

# Tokens são Valores Mobiliários? Esforço do empreendedor pretérito à emissão<sup>1</sup>

Péricles Pereira Pinto\*

Daniel Rodrigues Costa\*\*

*Introdução. 1 A “tokenização” de direitos creditórios. 2 Conceito e definição de valor mobiliário. 2.1 Definição de valor mobiliário segundo a Lei 6.385/1976. 2.2 Conceito de valor mobiliário e o Howey Test. 3 Esforço pretérito à emissão dos tokens: exemplos práticos. 3.1 Precatório. 3.2 Tokens baseados em direitos creditórios relacionados ao Mecanismo de Solidariedade. 3.2.1 Mecanismo de Solidariedade. 3.2.2 Casos Vasco e Cruzeiro e o Ofício CVM/SRE 15/2020. 3.3 Panela FC versus tokens baseados em direitos creditórios relacionados ao Mecanismo de Solidariedade: diferença substancial entre os casos. 4 Riscos inerentes ao negócio jurídico que serve de lastro aos tokens. Conclusão. Referências.*

## Resumo

A partir de revisão bibliográfica e análise de normas envolvendo *tokens* baseados em direitos creditórios oriundos de precatórios e direitos baseados no mecanismo de solidariedade da Fifa e da Lei Pelé, investigou-se se o esforço do empreendedor que seja pretérito à emissão dos *tokens* pode caracterizá-los como valores mobiliários, para fins de atração da competência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para sua disciplina e fiscalização. Partiu-se da hipótese de que o esforço pretérito do empreendedor não constitui fato que leva esses *tokens* a serem enquadrados como valores mobiliários, pois tal esforço não aparenta ser determinante para o sucesso do empreendimento, já que o sucesso da atividade não depende da relação obrigacional mantida entre empreendedor e investidores. Com base no *Howey Test* desenvolvido pela *Securities and Exchange Commission*, a CVM, ao investigar as ofertas, faz alguns questionamentos que, se tiverem ao menos uma das respostas negativas, descarta sua caracterização como valor mobiliário. Ao analisar as ofertas de *tokens* de precatório e de direitos do mecanismo de solidariedade, percebeu-se que se tratava de operações de capitalização em que o empreendedor não poderia atuar de forma ativa para interferir na valorização dos *tokens* e no seu efetivo pagamento futuro. Dessa maneira, em que pese recente entendimento contrário manifestado pela CVM, uma vez que a remuneração oferecida não tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros e depende de fatores externos à sua vontade, entende-se que tais ofertas não cumprem com os requisitos impostos pela CVM para que sejam classificadas como de valores mobiliários.

**Palavras-chave:** *Tokens*. Valor Mobiliário. *Howey Test*. Esforço pretérito.

\* Mestre em Direito pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG, na Área de Estudo "Sistema Financeiro Nacional e repressão aos ilícitos administrativos e à criminalidade financeira". Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP). Participante do Grupo de Pesquisa Sistema Financeiro Nacional – negócios e regulação.

\*\* Mestre em Direito pelo no Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG, na Área de Estudo "Sistema Financeiro Nacional e repressão aos ilícitos administrativos e à criminalidade financeira". Participante do Grupo de Pesquisa Sistema Financeiro Nacional – negócios e regulação.

<sup>1</sup> Artigo produzido pelos autores em disciplina ministrada pela Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Rubia Carneiro Neves, coordenadora do Projeto Coletivo "Sistema Financeiro Nacional: negócios, regulação e repressão criminal e administrativo-sancionadora" do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais.

## *Are Tokens Securities? Post-issuance efforts of the entrepreneur*

### *Abstract*

*Based on the literature review and analysis of rules involving tokens based on credit rights arising from court orders and rights based on the FIFA solidarity mechanism and the Pelé Law, it was investigated whether the entrepreneur's effort that is past the issuance of tokens can characterize them as securities, for the purpose of attracting CVM's competence for its discipline and inspection. The initial hypothesis was that the entrepreneur's past effort does not constitute a fact that leads these tokens to be classified as securities, as such effort does not appear to be decisive for the success of the enterprise, since the direction of the enterprise itself is independent of the mandatory relationship between entrepreneur and investors. Based on the Howey Test developed by the Securities and Exchange Commission, the CVM, when investigating the offers, makes some questions that, if associated with at least one of the negative responses, discards its characterization as a security. When analyzing the offers of precatory tokens and rights of the solidarity mechanism, these were capitalization operations in which the entrepreneur could not act actively to interfere in the valuation of the tokens and in their effective future payment. In this way, despite the recent contrary understanding expressed by the CVM, since the offer offered does not originate in the efforts of the entrepreneur or third parties and depends on factors external to their will, it is understood that such offers do not comply with the requirements imposed by CVM for them to be classified as securities.*

**Keywords:** *Tokens. Securities. Howey Test. Past Effort.*

## **Introdução**

O crescente interesse pela utilização da tecnologia de registros distribuídos e *blockchain* no mercado financeiro e de capitais vem transformando a forma com a qual empreendedores e investidores se relacionam. Nesse contexto, algumas sociedades empresárias passaram a estabelecer novas relações obrigacionais com os seus investidores baseadas na emissão de *tokens* representativos de direitos creditórios.

Considerando que é de competência da CVM a disciplina e fiscalização da emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado (Lei 6.385/1976, art. 1º, I), busca-se, neste artigo, investigar os *tokens* lastreados em direitos creditórios oriundos de precatórios e do Mecanismo de Solidariedade da Fifa e da Lei Pelé, que são atualmente ofertados ao público brasileiro. O problema de pesquisa enfrentado corresponde ao esforço do empreendedor pretérito à emissão dos *tokens* visando caracterizá-los como valores mobiliários para fins de atração da competência da CVM para sua disciplina e fiscalização.

Para isso, no primeiro capítulo, há uma breve explicação a respeito da “tokenização” de direitos creditórios, apresentando as diferentes espécies de *tokens* e indicando qual o ideal para as sociedades empresárias emissoras que buscam reduzir seus custos e aumentar a liquidez no mercado secundário. Em seguida, avança-se no tema diferenciando “conceito” de “definição” e apresentando o valor mobiliário no ordenamento jurídico brasileiro.

No terceiro capítulo, o recorte empírico limitou-se a dois exemplos práticos (precatório e Mecanismo de Solidariedade da Fifa e da Lei Pelé) de *tokens* lançados ao mercado brasileiro em que foi identificado o esforço do empreendedor antes da captação dos recursos da poupança popular.

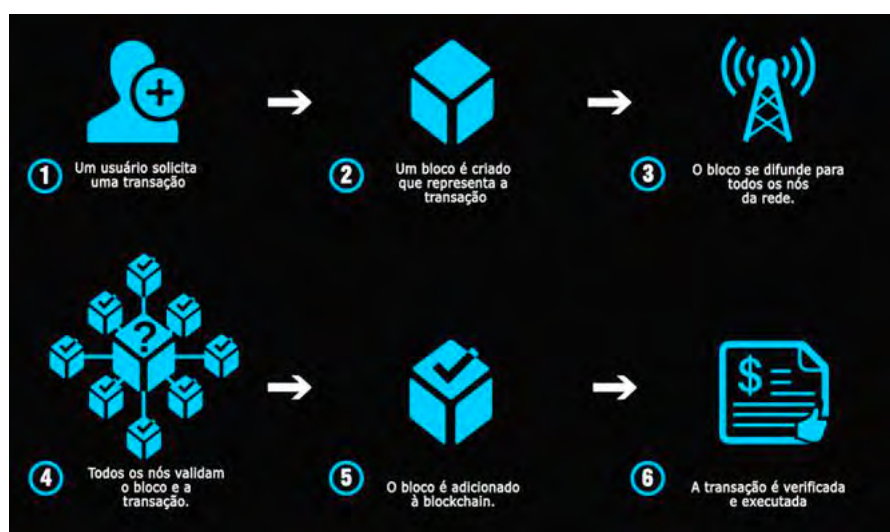
A hipótese inicial foi de que o esforço pretérito do empreendedor não é hábil, por si só, a configurar os *tokens* investigados como valores mobiliários, uma vez que ele não aparenta ser determinante para os rumos futuros do empreendimento em si. Isso porque o sucesso do empreendimento, e o consequente retorno do investidor, depende do esforço de sujeitos alheios à relação obrigacional mantida entre empreendedor e investidor, e ocorrida antes da captação de recursos.

A investigação foi realizada com base em levantamento prévio de normas legais e administrativas, bem como em revisão bibliográfica a respeito do tema em literatura nacional e estrangeira. A abordagem do material levantado foi feita a partir de análise descritiva e analítica de seu conteúdo, para, ao fim, verificar se a hipótese inicial foi confirmada.

Por ser um tema atual e inovador, o presente artigo contribui para o debate ao trazer para o campo teórico, mesmo que utilizando exemplos reais, até que ponto e em qual momento o esforço do empreendedor é relevante para que *tokens* ou até mesmo contratos de investimentos sejam classificados como valores mobiliários.

## I A “tokenização” de direitos creditórios

Na última década, o *blockchain* ganhou popularidade e entusiastas por ser uma forma revolucionária de executar processos de modo descentralizado (Ibañez; O'Hara; Simperl, 2018, p. 1), sendo semelhante aos bancos de dados digitais compartilhados e sincronizados. É mantido por algoritmos de consenso e armazenado em vários dispositivos, apresentando variações técnicas e de governança. Cada unidade de armazenamento é chamada de “nó” e guarda uma cópia integral do banco de dados, podendo ser atualizado de forma independente. Os dados são adicionados, coletados, armazenados e processados de maneira descentralizada, mas removidos apenas em circunstâncias extraordinárias (European Parliamentary Research Service, 2019). Dentro do *blockchain* (cadeia de blocos), as informações são armazenadas de forma sequencial, e a inserção de novos dados depende da validação do conteúdo contido nos blocos anteriores.



Fonte: Tipos de *blockchain*: qual o melhor para a cadeia de suprimentos?

O diagrama acima demonstra as etapas para registro de um novo bloco de dados no *blockchain*, sendo possível verificar que a sua inserção depende obrigatoriamente da validação realizada por todos os “nós” já participantes, de modo a se configurar uma cadeia descentralizada de registro independente de uma entidade central.

