Thomson Reuters. Revista dos Tribunais, 2020.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O Conceito de Valor Mobiliário**. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 25, n. 2, p. 37-51.

NORMAN, Alan T. **Blockchain Technology Explained: The Ultimate Beginner’s Guide About Blockchain Wallet, Mining, Bitcoin, Ethereum, Litecoin, Zcash, Monero, Ripple, Dash, IOTA and Smart Contracts**. Bonus Book. 2017.

Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE, 4 de abril de 2023. **Aos prestadores de serviço envolvidos na atividade de “tokenização” (“exchanges” ou “tokenizadoras”), consultores de crédito, estruturadores e cedentes de direitos creditórios**. Comissão de Valores

Mobiliários (CVM). Disponível em:  
<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sse1/anexos/ocsse0423.pdf>>. Acesso em: 11 jul. 2023.

Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE, 5 de julho de 2023. **Aos prestadores de serviço envolvidos na atividade de “tokenização” (“exchanges” ou “tokenizadoras”), consultores de crédito, estruturadores e cedentes de direitos creditórios.** Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em:  
<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sse1/anexos/oc-sse-0623.pdf>>. Acesso em: 11 jul. 2023.

Parecer de Orientação CVM nº 40, de 11 de outubro de 2022. **Os CriptoAtivos e o Mercado de Valores Mobiliários.** Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em:  
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html>>. Acesso em: 11 jul. 2023.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: Análise de estruturas societárias e de investimentos no Brasil.** Coleção Insper. Almedina Brasil, 2018.

Reis, Leonardo Teixeira. **Securitização de Recebíveis: Aplicabilidade e Fundamentação Jurídica.** Ed JuriSearch. São Paulo. 2020.

SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Disponível em:  
<<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>>. Acesso em: 20 jul. 2023.