

A Era dos Tokens de Recebíveis Regulamentados: O Papel da CVM na Proteção dos Investidores e no Desenvolvimento do Mercado de Capitais



É impossível continuar ignorando o universo da tokenização e dos ativos digitais. A valorização crescente das criptomoedas, além da segurança e facilidade das transações são alguns dos fatores que estão atraindo cada vez mais atenção para essa forma de descentralizar investimentos. O novo Ofício Circular CVM/SSE nº 6/2023 (“[OC 6/23](#)”) publicado na data de ontem, 05 de julho de 2023, esclarece, e reafirma, os

entendimentos da autarquia frente a conceituação de Tokens de Recebíveis ou Tokens de Renda Fixa (em conjunto, “[TR](#)”) como valor mobiliário.

Não é novidade para o mercado a posição escolhida pela autarquia, afinal o [OC 6/23](#) está em completa sintonia com o recente Decreto nº 11.563, de 13 de junho de 2023 (“[Decreto 11.563](#)”), promulgado pelo então presidente, que regulamenta a Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022, conhecida como “*Marco Legal das Criptomoedas*”, concedendo ao Banco Central do Brasil autoridade para regular a prestação de serviços de ativos virtuais. Após a publicação do Decreto 11.563, no dia seguinte (14 de junho de 2023), a Comissão de Valores Mobiliários (“[CVM](#)”) anunciou que a sua Agenda Regulatória para este ano de 2023 já contemplava a criação de um novo conjunto de regulamentos para estabelecer e gerir mercados organizados de valores mobiliários, incluindo os tokenizados. Essa iniciativa levou em consideração as lições aprendidas com o Sandbox Regulatório da CVM. O Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, destacou que:

"A CVM e o Banco Central continuarão em conjunto nesta pauta, com diálogo e cooperação entre os dirigentes das instituições, reconhecendo que a criptoconomia

demanda atuação tanto do BC quanto da CVM, dentro das suas respectivas esferas de competência.

Por fim, a CVM reitera a importância de manter ampla interlocução com o mercado cripto, em especial com aquelas iniciativas que almejam tokenizar valores mobiliários, para fins de construção de um arcabouço regulatório cada vez mais propício às características desses ativos."

O que é tokenização de recebíveis?

A tokenização funciona por meio da transformação de um ativo em diversas frações digitais usando blockchain. Essa transformação dá origem a um token, a representação digital deste ativo, seja ele dinheiro, um direito ou uma propriedade. Aqui não estamos falando de um valor mobiliário. Agora, quando se estrutura uma operação de tokenização, publicamente, representativa de crédito de quaisquer produtos financeiros e/ou ativos reais, cria-se um ativo ou mesmo suas frações, sendo possível negociar esses tokens de maneira mais barata, prática e descentralizada, **aqui falamos de valores mobiliários.**

Trajetória da tokenização de recebíveis no Brasil

A tokenização de recebíveis e outros ativos que podem gerar renda fixa para os investidores tornou-se popular no Brasil desde 2018, quando a exchange Mercado Bitcoin iniciou o processo de tokenização lançando tokens atrelados a algumas modalidades de consórcio, precatórios, recebíveis e contratos de comercialização de energia elétrica, que prometiam rendimentos anuais de até 18%.

Em 27 de setembro de 2018, a CVM intimou o Mercado Bitcoin a prestar esclarecimentos sobre uma modalidade de investimentos baseada em tokens de renda fixa que era oferecida em sua plataforma de negociação. Em um comunicado oficial distribuído na época à imprensa, o Mercado Bitcoin reiterou sua atuação como em conformidade com as leis brasileiras da época, ressaltando o compromisso e a colaboração com a regulação do mercado brasileiro de prestadores de serviços de ativos digitais. O comunicado afirmava: "**A exchange não realiza oferta pública de valores mobiliários** fora do escopo das autorizações que possui como plataforma autorizada de *crowdfunding* e de gestora de investimentos." (grifo nosso).

Regular ou não regular os TR?

Se por um lado temos a confirmação da regulação dos ativos digitais (criptomoedas), que não se confundem com valores mobiliários, e a sua competência expressa concedida ao Banco Central do Brasil, por qual razão os TR, produzidos pela mesma tecnologia blockchain das criptomoedas e capazes de gerar a mesma expectativa de benefício econômico, mas distintos em sua essência por representarem um título ou contrato que resulta da relação entre investidor e ofertante, não seriam regulados?

Nessa lógica, a publicação do OC 6/23 manteve intacta a posição da CVM quando da publicação do Ofício Circular CVM/SSE nº 4/2023 (“OC 4/23”) e do Parecer de Orientação nº 40, de 11 de outubro de 2022 (“Parecer CVM 40”), primeiro parecer da CVM que tratou especificamente sobre os criptoativos, reconhecendo a possível natureza jurídica dos TR de valores mobiliários. Ocorre que diferentemente do Decreto 11.563 e do próprio Marco Legal das Criptomoedas, a autarquia não está afirmando que os TR são novos valores mobiliários e, portanto, necessariamente, regulados pela CVM.

A CVM ressaltou com o OC 6/23 que cabe aos emissores dos TR avaliar se esses ativos se caracterizam como valores mobiliários. Assim, cabe aos emissores dos tokens decidirem se devem submeter os TR à regulação da autarquia.