O processo de “tokenização”<sup>2</sup> surgiu a partir das melhorias na tecnologia do *blockchain* e corresponde a uma espécie de securitização<sup>3</sup> na qual é possível realizar somente a leitura e a adição de dados, sem excluí-los ou alterá-los. Tornou-se uma alternativa ao modelo das centrais depositárias e registradoras, posto que os próprios participantes do *blockchain* possuem o registro das transações e têm a capacidade de verificá-las.

Cada *token* corresponde a um determinado direito para o investidor, sendo identificáveis ao menos cinco espécies e diferentes prerrogativas para o seu titular. Os *payment tokens*,<sup>4</sup> apesar de serem confundidos com as criptomoedas,<sup>5</sup> possuem nítida distinção: enquanto as criptomoedas possuem o seu próprio *blockchain* para registro das transações realizadas, os *payment tokens* dependem diretamente daquelas, pois se utilizam de *blockchains* de criptomoedas já existentes para seu registro (Token, 2021). Ressalte-se que, apesar das diferenças, tanto os *payment tokens* quanto as criptomoedas possuem basicamente a mesma função, sendo utilizados principalmente como reserva de valor e meios de pagamento. Os *utility tokens*<sup>6</sup> têm como objetivo proporcionar o acesso digital a serviços variados, como direito a participar de votações da sociedade empresária emissora, bem como acesso exclusivo a descontos em comercialização de bens variados. *Asset tokens* ou *security tokens*<sup>7</sup> representam, por sua vez, participações em algum tipo de direito creditório futuro, geralmente relacionado a valores mobiliários, sendo emitido por sociedades empresárias como forma de capitalização. Os *hybrid tokens* combinam elementos dos três anteriores (Finma, 2018) e podem ser utilizados para compra de produtos e serviços, bem como geram expectativa de pagamento de dividendos futuros (Miglo, 2021, p. 11). *Stable coin*<sup>8</sup> é um tipo de *token* que possui objetivo de amenizar a constante flutuação de preços a que os *payment tokens* e as criptomoedas estão sujeitos. Esse tipo de *token* pode ser colateralizado (obrigatoriamente lastreados em moedas fiduciárias, *commodities* ou criptomoedas que dão maior estabilidade ao *token*) ou não colateralizado (não são lastreados em nada, o que acaba por ser uma contradição, uma vez que não há nada que garanta a sua estabilidade) (Finma, 2019).

No processo de “tokenização” de direitos creditórios, são utilizados os *assets tokens* ou *security tokens*. Nessa modalidade, em vez de negociar documentos físicos ou digitais representativos de direito de crédito, criam-se registros eletrônicos representativos dos direitos negociados em que cada *token*<sup>9</sup> correspondente a uma unidade funcional desse direito creditório na rede distribuída ou no *blockchain*.

2 De forma resumida, a “tokenização” representa um direito. Ex.: direito de crédito, direito de acesso a bens ou serviços registrado dentro de um sistema de *blockchain* (Ernst; Young, p. 13). O *token*, portanto, trata-se de um registro computacional criptografado por meio do *blockchain* que confere ao seu adquirente um determinado direito. Os *tokens* podem representar, assim, qualquer promessa feita entre duas ou mais pessoas, o que torna muito variadas as suas possibilidades de emissão (Lausen, 2019, p. 3).

3 Entende-se por securitização, em termos genéricos, um negócio jurídico capaz de converter instrumentos de dívida ou créditos em títulos ou valores mobiliários (Castro, 2016, p. 50). No caso específico dos *tokens* investigados, o negócio jurídico configura-se em uma cessão de direito creditório realizada pelo emissor (cedente) em face do investidor (cessionário). O emissor dos *tokens* fraciona o direito creditório que dá origem ao negócio em partes iguais para, após, oferecer tais partes ao público por meio dos *tokens* registrados em *blockchain*. Cada *token* adquirido dá direito ao investidor de receber uma fração do crédito que deu origem ao negócio.

4 Exemplo de *payment token*: Dai (Dai), um dos *tokens* baseados no *blockchain* Ethereum (Dai, 2021).

5 Exemplo de criptomoeda: Ether (Eth), a criptomoeda nativa do *blockchain* Ethereum (Prado, 2017).

6 Exemplo de *utility token*: Enjin Coin (Enj), que é utilizado para criar itens em jogos eletrônicos, bem como para negociação dentro de um ambiente virtual específico (Conheça..., 2021).

7 Exemplo de *asset/security token*: ReitBZ, o *security token* do BTG Pactual, primeiro *token* dessa modalidade emitido no Brasil (White Paper, 2018).

8 Exemplo de *stable coin*: USD Coin (USDC), uma *stablecoin* lastreada em dólar na proporção de 1:1 (1 *token* = 1 dólar).

9 “A digital token can thereby be described as a piece of software with a unique asset reference, properties and/or legal rights attached” (Ernst; Young, p. 13).

Após a seleção do direito creditório que servirá de lastro para a emissão do *token*, mas ainda antes da sua emissão, é necessário estipular os direitos e deveres dos seus titulares, de forma semelhante a um contrato. A grande maioria dos *tokens* é criada com base em *smart contracts*<sup>10</sup> que possibilitam rastrear as transferências entre os usuários. Há diferentes sociedades empresárias<sup>11</sup> que possibilitam a realização desses contratos por meio de seus *softwares* e sítios eletrônicos, mas a preferida pelas sociedades emissoras que desejam realizar a “tokenização” de direitos creditórios é a *Ethereum* (Roth, Schär Schöpfer, 2019, p. 9), pois esta possibilita a execução de contratos inteligentes e a criação de diferentes tipos de *tokens* em seu sistema,<sup>12</sup> sendo os mais utilizados o ERC-20 (fungíveis)<sup>13</sup> e o ERC-721 (não fungíveis).<sup>14</sup> Ou seja, ao adquirir um *token* fungível, é possível trocá-lo por outro com as mesmas características, sem que haja qualquer prejuízo, como ao realizar a troca de um *token* representativo de 1 dólar por outro *token* da mesma espécie. Por outro lado, *token* não fungível, também chamado de *Non-Fungible Token* (NFT), é um *token* único, significando que seu atual titular será seu único proprietário e, embora também seja transferível, não existe outro *token* com as mesmas características para substituí-lo. Uma utilização prática para *token* infungível é para registro de propriedades imobiliárias, itens únicos colecionáveis e bilhetes de loteria.

Tratando da confiabilidade dos *tokens* no mercado, apesar da segurança proporcionada pela tecnologia *blockchain*, é real e presente a assimetria de informações (Sehra, Smith, 2017) entre o investidor e o empreendedor. Com isso, verifica-se o risco de o emissor não cumprir com a sua promessa de entregar os rendimentos oriundos dos direitos creditórios *tokenizados*, perdendo o *token* sua utilidade e valor<sup>15</sup> (Roth, Schär, Schöpfer, 2019, p.12). Além disso, por utilizar uma nova tecnologia em sua forma de distribuição, há o risco que eventual regulação superveniente venha a restringir a emissão de *tokens*, ou até mesmo vedá-la por completo.

Por fim, quanto ao atual tratamento que a legislação brasileira confere aos *tokens*, há menção expressa no inciso IV do art. 3º da Lei 14.478, de 21 de dezembro de 2022,<sup>16</sup> para considerar como “ativos virtuais”,<sup>17</sup> dentre outras hipóteses, a representação digital de valor que pode ser utilizada com propósito de investimento, desde que não se trate de valor mobiliário.

Por outro lado, conforme definição anteriormente demonstrada, os *asset tokens*, espécie que mais se assemelha ao objeto desta pesquisa, geralmente são representações digitais de participações

10 *Smart Contracts* são algoritmos computacionais registrados em *blockchain* que executam de maneira automática os termos pactuados entre as partes em um contrato, quando verificado o preenchimento de condições previamente estabelecidas (Gomes, 2018, p. 42). Em termos resumidos, são contratos autoexecutáveis.

11 Ethereum, EOS, Tezos, Binance Chain e Tron são alguns exemplos de sociedades que permitem a criação de *smart contracts* por meio de suas respectivas *blockchains* (Nascimento, 2020).

12 ERC-223 e ERC-777 são novos tipos de *tokens* desenvolvidos na plataforma Ethereum, mas menos populares (Roth, Schär Schöpfer, 2019, p. 10).

13 Ethereum. ERC-20 Token Standard. Disponível em: <https://ethereum.org/en/developers/docs/standards/tokens/erc-20/>. Acesso em: 16 ago. 2021.

14 Ethereum. ERC-721 Non-Fungible Token Standard. Disponível em: <https://ethereum.org/en/developers/docs/standards/tokens/erc-721/>. Acesso em: 16 ago. 2021.

15 Havendo inadimplemento por parte do emissor dos *tokens* no momento do cumprimento de sua obrigação (seja ela qual for: de fazer, não fazer, dar coisa certa ou incerta, por exemplo), é possível o ajuizamento de ação judicial para forçar seu adimplemento, podendo ser utilizado o procedimento da execução de título extrajudicial, caso o contrato estabelecido entre as partes preencha os requisitos legais para tal.

16 BRASIL. Lei 14.478/2022. Art. 3º Para os efeitos desta Lei, considera-se ativo virtual a representação digital de valor que pode ser negociada ou transferida por meios eletrônicos e utilizada para realização de pagamentos ou com propósito de investimento, não incluídos: I – moeda nacional e moedas estrangeiras; II – moeda eletrônica, nos termos da Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013; III – instrumentos que provejam ao seu titular acesso a produtos ou serviços especificados ou a benefício proveniente desses produtos ou serviços, a exemplo de pontos e recompensas de programas de fidelidade; e IV – representações de ativos cuja emissão, escrituração, negociação ou liquidação esteja prevista em lei ou regulamento, a exemplo de valores mobiliários e de ativos financeiros.

17 O termo “ativo virtual” carece de precisão técnica. Não há menção se se trata de um negócio jurídico, ato jurídico ou qualquer outro instituto distinto. Logo, “ativos virtuais” serão mencionados nesse texto somente no sentido que a lei lhes confere: são as representações digitais de valor financeiro que podem ser negociadas ou transferidas por meios eletrônicos, bem como utilizadas com propósito de investimento. Como não há menção do que sejam “representações digitais de valor financeiro”, será considerado que o legislador intencionou lhe conferir sentido amplo, podendo ser, portanto, quaisquer documentos eletrônicos que representem algum tipo de ato ou negócio jurídico que exprima obrigação de cunho financeiro a uma ou mais partes envolvidas (exemplo: obrigação de pagar quantia certa).

em algum tipo de direito creditório futuro, comumente relacionados a valores mobiliários, sendo emitido por sociedades empresárias como forma de capitalização.

Logo, há conflito existente nos conceitos descritos nos dois últimos parágrafos: serão os *tokens* estudados nesta pesquisa ativos virtuais conforme definição da Lei 14.478/2022, portanto, instituto de competência do Banco Central do Brasil (BC),<sup>18</sup> ou serão valores mobiliários a serem emitidos sob o crivo das normas expedidas pela CVM? Para se chegar a uma conclusão, serão estudados os conceitos e as definições de valor mobiliário, bem como as características dos *tokens* objeto da pesquisa.

## 2 Conceito e definição de valor mobiliário

Os termos “conceito” e “definição”, apesar de semelhantes, não são sinônimos. Pode-se dizer, em um exercício interpretativo dos termos, que o primeiro contém o segundo. Ambos objetivam de certa forma demonstrar a essência de um objeto ou ser físico, ou então a delimitação de um determinado termo teórico. Contudo, enquanto a definição apresenta uma explicação mais objetiva, que se encerra ao se determinar os limites e/ou notas distintivas do objeto/ser/termo estudado (Larenz, 2000. p. 300), o conceito geralmente se aprofunda quanto ao entendimento de algum indivíduo (ou grupo de indivíduos) sobre determinado tema, não se limitando à simples determinação de extensão ou limites. Utilizando essa lógica, para se chegar à definição legal de valor mobiliário, por exemplo, é necessária a subsunção completa dos fatos a todas as notas distintivas que a lei o atribui, para que se afirme que determinado objeto se trata de um valor mobiliário.

Só podemos dizer que há um conceito quando conseguimos defini-lo com precisão, o que vai de encontro à afirmativa inicial de que um termo contém o outro. Logo, a definição se trata de uma atividade mais concisa, de dizer exatamente o que o objeto definido é. O conceito, mesmo que em sentido estrito, trata-se de matéria mais abrangente, posto que pode envolver também, por exemplo, a reflexão sobre a relação entre o objeto conceituado e os agentes envolvidos em um contexto específico, ampliando o escopo em relação à mera definição (Mattos Filhos, 1985). Assim afirma o professor Ary Oswaldo Mattos Filho, em lição específica sobre o valor mobiliário e a tarefa árdua de sua conceituação:

De um lado, ela se impõe como fronteira demarcatória da abrangência e atuação do direito inerente ao “valor mobiliário”. De outro, servirá para definir o campo de atuação governamental na regulamentação do uso de tal instrumental como forma de capitalização de empresas através do acesso ao público detentor de poupança. Ou seja, a conceituação não visa somente saber o que é valor mobiliário, mas também delimitar o campo de atuação dos órgãos do poder executivo federal encarregados de normatizar e incentivar o seu uso (Mattos Filho, 1985, p. 38).

Estabelecer o conceito de valor mobiliário se destina, portanto, a definir os limites com base nos quais a regulamentação estatal será exigida. Trata-se de uma função basicamente instrumental (Eizirik, 2001, p. 72). A conceituação de valor mobiliário pode partir do raciocínio que o Estado, ao intervir nesta esfera econômica, objetiva, dentre outros fins, a proteção do investidor (Mattos

---

<sup>18</sup> O parágrafo único do art. 2º da Lei 14.478/2022 menciona que competirá a órgão ou entidade da Administração Pública Federal definido em ato do Poder Executivo estabelecer quais serão os “ativos financeiros” regulados. O art. 2º do Decreto 11.563/2023 remeteu ao Banco Central do Brasil a disciplina do funcionamento e supervisão dos prestadores de serviços de ativos virtuais. O Decreto também deixa claro, por meio da alínea “a” do inciso II do art. 3º que essa atribuição não altera a competência originária do CVM. Cabe, portanto, verificar qual é a natureza destes *tokens* para esclarecer qual autarquia será competente por sua disciplina e supervisão.

Filho, 1985, p. 42). Ao apontar que determinado objeto se enquadra no conceito de valor mobiliário, atrai-se, por consequência legal, a competência da CVM para a sua regulação, o que acarreta diversas implicações nas esferas cível, administrativa e criminal.

Contudo, não há no ordenamento jurídico brasileiro um conceito claro de valor mobiliário (Lobo, 2007), uma vez que a nossa legislação adotou, concomitantemente, o critério de enumeração de títulos que serão considerados como tais (conforme o modelo francês), bem como abriu possibilidade para que outros títulos sejam considerados como valores mobiliários se preencherem os requisitos legais previstos (conforme o modelo estadunidense). O legislador listou alguns desses títulos nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei 6.385/1976 e, ao mesmo tempo, estabeleceu requisitos para que outros títulos sejam considerados como valores mobiliários no inciso IX, utilizando-se neste último de conceito semelhante ao de *securities*, do modelo estadunidense. Diante desse quadro misto, primeiramente será tratada a definição que a lei brasileira confere ao valor mobiliário, para depois adentrar-se ao conceito geral do tema no Brasil à luz do conceito de *securities* exposto principalmente pelo clássico caso *Howey* da Suprema Corte dos Estados Unidos da América.

## 2.1 Definição de valor mobiliário segundo a Lei 6.385/1976

Quando de sua publicação, não havia na Lei 6.385/1976 definição do que eram os valores mobiliários, limitando-se o legislador ordinário a enumerar taxativamente,<sup>19</sup> adotando estratégia que reduzia consideravelmente a possibilidade de novos títulos emitidos por diversos agentes, além das sociedades anônimas, serem considerados como valores mobiliários (Eizirik, 2001, p. 74). A partir da publicação da Lei 10.303/2001, que alterou substancialmente o art. 2º da Lei 6.385/1976 e alguns outros dispositivos, percebeu-se a adoção de uma estratégia semelhante à dos estadunidenses acerca da definição das *securities* (Eizirik, 2001, p. 73). Segundo o texto atual de nossa legislação, são valores mobiliários: i) ações, debêntures e bônus de subscrição; ii) cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos a estes valores mobiliários; iii) certificados de depósitos de valores mobiliários; iv) cédulas de debêntures; v) cotas de fundo de investimento em valores mobiliários ou clubes de investimento em quaisquer ativos; vi) notas comerciais; vii) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; e viii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.<sup>20</sup> Por outro lado, o inciso IX do referido artigo estabelece definição legal de outros títulos ou contratos de investimento coletivo que poderão ser considerados como valores mobiliários se houver subsunção a todas as características elencadas.<sup>21</sup>

A definição legal de valor mobiliário no Direito Brasileiro, portanto, passa pelos incisos citados acima: inicia-se no rol exemplificativo de valores mobiliários exposto nos incisos I a VIII, passa pela abertura proposta pelo inciso IX e termina na exclusão dos títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, assim como os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, com exceção das debêntures.<sup>22</sup>

19 Havia também a previsão legal (de questionável constitucionalidade, segundo o professor Nelson Eizirik) de que o Conselho Monetário Nacional (CMN) poderia, a seu critério, entender como valores mobiliários outros títulos emitidos pelas sociedades anônimas além dos já indicados em lei.

20 BRASIL. Lei 6.385/1976. Art. 2º, incisos I a VIII.

21 BRASIL. Lei 6.385/1976. 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.

22 BRASIL. Lei 6.385/1976. Art. 2º, § 1º: Excluem-se do regime desta Lei: (Redação dada pela Lei 10.303, de 31.10.2001) (vide art. 1º da Lei 10.198, de 14.2.2001). I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; (Redação dada pela Lei 10.303, de 31.10.2001). II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures (Redação dada pela Lei 10.303, de 31.10.2001).

## 2.2 Conceito de valor mobiliário e o *Howey Test*

O caso *Securities and Exchange Commission vs W.J. Howey Company*, julgado em 1946, é considerado um marco histórico na conceituação de valores mobiliários. O litígio tratava basicamente sobre o enquadramento no conceito de *securities* do oferecimento ao público de pequenos terrenos onde o ofertante plantaria e cultivaria laranjas, distribuindo aos compradores, na proporção de seus investimentos, os lucros finais do negócio. Os investimentos foram feitos com objetivo primordial de auferir lucro do negócio dirigido exclusivamente pelo vendedor das terras, com as suas próprias estratégias. A Suprema Corte Americana, ao analisar o caso, visualizou os contratos de investimento enumerados pelo *Securities Act* de 1933,<sup>23</sup> uma vez que os compradores investiram seus recursos financeiros com objetivo de auferir lucro oriundo de um empreendimento comum, no qual não teriam qualquer interferência, dirigido somente pelo vendedor das terras (Lobo, 2007).

Tratou-se de caso emblemático que acabou por originar o conhecido *Howey Test*, oportunidade em que foi possível identificar claramente os requisitos caracterizantes das *securities*, quais sejam:

- (a) *Investment of money* (“investimento em dinheiro”);
- (b) *Common enterprise* (“empreendimento comum”);
- (c) *Expectation of profits* (“expectativa de lucro”);
- (d) *Solely from the efforts of others* (“unicamente dos esforços dos outros”) (Eizirik *et al.*, 2011, p. 35).

Apesar de terem sido publicadas antes das alterações realizadas pela Lei 10.303/2001, que ampliaram a definição legal do que são os valores mobiliários no Brasil, as lições do texto do professor Ary Oswaldo são elementares e ainda atuais para compreensão geral do conceito acima exposto, pois realiza uma interpretação do contrato de investimento coletivo conforme os termos fixados pelo *Howey Test*. Para o jurista, ao unir os requisitos listados acima, deve ser considerado valor mobiliário qualquer:

[...] investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional. O investimento é feito ou a nível associativo, a título de empréstimos, ou como aplicação especulativa pura (Mattos Filhos, 1985, p. 47).

Nesse ponto, ainda é relevante mencionar que não importa o instrumento utilizado para a formalização do investimento. Isto é, em um contrato de investimento, título ou *token*, para que seja caracterizado como valor mobiliário, basta que os requisitos sejam cumpridos, sendo que, em hipótese de resposta negativa a qualquer das perguntas, afasta-se o tratamento dado aos valores mobiliários, incluindo a ausência de competência da CVM para a sua regulação e fiscalização.