Mas ao mesmo tempo a CVM demonstrou algumas características essenciais para o possível enquadramento de determinadas modalidades desses TR como valores mobiliários, além de ressaltar que a Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022 (“Marco Legal da Securitização”) trouxe a possibilidade de **securitização via Certificado de Recebíveis e via outros títulos e valores mobiliários de securitização**, de forma mais genérica.

O OC 4/23 não distinguiu quando as modalidades de TR ofertadas publicamente se caracterizam como operação de securitização, contrato de investimento coletivo, ou ambos. Por isso, é possível que determinada modalidade de TR seja considerada como contrato de investimento coletivo, sem necessariamente se enquadrar como operação de securitização. “*Nessa hipótese, o atendimento às normas da CVM é igualmente requerido, mas não haveria obrigatoriedade da utilização de companhia securitizadora*”, reforça Bruno Gomes, superintendente de Supervisão de Securitização da CVM.

O OC 6/23 não pretende esgotar todas possibilidades e diferenças entre um contrato de investimento coletivo e uma operação de securitização, nem as particularidades que envolvem as diferentes modalidades de TR. Mas é muito importante ressaltar que alguns TR, apesar de se enquadrarem como

valores mobiliários, podem não se caracterizar como operação de securitização, quando, cumulativamente:

- há oferta pública de um único direito creditório, via instrumento de cessão ou outra modalidade, sem coobrigação ou outra forma de retenção de risco pelo cedente ou por terceiro;
- o fluxo de caixa do direito creditório flui diretamente para os investidores, com a mínima interferência do cedente ou de terceiros para viabilizar o repasse do fluxo;
- não há mecanismos predeterminados para a substituição, recompra ou revolvência do direito creditório cedido, nem qualquer coobrigação pelo adimplemento do contrato de investimento coletivo ofertado; e
- não há prestadores de serviço previamente contratados.

Quando um token é entendido pela CVM como valor mobiliário, passa a ter que seguir uma série de regras específicas tais como: **registro de emissor e informações sobre intermediação, escrituração, custódia, depósito centralizado, registro, compensação, liquidação e administração de mercado.**

A publicação do OC 6/23 frustrou a expectativa de boa parte do setor, confirmando que muitas das operações feitas hoje de tokens envolvem ofertas públicas de valores mobiliários e estão sujeitas a todo o rol de normas do setor, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, do Marco Legal da Securitização e, quando ofertados publicamente, tais valores mobiliários também sujeitos à regulação pela CVM, através da Resolução CVM 160, de 13 de julho de 2022 e da Resolução CVM 60, de 23 de dezembro de 2021.

Em entrevista coletiva à imprensa, Bruno Gomes, superintendente de Supervisão de Securitização da CVM, afirmou:

*“Todo esse discurso de que a tokenização elimina intermediários, **os intermediários do mercado de capitais não existem à toa.** Se o modelo é de valor mobiliário, tem a lei, não consigo eliminar os intermediários, precisa trazer o modelo para a lei e, se for o caso, mudar a lei mais à frente, mas não pode construir um modelo marginal à lei. **Quando dá problema é que a função do intermediário aparece.** A tecnologia ajuda na distribuição, mas ela sozinha vai substituir todos os prestadores de serviço ou não? Isso está sendo discutido e avaliado, e se concluído que sim, precisa ser um dado na lei.”*
(grifo nosso)

Ou seja, para oferecer tokens baseados em ativos capazes de oferecer renda passiva aos investidores, as emissoras destes tokens precisarão de registro junto à CVM, bem como observar todo o arcabouço regulatório, se não quiserem sofrer possíveis multas e até receber a proibição de atuar no mercado.

Prévia do que está por vir

No centro do debate entre CVM e tokenizadores está o ecossistema de tokenização que deve ganhar ainda mais impulso com o lançamento, em 2024, do Real Digital, CBDC do Banco Central do Brasil que pretende justamente criar um ambiente regulado para o setor de tokenização de ativos.

Nesse ritmo, nos próximos anos, o *token* se tornará o novo normal, deixando até de se chamar *token* e substituir o padrão. Assim como, por exemplo, usávamos em 2010 o Blackberry e em 2012 passamos a utilizar smartphones. O mercado de capitais irá migrar da mesma maneira e a popularização da tokenização já traz vantagens que passam pela automatização, redução de custos e descentralização dos processos, desde custódia, compliance, transação, verificação e controle de ativos, ou seja, garante maior liquidez entre as pontas.

Este conteúdo foi elaborado por:

Andrea Sano Alencar

Sócia da Área de Mercado Financeiro e de Capitais do EFCAN Advogados

Especialista em Direito Empresarial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUCSP.

Nos últimos 25 anos atuou em diversas instituições financeiras, brasileiras e estrangeira, nas áreas Jurídica, Operações Estruturadas e Agronegócios.

asano@efcan.com.br

Patricia Moino

Advogada da Área de Mercado Financeiro e de Capitais do EFCAN Advogados

Graduada em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie, como aluna desenvolveu a liga estudantil “Legal Hackers Mackenzie”. Atua na área de Mercado Financeiro e de Capitais desde

2019, passou por escritórios de advocacia, securitizadora, corretora, coordenador líder, administrador fiduciário e agente fiduciário.

pmoino@efcan.com.br

Gracielli Vígolo

Advogada da Área de Mercado Financeiro e de Capitais do EFCAN Advogados

Especialista em Direito Empresarial pelo Insper. Nos últimos 20 anos atuou em diversas instituições no mercado financeiro e de capitais, além de atuar com meios de pagamentos.

gvigolo@efcan.com.br