Importante frisar que, apesar de se utilizar das mesmas perguntas do *Howey Test*, o procedimento brasileiro, chamado de “*Howey Tropical*”,<sup>24</sup> é substancialmente diferente do adotado pelos estadunidenses. Nos EUA, uma vez que adotam uma visão mais ampla de maneira a considerar a

---

<sup>23</sup> Diploma que surgiu em resposta à crise da Bolsa de Nova Iorque de 1929, em que não há estabelecimento de um conceito do que seriam as *securities*, mas tão somente a enumeração de alguns títulos que poderiam assim serem chamados. Dentre eles está o contrato de investimento. Tal vazio conceitual levou os tribunais estadunidenses a estabelecerem, em cada caso, o conceito de valor mobiliário aplicável, o que ocorreu no caso *Howey*, que acabou por servir como parâmetro do que seriam os contratos de investimento coletivo no país.

<sup>24</sup> Como exemplo, consultar o Processo Administrativo Sancionador da CVM 19957.003406/2019-91, oportunidade em que o órgão decidiu caso que tratava do enquadramento como valor mobiliário de uma espécie de criptoativo oferecido ao público pela sociedade empresária Iconic Intermediação de Negócios e Serviços LTDA.



natureza em si do investimento e não apenas a mera subsunção ao *Howey Test* (Eizirik *et al.*, 2011), existem casos em que, mesmo que alguma das respostas seja negativa, esse fato não impede por si só que o título ou investimento coletivo seja considerado como *security*.

### 3 Esforço pretérito à emissão dos *tokens*: exemplos práticos

Para ilustrar contratos de investimentos ou títulos que simulam ofertas de valores mobiliários, deve-se selecionar negócios em que o empreendedor primeiramente arrecada os recursos para depois alocá-los na produção ou no desenvolvimento do serviço. Nesse sentido, interessante observar o Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.008445/2016-32, em que foi analisado contrato de compra e venda por meio do qual os investidores formalizavam a aplicação de seus recursos financeiros na aquisição de determinada quantidade de árvores mediante o pagamento de um preço ajustado. No caso, foi apurado que os negócios jurídicos eram, em verdade, ofertas públicas de valor mobiliário, pois, conforme o contrato realizado com os investidores, sua obrigação restringia-se ao pagamento, ao passo que o empreendedor, ou algum terceiro, deveria cuidar das árvores, produzir a madeira serrada e vendê-la pelo preço de mercado. O retorno do investidor, concluiu a autarquia, era diretamente relacionado ao esforço do empreendedor que necessitava do capital para poder alocar no empreendimento.<sup>25</sup>

Os exemplos práticos que vamos aprofundar a seguir neste trabalho retratam situações em que o esforço do empreendedor ou de terceiros ocorre em momento pretérito à emissão dos *tokens* e, por esse motivo, diferenciam-se dos casos em que o esforço se concentra durante o desenvolvimento do próprio empreendimento. Não havendo expectativa por parte dos investidores (adquirentes de *tokens*) de que o emissor/empreendedor se esforce ou sendo irrelevante o esforço para o sucesso do negócio, a hipótese é de que não seja possível enquadrá-lo como contrato de investimento travestido de valor mobiliário (Pierce, 2020, Appendix).

#### 3.1 Precatório

Precatórios são direitos de crédito lastreados em sentença judicial condenatória transitada em julgado que seu titular (credor) detém contra algum ente federado (devedor). Surgem após processo judicial composto pela fase de conhecimento e cumprimento de sentença, constituindo o direito do autor e delimitando o valor líquido da condenação. Com o trânsito em julgado, o juízo da execução encaminha ao presidente do Tribunal ofício requisitório composto dos requisitos formais essenciais à inclusão da requisição de pagamento no orçamento financeiro seguinte, desde que seja enviado até 2 de abril. Caso o envio ocorra após essa data, a inclusão é feita no orçamento financeiro do ano subsequente.

Ocorre que, pela demora dos entes federados em realizar o pagamento a seus credores, aliado à expressa autorização constitucional para cessão do crédito,<sup>26</sup> é crescente o mercado de antecipação

---

<sup>25</sup> Além desse caso, tem-se como exemplo já julgado pela CVM a criação de avestruz (PAS CVM 23/2004) e o ecoempreendedorismo em modelo de marketing multinível (PAS CVM RJ2016/08381).

<sup>26</sup> BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Art. 100. Os pagamentos devidos pelas Fazendas Públicas Federal, Estaduais, Distrital e Municipais, em virtude de sentença judiciária, far-se-ão exclusivamente na ordem cronológica de apresentação dos precatórios e à conta dos créditos respectivos, proibida a designação de casos ou de pessoas nas dotações orçamentárias e nos créditos adicionais abertos para este fim (Redação dada pela Emenda Constitucional 62, de 2009). (Vide Emenda Constitucional 62, de 2009) (*vide* ADI 4425) § 13. O credor poderá ceder, total ou parcialmente, seus créditos em precatórios a terceiros, independentemente da concordância do devedor, não se aplicando ao cessionário o disposto nos §§ 2º e 3º (Incluído pela Emenda Constitucional 62, de 2009).

desses recebíveis, no qual sociedades empresárias, fundos de investimentos e instituições financeiras adquirem os créditos com deságio e aguardam o pagamento por parte do ente federado devedor.

Nesse contexto, com o avanço de plataformas eletrônicas para negociação de bens e direitos, surgiram *tokens* baseados em direitos creditórios oriundos de precatórios que, conforme Costa (2022), pode se dar em razão de dois principais modelos de negócios:

(i) **no primeiro**, de forma antecedente à aquisição do precatório, a sociedade tomadora capta recursos financeiros de investidores interessados em se tornarem titulares de frações desse tipo de objeto e, após dispor de recursos suficientes, ela adquire o precatório e o divide em porções, atribuindo suas titularidades aos investidores por meio da emissão de valores mobiliários;

(ii) **no segundo** modelo de negócio, a sociedade tomadora, com seus próprios recursos financeiros, adquire o precatório e, com base nele, oferece aos investidores objetos garantidos por frações ideais do crédito. Nos dois casos, a tomadora de recursos financeiros fica cadastrada no juízo da execução como credora do precatório e, ao receber o valor devido pelo ente federativo, efetua o pagamento correspondente ao valor da fração adquirida por investidor.

Conforme os ensinamentos do autor, no primeiro caso há a emissão de valor mobiliário, dado que o empreendedor realiza a captação de recursos financeiros junto ao público com o objetivo de financiar as suas operações. O risco do negócio é dividido com o investidor, que depende da capacidade de execução do empreendedor na localização, análise, precificação e operacionalização dos negócios jurídicos de cessão de crédito de precatórios.

Por outro lado, aplicando o previamente citado *Howey Test* à segunda modalidade de emissão de *tokens*, chegamos às seguintes respostas:

- a) *Há oferta pública?* Sim, pois os *tokens* baseados em precatórios são ofertados ao público em geral, não havendo restrições quanto ao público atingido.
- b) *Há investimento formalizado por um título ou por um contrato?* Sim. Os investidores aplicam seus recursos financeiros para adquirir os *tokens* registrados em *blockchain*.
- c) *O investimento é coletivo?* Sim, o aporte de recursos de investidores distintos em um mesmo precatório ou em um mesmo grupo de precatórios demonstra o viés coletivo do investimento.
- d) *O investimento gera direito de participação, de parceria ou de remuneração?* Não há direito de participação ou parceria. Existe, no entanto, o direito de receber um ganho futuro e incerto<sup>27</sup> representado pela diferença entre o preço de aquisição do precatório e o valor futuro pago pelo ente federado. Essa diferença pode ser interpretada como uma forma de remuneração.
- e) *A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?* Uma espécie de esforço do empreendedor nessa hipótese é a posterior venda do precatório no mercado secundário para terceiro ou a sua inscrição nos editais de acordo direto<sup>28</sup> com o ente devedor.

No caso da aquisição do precatório para posterior pagamento pelo ente federado, não é possível conceber que há empreendimento propriamente dito ou esforço do empreendedor. Eventual ganho na operação é decorrente simplesmente da aquisição do crédito por um valor inferior ao pago. É uma mera antecipação de recebível cujo ganho é derivado da conduta praticada por atores que não participam da oferta, quais sejam, o ganho de causa pelo autor da ação (credor originário

---

27 Esclarece-se que quantia a ser paga em função da condenação judicial transitada em julgado é certa. O que é incerto é o fato de o credor do precatório receber a quantia em sua conta de depósitos, uma vez que este crédito pode ser objeto de penhora em outros processos, conforme se demonstrará adiante.

28 O acordo direto é a possibilidade de pagamento de precatórios sem a observância da ordem cronológica de pagamento (§ 20 do art. 100 da CF/1988), mediante negociação direta com o ente devedor e aplicação de deságio de até 40% do valor atualizado do precatório.

do precatório) e a ação do ente federativo (devedor) responsável pelo pagamento da quantia em virtude de sentença judicial condenatória transitada em julgado (Costa, 2022).

Ainda que o investidor, ao adquirir *tokens* representativos da fração ideal de um ou mais precatórios, possa obter ganhos financeiros na operação, este não decorre do esforço da plataforma ou do originador, que, após a aquisição junto ao titular originário, nada pode fazer para gerar e garantir o lucro ou remuneração, devendo somente esperar o prazo de vencimento estipulado pelo devedor. O direito comprado é o de receber um pagamento de quantia certa com prazo incerto.

Além disso, não há responsabilidade, negócio, parceria ou qualquer espécie de sociedade firmada entre os investidores adquirentes dos *tokens* representativos de frações do precatório. A mera comunhão de investidores não significa que há empreendimento comum. Percebe-se que existe somente uma coletividade de investidores adquirindo partes do mesmo ativo, mas sem partilha de responsabilidades e resultados, já que cada um é dono de sua fração ideal sem dividi-la com os outros e sem ter seu valor aumentado ou reduzido em decorrência de esforço, ação ou omissão de qualquer agente. Alterações no valor do *token* dependem exclusivamente do tempo restante para pagamento por parte do ente federado ou alguma situação que extrapole a competência do empreendedor ou dos investidores, como mudança de entendimento nas Cortes Superiores que altere a forma de correção monetária dos créditos.

Dessa forma, considerando que os lucros ou rendimentos devem advir de esforços do empreendedor ou de outros participantes da oferta e a expectativa de ganho, no caso em comento, deriva da diferença entre o custo de aquisição do precatório e o valor pago pelo ente federado no futuro, entende-se, embora exista expectativa de lucro, que a oferta não caracteriza distribuição de valores mobiliários, tratando-se de mera operação de capitalização.

O aumento no preço dos *tokens* resultante de variáveis externas ao empreendedor, como em decorrência de aumento na inflação ou das *commodities*, que impactem a oferta e a demanda pelo ativo subjacente, não pode ser considerado lucro nos termos do *Howey Test*.<sup>29</sup>

Por fim, conforme bem pontuado por Costa (2022), se não há esforço do empreendedor alocado na valorização do ativo, a sua oferta não caracteriza a negociação de valor mobiliário, pois, pelo que se apurou, “a caracterização de valor mobiliário depende que o esforço seja realizado posteriormente à captação pública de recursos financeiros dos investidores”. A conclusão do autor teve como base a análise dos Processos Administrativos Sancionadores CVM 19957.009925/2017-00, 19957.008081/2016-91, 19957.008445/2016-32, 19957.000457/2020-03 e o Processo Administrativo CVM 19957.009524/2017-41, por meio dos quais se verificou que o “esforço do empreendedor ou de terceiro” é imprescindível para que o objeto negociado, a exemplo de *tokens*, seja classificado como valor mobiliário. Ademais, em seu estudo, pontuou que, nos processos administrativos, a CVM sempre trata o lucro do investidor como resultado do “empreendimento a ser desenvolvido”. Isto é, o lucro não pode ter como base um esforço que não seja relacionado ao dinheiro captado, ele deve ser diretamente vinculado aos recursos obtidos dos investidores e posteriormente aplicados em alguma atividade.

Ressalta-se, entretanto, entendimento recente da CVM externado por meio do Ofício-Circular 6/2023/CVM/SSE, oportunidade em que a autarquia manifestou o seu posicionamento quanto aos prestadores de serviço envolvidos na atividade de “tokenização”, consultores de crédito, estruturados e cedentes de direitos creditórios. Por meio deste entendimento, a CVM parece ampliar demasiadamente o conceito de valor mobiliário, em caminho contrário a toda a lógica envolvida pelo já citado *Howey Test*, bem como por suas decisões anteriores supracitadas: afirmou

---

<sup>29</sup> “Price appreciation resulting solely from external market forces (such as general inflationary trends or the economy) impacting the supply and demand for an underlying asset generally is not considered “profit” under the Howey test.” (Securities and Exchange Commission, 2019, p. 06)

a autarquia que “o esforço do empreendedor ou de terceiros, como detalhado no OC 4/2023, pode ser identificado na atividade de estruturação da oferta pública ou na formatação e cálculo da remuneração que será oferecida” (Brasil, 2023).

Pela interpretação desse trecho em específico, é possível chegar à conclusão que qualquer atividade de estruturação de oferta ou até mesmo de simples cálculo de remuneração poderia ser considerada como valor mobiliário para fins de atração da competência da CVM, posicionamento este que não parece razoável diante de toda a fundamentação anteriormente demonstrada.

Ao mesmo tempo, nesse ofício a CVM propositalmente deixou um espaço interpretativo aberto para que os agentes de mercado verifiquem se cada oferta realizada se adequa às diretrizes publicadas pela CVM não somente neste ofício, como também no PO 40 e Ofício-Circular 4/23 (Brasil, 2023). Logo, em que pese a aparente abertura conceitual quanto aos valores mobiliários feita pelo regulador, uma análise conjuntural do caso dos precatórios continua a apontar pela inexistência de enquadramento no conceito discutido.

### 3.2 Tokens baseados em direitos creditórios relacionados ao Mecanismo de Solidariedade

#### 3.2.1 Mecanismo de Solidariedade

O Mecanismo de Solidariedade foi inicialmente previsto pela Fifa no ano de 2000, por meio do Regulamento sobre o Status e Transferência de Jogadores da Fifa (*Regulations on the Status and Transfer of Players* – Fifa) que possui última versão datada de outubro de 2020 (Regulations, 2020). A entidade prevê que se um atleta profissional de futebol for transferido antes do término do período de vigência do seu contrato atual, qualquer outro clube que tenha contribuído para sua educação e treinamento deverá receber uma proporção dos recursos financeiros pagos ao clube que venha vendê-lo ou emprestá-lo (Regulations, 2020, p. 30).

A Fifa estabelece que, se um clube adquire os direitos econômicos de um atleta profissional no curso de um contrato já vigente (excluem-se, portanto, as transferências pós-término de contratos, posto que não envolvem compensações financeiras), transferindo-se de um clube para outro, 5% do valor pago pelo adquirente dos direitos do atleta deverá ser direcionado aos clubes que participaram de sua formação. Essa “contribuição solidária” é paga conforme o número de anos em que o atleta ficou registrado no clube entre o seu 12<sup>o</sup> e 23<sup>o</sup> aniversário.<sup>30</sup>

A Fifa determina ainda que a contribuição solidária deverá ser paga inclusive em caso de empréstimo de atletas, desde que esse envolva compensações financeiras. Quanto ao procedimento de pagamento, a determinação é que o clube adquirente deverá pagar a contribuição solidária aos clubes formadores em até trinta dias contados do registro do atleta junto ao novo clube ou, em caso de pagamentos atrelados a eventos futuros,<sup>31</sup> trinta dias depois de realizados esses pagamentos (Regulations, 2020, p. 78).

<sup>30</sup> Season of 12<sup>th</sup> birthday: 5% of 5% of any compensation; season of 13<sup>th</sup> birthday: 5% of 5% of any compensation; season of 14<sup>th</sup> birthday: 5% of 5% of any compensation; season of 15<sup>th</sup> birthday: 5% of 5% of any compensation; season of 16<sup>th</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation; season of 17<sup>th</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation; season of 18<sup>th</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation; season of 19<sup>th</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation; season of 20<sup>th</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation; season of 21<sup>st</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation; season of 22<sup>nd</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation; season of 23<sup>rd</sup> birthday: 10% of 5% of any compensation (Regulations, 2020, p. 77).

<sup>31</sup> A Fifa se refere a tal modalidade como “contingent payments”. No caso específico da transferência de atletas, o preço estipulado pela compra e venda dos direitos federativos pode estar atrelado ao atingimento de metas do próprio atleta (exemplo: se o atleta fizer um determinado número de gols em sua temporada de estreia, o clube adquirente deverá pagar 20% a mais do que o valor inicialmente estipulado, tendo o clube formador novamente o direito de receber sua proporção sobre esses 20% adicionais).

É importante citar, por fim, que os clubes de futebol brasileiros terão direito a receber tal compensação financeira prevista pela Fifa apenas quando ocorrer transações internacionais (ou seja, quando o atleta que foi formado no Brasil, atuando em outro clube, for negociado com clube de futebol sediado no exterior).

Os clubes também terão direito, entretanto, a receber compensação financeira por meio do Mecanismo de Solidariedade em caso de transferência nacional dos atletas, mas amparados desta vez pela Lei 6.615/1998, conhecida como Lei Pelé. O art. 29-A da referida norma, inserido pela Lei 12.395/2011, prevê mecanismo semelhante ao da Fifa, com diferenças somente na distribuição dos pagamentos por idade realizado: 1% sobre os 5% para cada ano de formação do atleta dos 14 aos 17 anos de idade, inclusive (inciso I); 0,5% sobre os 5% para cada de ano de formação do atleta dos 18 aos 19 anos de idade, inclusive (inciso II) (Brasil, 1998). Quanto ao prazo de pagamento, o § 3º também fixou trinta dias, contados a partir da efetiva transferência.

O Mecanismo de Solidariedade, portanto, será devido ao clube que participou da formação do atleta em caso de transferências nacionais (Lei Pelé) e internacionais (Fifa), alterando somente as faixas de idade para cada caso.

### 3.2.2 Casos Vasco e Cruzeiro e o Ofício CVM/SRE 15/2020

Em 2020, o Club de Regatas Vasco da Gama (citado no texto como Vasco) submeteu uma consulta na CVM objetivando esclarecer se *tokens* baseados em direitos creditórios relacionados ao Mecanismo de Solidariedade seriam considerados como valores mobiliários à luz da legislação e regulação brasileira atual. A resposta dada pela CVM, segundo o próprio Vasco divulgou, foi pelo Ofício Circular CVM/SRE 15/2020, oportunidade em que o órgão regulador indicou não se tratar de um contrato de investimento coletivo e, conseqüentemente, não se tratar de um valor mobiliário (Vasco, 2020). Diante dessa resposta, o clube efetivamente emitiu e comercializou os referidos *tokens* em parceria com a *exchange* de criptoativos Mercado Bitcoin (Vasco, 2020), sem a necessidade de registro na CVM.

Logo após, o Cruzeiro Esporte Clube<sup>32</sup> (citado no texto como Cruzeiro), em parceria com a sociedade empresária Liqi Digital Asset (Liqi), divulgou o lançamento de um *token* que possuía a mesma natureza, mas com algumas características distintas (Gregorio, 2021). O Cruzeiro se baseou no Ofício CVM/SRE 15/2020<sup>33</sup> para apontar aos investidores que não se tratava de um contrato de investimento coletivo, eximindo-se, portanto, do registro na CVM.

Os *tokens* comercializados pelos clubes, em resumo, conferem aos investidores o direito de participarem de eventuais recursos financeiros recebidos pelos clubes a título do Mecanismo de Solidariedade explicado anteriormente, tanto por transações internacionais quanto nacionais. Os *tokens* somente serão remunerados quando os clubes receberem tais recursos por vendas ou empréstimos de jogadores que já atuam fora de Vasco ou Cruzeiro, uma vez que o Mecanismo de Solidariedade não é pago ao clube quando ele mesmo vende ou empresta seus jogadores. Em tese, o esforço do empreendedor (clube) está concentrado em estruturar as suas categorias de base para que formem atletas que possuam valor de mercado suficiente para gerar rendimentos

---

32 Cita-se “Cruzeiro Esporte Clube” e não “Cruzeiro Esporte Clube – Sociedade Anônima do Futebol” (SAF), uma vez que a SAF do Cruzeiro só foi constituída em 6/12/2021. A emissão dos *tokens*, portanto, foi feita em data pretérita à SAF pelo próprio clube.

33 Interessante ressaltar que nesta época ainda não havia sido publicado o Ofício-Circular 6/2023/CVM/SSE, citado no capítulo anterior. Diante deste posicionamento atual, não é possível afirmar se uma nova consulta realizada à CVM teria o mesmo posicionamento exposto no Ofício CVM/SRE 15/2020, fato este que merece atenção dos agentes de mercado quando do planejamento de novas ofertas semelhantes.

financeiros não apenas quando de sua primeira venda ou empréstimo, mas nas demais transações que ocorram ao longo de sua carreira entre outros clubes. Pode-se afirmar que tal esforço é considerável, uma vez que, sem a contínua formação e investimento em jovens jogadores pelos clubes, diminuem-se consideravelmente os valores que em tese receberão no futuro por meio do Mecanismo de Solidariedade.

O raciocínio acima quanto ao esforço pretérito do empreendedor, entretanto, aplica-se mais ao caso do Vasco, motivo pelo qual os casos dos dois clubes devem ser analisados separadamente. Enquanto o Vasco selecionou um conjunto *numerus clausus* de apenas doze jogadores que já atuam fora do clube para remunerar os *tokens* (Vasco, 2020), o Cruzeiro, por outro lado, não estabeleceu um rol taxativo de jogadores. Há uma previsão divulgada pelo clube, na análise financeira realizada, que será abrangido um conjunto de aproximadamente 219 jogadores, inclusive os que ainda atuam pelo clube, com previsão expressa ainda de que o direito de outros jogadores que venham a ser contratados pelo clube no futuro poderá ser considerado, caso ocorram transferências nacionais ou internacionais no período de validade do *token* (Liqi, 2021).

Nota-se que, no caso do Vasco, mesmo que o clube diminua consideravelmente o seu investimento em jovens atletas, não haverá repercussão financeira nos *tokens* adquiridos pelos investidores. Já no caso do Cruzeiro, como o direito sobre o recebimento via Mecanismo de Solidariedade de qualquer jogador formado no clube faz parte dos *tokens* comercializados, somando-se ao fato de que o clube retém obrigatoriamente 60% destes *tokens* (ou seja, também será remunerado pelo Mecanismo de Solidariedade), há o interesse direto do empreendedor de, ao menos, manter o nível de formação de jovens atletas que possuam valor de mercado para futuras transações.

É fato inegável que ambos os clubes se esforçaram consideravelmente para participar da formação dos jogadores que integram o grupo passível de remunerar os *tokens*, independentemente de o número de jogadores do Vasco ser menor. Há, de fato, um esforço pretérito à emissão dos *tokens* por parte dos clubes para a formação desses atletas. Contudo, no caso específico do Cruzeiro, questiona-se se tal esforço se limita a momento pretérito, uma vez que os jogadores que se encontram atualmente no clube, bem como os que serão formados no futuro, também poderão gerar remuneração aos *tokens* emitidos no intervalo de 6 anos de sua vigência (Cruzeiro, 2021). Como o clube possui interesse direto na remuneração durante esses 6 anos de vigência dos *tokens*, por deter a sua maior parte (60%), questiona-se se realmente não há um constante e preponderante esforço de sua parte para manter (ou elevar) os padrões de suas categorias de base e nos investimentos em jovens atletas.<sup>34</sup>

Partindo para a análise do Ofício CVM/SRE 15/2020,<sup>35</sup> não se identifica em nenhum momento o enfrentamento da questão do momento do esforço do empreendedor. O superintendente Luis Miguel R. Sono, que assina o Ofício, afirma que houve consulta tanto à Procuradoria Federal Especializada (PFE) quanto à Superintendência de Relações com o Mercado de Intermediários (SMI), para que cada órgão interno da CVM se manifestasse quanto ao enquadramento dos *tokens* do Vasco como valores mobiliários ou não. Ambos entenderam por haver uma oferta pública (primeira pergunta do *Howey Test*), formalizada por um título ou contrato (segunda pergunta), realizada por meio de investimento coletivo (terceira pergunta) e que gera direito de participação, parceria ou remuneração (quarta pergunta). Entretanto, não identificaram o fato de que a remuneração

---

<sup>34</sup> O questionamento é de tal forma relevante, necessitando de um estudo à parte para a sua análise, o que provavelmente será realizado pelos autores em outra oportunidade.

<sup>35</sup> Como o referido ofício não foi divulgado pela CVM, nem qualquer nota que esclarecesse a situação, realizamos pedido via Portal da Transparência do Governo Federal para ter acesso ao seu conteúdo. Registrado sob o 18820.000889/2021-70, o acesso foi concedido pela CVM na data de 6 de agosto de 2021, oportunidade em que foi possível verificar os fundamentos utilizados para dispensar a oferta pública de *tokens* do Vasco de registro junto a CVM.

oferecida teria origem nos esforços do empreendedor<sup>36</sup> ou de terceiros (quinta pergunta). Como no *Howey Tropical* há necessidade de subsunção dos fatos aos cinco requisitos, o entendimento foi de que o *token* do Vasco não se tratava de um valor mobiliário.

O fundamento utilizado pelo regulador é que não seria possível verificar um empreendimento propriamente dito e que eventual ganho seria oriundo da ação preponderante de três atores que não fariam parte da oferta pública: o jogador, o clube que detém seu passe e o clube que irá adquirir o seu passe (Brasil, 2020). Segundo a CVM, “o Clube não possui, no momento da oferta, qualquer ingerência sobre eventuais ganhos a serem auferidos pelos investidores, uma vez que as Futecoins se referem aos jogadores que já não estão mais no Clube quando da emissão dos criptoativos”<sup>37</sup> (Brasil, 2020).

Quanto ao fato de que o ganho seria oriundo da ação dos três atores acima delimitados, questiona-se primeiramente se o esforço do Vasco<sup>38</sup> em investir na formação dos doze atletas no passado não foram preponderantes para que estes possuam hoje valor de mercado. Entende-se que, mesmo que os clubes tenham se esforçado em momento pretérito à emissão dos *tokens* para a formação e captação de jovens atletas promissores, não há como vincular esse esforço ao resultado posterior alcançado pelos investidores quando da ocorrência de alguma transferência. No caso do Cruzeiro, há realmente uma dúvida se o esforço contínuo do clube não deve ser considerado, uma vez que os jogadores que possuem contrato com o clube atualmente também fazem parte do conjunto de atletas passíveis de gerarem rendimentos por transferências futuras entre clubes terceiros. Entretanto, tal esforço seria presente, e não pretérito. O esforço realizado pelos clubes em momento anterior à emissão dos *tokens*, ao que tudo indica, não é vinculado a transações posteriores que ocorram entre terceiros, nem mesmo é possível apontar que há vinculação direta entre eventual transação ocorrida e o fato do atleta ser formado em determinado clube. O clube que adquire os direitos federativos de um jogador, apesar de poder levar o fato em consideração, não se vincula preponderantemente pelo clube em que ele foi formado, mas sim pelo seu momento atual e recente desempenho. O histórico do atleta é certamente levado em consideração, mas não é preponderante para que uma transação se concretize.

Essa não é uma questão simples de ser enfrentada, tendo em vista tanto o caráter inovador desta modalidade de *token*, quanto o ineditismo do questionamento acerca do esforço pretérito do empreendedor ou de terceiros. Considerando que o inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976 nada trata sobre o momento do esforço realizado pelo empreendedor, bem como a aparente desvinculação do esforço pretérito dos clubes em formar jovens atletas com as vendas e empréstimos posteriormente realizados,<sup>39</sup> conclui-se, com base no *Howey Tropical*, que não é possível haver enquadramento do investimento como valor mobiliário.

No tópico a seguir, será tratado caso que difere dos presentes na medida em que a CVM entendeu tratar-se de oferta pública de valor mobiliário.

---

36 Frisa-se novamente que não é possível afirmar que este é o atual posicionamento da CVM, diante da publicação do Ofício-Circular 6/2023/CVM/SSE, que aparentemente ampliou demasiadamente o conceito de valor mobiliário, notadamente quanto a quinta pergunta do *Howey Test*.

37 Novamente se questiona quanto à aplicabilidade de tal entendimento ao caso específico do Cruzeiro, uma vez que o seu *White Paper* se refere tanto a jogadores que estão no clube no momento da emissão, como também os que futuramente venham a ser adquiridos.

38 No caso do Vasco, a título de curiosidade, houve remuneração por parte da própria exchange (Mercado Bitcoin) em momento anterior ao que os *tokens* foram lançados ao mercado: a exchange adquiriu 20% da totalidade dos *tokens* emitidos pela cifra de 10 milhões de reais. Houve, dessa forma, remuneração ao empreendedor em momento pretérito ao *token* ser oficialmente lançado ao público.

39 O caso do Cruzeiro em específico merece maiores estudos, posto que o seu esforço presente e contínuo durante o intervalo de vigência do *token* aparentemente é vinculado ao maior sucesso do investimento.

### 3.3 *Panela FC versus tokens* baseados em direitos creditórios relacionados ao Mecanismo de Solidariedade: diferença substancial entre os casos

Em junho de 2015, anteriormente aos casos dos *tokens* baseados em direitos creditórios relacionados ao Mecanismo de Solidariedade, a CVM julgou caso semelhante envolvendo a sociedade empresária *Panela Futebol Clube Intermediações de Negócios LTDA. (Panela FC)*, à época proprietária do sítio eletrônico conhecido como *Panela FC*. A CVM constatou que o *Panela FC* ofereceu, em página na rede mundial de computadores, oportunidades de investimento utilizando-se de apelo ao público para celebração de contratos que, da forma como foram ofertados, enquadravam-se no conceito legal de valor mobiliário. O processo foi instaurado a partir das seguintes informações fornecidas publicamente pela sociedade:

O *Panela FC* funciona bem simples. Aqui você pode adquirir cotas dos direitos econômicos de atletas de futebol profissional. Adquirindo esses direitos, você ajuda os clubes brasileiros a manter os seus talentos por mais tempo e além disso, você poderá ganhar dinheiro numa possível futura venda desse atleta! (Brasil, 2015).

A autarquia analisou a proposta de investimento ofertada pelo *Panela FC* e constatou a existência de resposta positiva a todas as perguntas do *Howey Tropical*, concluindo haver subsunção ao conceito inscrito no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976.

Notaram-se semelhanças com os *tokens* estudados no subcapítulo anterior em cinco respostas das seis perguntas do *Howey Tropical*. Veja-se as conclusões do regulador:

1. Há investimento? Sim. Os investidores aplicam recursos financeiros, de acordo com a Cláusula Segunda do Contrato. A intenção de se obter um ganho derivado desse investimento fica evidenciada na previsão de distribuição de rendimentos conforme as Cláusulas Primeira e Quarta do Contrato. 2. Esse investimento foi formalizado por um título, ou por um contrato? Sim, o “Instrumento Particular Contrato de Aquisição a Porcentagem de Direitos Econômicos de Atletas Profissionais de Futebol”. 3. O investimento foi coletivo? Sim, na medida em que foi oferecido indistintamente ao público em geral por meio de website. A oferta ao público em geral também é mencionada expressamente na Cláusula Terceira do Contrato. 4. Alguma forma de remuneração foi oferecida aos investidores? Sim. Há distribuição do resultado da venda de atletas profissionais de futebol, conforme as Cláusulas Quarta, Décima e Décima Terceira do Contrato [...] 6. Os contratos foram ofertados publicamente? Sim, a proposta de investimento foi ofertada ao público em geral por meio de seu website – [www.panelafc.com.br](http://www.panelafc.com.br). A oferta ao público em geral também é mencionada expressamente na Cláusula Terceira do Contrato. (Brasil, 2015).

A diferença substancial entre os casos, contudo, encontra-se na resposta à quinta pergunta, intitulada “a remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?”. O regulador respondeu positivamente para o caso do *Panela FC*, apontando que os investidores receberam remuneração sem realizar qualquer esforço além de entregar moeda ao *Panela FC* (Brasil, 2015).

Apesar de não constar no Memorando 29/2015-CVM/SER (Brasil, 2015), que não entra em maiores detalhes sobre as justificativas que basearam a decisão, só existe uma justificativa para que a resposta a essa pergunta tenha sido positiva: no caso do *Panela FC*, os investidores adquiriam



os direitos econômicos dos jogadores que ainda estavam nos clubes vinculados à proposta de investimento. Como os jogadores ainda estavam no clube, havia esforço direto tanto do Panela FC, quanto do clube envolvido, para realizar a venda dos direitos econômicos desses jogadores. Havia fácil identificação do esforço do empreendedor (Clubes) e de terceiros (Panela FC) para realização das vendas em valores superiores aos direitos econômicos adquiridos pelos investidores.

No caso dos *tokens* do Vasco e do Cruzeiro, tanto os clubes quanto as plataformas que receberam as ofertas públicas não possuíam ingerência direta sobre as negociações dos jogadores, o que levou a CVM a responder negativamente a essa mesma resposta.

#### 4 Riscos inerentes ao negócio jurídico que serve de lastro aos *tokens*

Considerando que há um esforço pretérito à emissão dos *tokens* que é formalizado por contratos de cessão de crédito<sup>40</sup> com os titulares originários dos direitos, cumpre fazer uma reflexão acerca dos riscos que envolvem esse negócio, posto que podem impactar no cumprimento da obrigação futura e rendimento dos investidores (adquirentes de *tokens*).

A cessão de crédito é negócio jurídico bilateral em que, por meio de contrato, transfere-se a posição de titular do direito de crédito na relação negocial a terceiro estranho a relação obrigacional de origem. Com o negócio efetivado, salvo estipulação em contrário, transfere-se todos os acessórios, como correção, juros, multa e garantias.<sup>41</sup>

Embora não seja imposta às partes forma específica para a realização do negócio, a cessão é ineficaz perante terceiros caso não seja firmada por instrumento público ou particular revestido das solenidades do § 1º do art. 654 do Código Civil.<sup>42</sup> Para se transmitir os direitos decorrentes de precatório ou de atletas, é suficiente as declarações de vontade do cedente e do cessionário, sendo dispensável a participação do devedor que deve somente ser notificado da cessão (Gomes, 2019c, p. 161).

Pode-se dizer que um dos principais riscos envolvendo esse negócio é a penhora do crédito que serve de lastro aos *tokens* antes do adimplemento, em virtude de ser configurada fraude à execução em outra ação. Essa situação poderá ocorrer, entre outros motivos, caso o cedente, na data da cessão de crédito, tenha plena ciência de que contra ele tramitava ação capaz de reduzi-lo à insolvência.<sup>43</sup>

Nos termos do art. 835 do CPC/2015, a penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem: I – dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira; II – títulos da dívida pública da União, dos Estados e do Distrito Federal com cotação em mercado; III – títulos e valores mobiliários com cotação em mercado; IV – veículos de via terrestre; V – bens imóveis; VI – bens móveis em geral; VII – semoventes; VIII – navios e aeronaves; IX – ações e quotas de sociedades simples e empresárias; X – percentual do faturamento de empresa devedora; XI – pedras e metais preciosos; XII – direitos aquisitivos derivados de promessa de compra e venda e de alienação fiduciária em garantia; XIII – outros direitos.

Sendo assim, caso a cessão de crédito se configure como fraude contra credores e o credor do cedente (devedor em outra ação) requerer a penhora dos créditos (precatório ou mecanismo de

---

40 Como exemplo, ver o “Resumo do Termo de Emissão de Tokens, Cessão de Provento Econômico e Outras Avenças” (RESUMO..., 2021) publicado pela emissora Liqi, em relação ao caso do Cruzeiro. Trata-se de caso evidente de um negócio jurídico de cessão de direitos creditórios, chamados pelo clube de “cessão de provento econômico” em seu item 1.1.

41 BRASIL. Código Civil. Art. 287. *Salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios.*

42 BRASIL. Código Civil. Art. 288.

43 BRASIL. Código de Processo Civil de 2015. Art. 792. *A alienação ou a oneração de bem é considerada fraude à execução: IV – quando, ao tempo da alienação ou da oneração, tramitava contra o devedor ação capaz de reduzi-lo à insolvência.*

solidariedade), é imprescindível que siga essa ordem na busca de ser reparado pelos prejuízos. É importante ressaltar que ambos os direitos de crédito analisados no presente artigo se enquadram no inciso XIII, ou seja, são os de menor preferência e devem ser penhorados em última hipótese.

Dessa forma, caso algum credor do emissor dos *tokens* já tenha esgotado os incisos I a XII do CPC/2015 na tentativa de adimplemento de seu crédito, existe a possibilidade real do direito creditório relacionado ao *token* ser penhorado para pagamento de débitos executados em juízo, o que provavelmente levará à não remuneração dos investidores.

Ao analisar a situação dos clubes e dos *tokens* de precatórios, entende-se que a situação dos precatórios é menos arriscada, posto que é dever do empreendedor, antes da emissão dos *tokens*, analisar cada crédito e seu titular antes de prosseguir com a cessão. Caso o empreendedor tenha atuado de forma diligente antes de ofertar os *tokens* no mercado, reduz-se as chances de uma penhora em virtude de ação judicial. Ainda, uma vez que precatórios não são bens sujeitos a registro, para que o terceiro adquirente tenha mais chances de ver seu crédito adimplido, deve provar que adotou as cautelas necessárias antes da aquisição, por exemplo, exibindo as certidões negativas de débitos e de distribuição de ações judiciais.<sup>44</sup> Por outro lado, considerando que os clubes Vasco e Cruzeiro se encontram em um conturbado momento financeiro,<sup>45</sup> além de o segundo já possuir deferimento do processamento de sua Recuperação Judicial,<sup>46</sup> entende-se que os créditos vinculados aos *tokens* relacionados ao mecanismo de solidariedade possuem maior chance de serem penhorados.

Nesse caso específico, como há possibilidade jurídica em nosso ordenamento processual de penhora de direitos creditórios, somada ao fato de ambos os clubes enfrentarem diversos processos judiciais já em fase executória, questiona-se se eventual esforço dos clubes para desconstituir eventuais penhoras sobre tais direitos não seria considerado como um esforço do empreendedor para o alcance do sucesso do empreendimento. No caso do Cruzeiro, como houve deferimento do processamento da Recuperação Judicial, os credores concursais foram abarcados pelo *stay period*, período de 180 dias (prorrogável por mais 180) em que ficam suspensas as cobranças de todos os créditos concursais.<sup>47</sup> Por meio desse mecanismo, os credores concursais do Cruzeiro ficam temporariamente impedidos de conseguirem a penhora dos direitos creditórios do clube relacionados ao mecanismo de solidariedade. Caso os credores tivessem sucesso em tais pedidos, tal fato por si só já inviabilizaria completamente o negócio jurídico firmado junto aos investidores, que além de não receberem qualquer remuneração, teriam que pleitear judicialmente o ressarcimento pelos investimentos realizados, aumentando ainda mais a lista de credores do clube. Logo, questiona-se, novamente, se não houve esforço do clube para obstar a penhora dos referidos direitos creditórios, afinal, a Recuperação Judicial embarçou a cobrança judicial de grande parte dos débitos existentes que poderiam chegar até essa etapa de constrição de direitos.

44 BRASIL. Código de Processo Civil de 2015. Art. 792. A alienação ou a oneração de bem é considerada fraude à execução: § 2º No caso de aquisição de bem não sujeito a registro, o terceiro adquirente tem o ônus de provar que adotou as cautelas necessárias para a aquisição, mediante a exibição das certidões pertinentes, obtidas no domicílio do vendedor e no local onde se encontra o bem.

45 Somente na Justiça do Trabalho, o Cruzeiro somava mais de 170 processos, sendo quarenta ações desse tipo ajuizadas somente em 2021 (PIU, 2021), antes do ajuizamento do pedido de Recuperação Judicial. Quanto ao caso específico do Vasco, já há notícia concreta de um processo ajuizado pelo Americano Futebol Clube em que foi determinada a penhora de 30% de qualquer pagamento relativo ao mecanismo de solidariedade, direitos de transmissão e patrocínio (Vasco..., 2021).

46 Informação retirada dos autos 5145674-43.2022.8.13.0024 na data de 6 de março de 2023.

47 BRASIL. Lei 11.101/2005. Art. 6º A decretação da falência ou o deferimento do processamento da recuperação judicial implica: I – suspensão do curso da prescrição das obrigações do devedor sujeitas ao regime desta Lei; II – suspensão das execuções ajuizadas contra o devedor, inclusive daquelas dos credores particulares do sócio solidário, relativas a créditos ou obrigações sujeitos à recuperação judicial ou à falência; III – proibição de qualquer forma de retenção, arresto, penhora, sequestro, busca e apreensão e constrição judicial ou extrajudicial sobre os bens do devedor, oriunda de demandas judiciais ou extrajudiciais cujos créditos ou obrigações sujeitem-se à recuperação judicial ou à falência. [...] § 4º Na recuperação judicial, as suspensões e a proibição de que tratam os incisos I, II e III do *caput* deste artigo perdurarão pelo prazo de 180 (cento e oitenta) dias, contado do deferimento do processamento da recuperação, prorrogável por igual período, uma única vez, em caráter excepcional, desde que o devedor não haja concorrido com a superação do lapso temporal.

É crucial ressaltar o art. 298 do Código Civil de 2002, o qual estipula que, uma vez penhorado, o crédito não pode mais ser transferido pelo credor que estiver ciente da penhora. O legislador impôs uma restrição explícita com o objetivo de impedir que clubes transfiram o crédito após terem sido notificados da penhora.

## Conclusão

A investigação para esclarecer se determinado *token* é valor mobiliário não deve se restringir ao nome que é atribuído ao *token*, mas sim às suas características e na forma com a qual é ofertado ao público. Os *tokens* em si são apenas um código computacional, sendo relevante, portanto, a forma com a qual são vendidos para os usuários/investidores. A distribuição de direitos creditórios por meio de *tokens* é uma forma mais simples de proporcionar a sua aquisição por parte dos investidores e de fomentar o mercado secundário. Ressalte-se que os mesmos direitos podem ser oferecidos ao mercado por meio de contratos e títulos desvinculados a *tokens*.

O objetivo das leis e regulação do mercado de valor mobiliário, baseado no modelo do *full and fair disclosure*, é reduzir a assimetria de informações entre ofertantes e investidores, determinando que a sociedade empresária divulgue informações necessárias para que seja possível aferir, com base nos seus antecedentes, financiamentos, planos e participação financeira, a sua capacidade de realizar um lucro sobre o investimento. Assim, entende-se que o distribuidor que promove a divulgação dos riscos associados à emissão dos *tokens* cumpre com os princípios que norteiam a CVM em seu propósito regulatório, dado que informa os investidores acerca dos riscos.

Por fim, considerando que o objeto deste artigo foi o estudo do esforço do empreendedor ou de terceiros pretérito à emissão do *token* e captação de recursos da poupança popular via plataformas de investimento, a conclusão é que as hipóteses investigadas se trata meramente de negócios jurídicos de capitalização abarcados pelo conceito de “ativo virtual” trazido pelo já citado inciso IV do art. 3º da Lei 14.478/2022. Não se configurariam tais emissões de *tokens* como emissões de valores mobiliários, não atraindo até o momento a competência da CVM para fiscalizá-las e registrá-las, uma vez que o esforço pretérito do empreendedor ou de terceiros não é determinante para o sucesso do empreendimento, com a consequente remuneração dos investidores.

Contudo, considerando que no Brasil cada emissão de *tokens* deve ser analisada individualmente para se concluir se são ou não emissões de valores mobiliários, concluiu-se que os casos analisados merecem novas (e mais profundas) investigações no que tange ao esforço do empreendedor especificamente para evitar constrições judiciais sobre os direitos creditórios relacionados aos *tokens*, uma vez que o ordenamento processual brasileiro não apenas permite que ocorram, como já há casos em que foram constatadas, que, se realizadas em grandes proporções, podem eventualmente inviabilizar os investimentos realizados. Por fim, merece atenção a publicação do Ofício-Circular 6/2023/CVM/SSE, por meio do qual aparentemente a autarquia ampliou consideravelmente o conceito de valor mobiliário aplicável no país.

## Referências

- BRASIL. Lei 6.385/1976, de 7 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.** [S. l.], 7 dez. 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 13 jun. 2021.
- BRASIL. Memorando 29/2015-CVM/SRE. **Comissão de Valores Mobiliários – CVM.** Oferta Irregular de Valores Mobiliários – Processo CVM RJ 2014-11253. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2015/20150630/9744.pdf>. Acesso em: 6 ago. 2021.
- BRASIL. Ofício 15/2020/CVM/SRE. **Comissão de Valores Mobiliários – CVM.** Consulta sobre eventual enquadramento de oferta pública de ativos digitais representativos de direitos creditórios de mecanismo de solidariedade do Club de Regatas Vasco da Gama como oferta pública de valores mobiliários. Acesso em: 6 ago. 2021.
- BRASIL. Ofício-Circular 4/2023/CVM/SSE. **Comissão de Valores Mobiliários – CVM.** Caracterização dos “tokens de recebíveis” ou “tokens de renda fixa” como valores mobiliários. São Paulo, 4 abr. 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sse/oc-sse-0423.html>. Acesso em: 11 jun. 2024.
- BRASIL. Ofício-Circular 6/2023/CVM/SSE. **Comissão de Valores Mobiliários – CVM.** Complemento ao Ofício Circular 4/2023-CVM/SSE - “tokens de recebíveis” ou “tokens de renda fixa”. São Paulo, 05 jun. 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sse/anexos/oc-sse-0623.pdf>. Acesso em: 11 jun. 2024.
- CONHEÇA os novos *utility tokens* do Mercado Bitcoin. Mercado Bitcoin: 2021. Disponível em: [https://blog.mercadobitcoin.com.br/utility-tokens-mercado-bitcoin?\\_ga=2.61247596.1778016998.1631549555-1137664869.1622165857](https://blog.mercadobitcoin.com.br/utility-tokens-mercado-bitcoin?_ga=2.61247596.1778016998.1631549555-1137664869.1622165857). Acesso em: 13 set. 2021.
- CRUZEIRO Token: Talentos da Toca. In: Liqi. [S. l.], 2021. Disponível em: <https://www.liqi.com.br/tokens/cruzeiro-token-talentos-da-toca>. Acesso em: 13 jun. 2021.
- DAI: preço, gráfico e capitalização de mercado. Coin Market Cap, 2021. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/pt-br/currencies/multi-collateral-dai/>. Acesso em: 11 set. 2021.
- EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova lei das S/A. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem.** São Paulo: RT. 124, 2001.
- ERNST; YOUNG. **Tokenization of Assets Decentralized Finance (DeFi).** Volume 1 Spot on: Fundraising & StableCoins in Switzerland. Disponível em: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_ch/topics/blockchain/ey-tokenization-of-assets-broschure-final.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_ch/topics/blockchain/ey-tokenization-of-assets-broschure-final.pdf). Acesso em: 12 ago. 2021.
- EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE. **Blockchain and the General Data Protection Regulation. Can distributed ledgers be squared with European data protection law?** Julho 2019. Disponível em: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2019/634445/EPRS\\_STU\(2019\)634445\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2019/634445/EPRS_STU(2019)634445_EN.pdf). Acesso em: 28 jun. 2020.
- FINMA. **Publishes ‘stable coin’ guidelines.** 2019. Disponível em: <https://www.finma.ch/en/news/2019/09/20190911-mm-stable-coins/>. Acesso em: 10 ago. 2021.

FINMA. **Publishes ICO guidelines**. 2018. Disponível em: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>. Acesso em: 12 ago. 2021.

GOMES, Delber Pinto. Contratos ex machina: breves notas sobre a introdução da tecnologia Blockchain e Smart Contracts. **Revista Eletrônica de Direito**, out. 2018, 3, v. 17. Porto: RED, 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3352031](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3352031). Acesso em: 13 set. 2021.

GREGÓRIO, Rafael. Cruzeiro e Liqi lançam *token* que permite investir em recebíveis do clube por formação de atletas: Criptoativo vai usar tecnologia do bitcoin para criar frações digitais de recebíveis ligados ao mecanismo de solidariedade da Fifa, que remunera os clubes pela formação de jogadores da base. Cruzeiro *Token* deve ser emitido em junho a cerca de R\$ 25, e a iniciativa quer gerar ao menos R\$ 6 milhões para o clube. In: **Valor Investe**. [S. l.], 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/cripto/noticia/2021/05/20/cruzeiro-e-liqi-lancam-token-com-direitos-economicos-de-atletas-formados-no-clube.ghtml>. Acesso em: 13 jun. 2021.

HOINASKI, Fábio. **Tipos de Blockchain: Qual O Melhor Para A Cadeia De Suprimentos?** Disponível em: <https://www.ibid.com.br/blog/tipos-de-blockchain-qual-o-melhor-para-a-cadeia-de-suprimentos/https://www.ibid.com.br/blog/tipos-de-blockchain-qual-o-melhor-para-a-cadeia-de-suprimentos/>. Acesso em: 16 ago. 2021.

IBAÑEZ, Luis-Daniel; O'HARA, Kieron; SIMPERL, Elena. **On Blockchains and the General Data Protection Regulation**. Southampton University Research Paper. 2018. Disponível em: [https://eprints.soton.ac.uk/422879/1/Blockchains\\_GDPR\\_4.pdf](https://eprints.soton.ac.uk/422879/1/Blockchains_GDPR_4.pdf). Acesso em: 18 jun. 2020.

LAUSEN, Jens. **Regulating initial coin offerings?** a taxonomy of crypto-assets. In: Proceedings of the 27th European Conference on Information Systems (ECIS), Stockholm & Uppsala, Sweden. [S.l.: s.n.], 2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3391764](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3391764). Acesso em: 13 set. 2021.

LEE, Samson. **The Next Frontier of Financial Market(I) — Asset Tokenization**. Disponível em: <https://medium.com/@coinstreet.asia/the-next-frontier-of-financial-sector-i-asset-tokenization-2a757a9bdc37https://medium.com/@coinstreet.asia/the-next-frontier-of-financial-sector-i-asset-tokenization-2a757a9bdc37>. Acesso em: 16 ago. 2021.

LEITÃO, Fernanda de Freitas. **A blockchain e a tokenização de bens imóveis**. Migalhas, 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/321284/a-blockchain-e-a-tokenizacao-de-bens-imoveishttps://www.migalhas.com.br/depeso/321284/a-blockchain-e-a-tokenizacao-de-bens-imoveis>. Acesso em: 16 ago. 2021.

LIQI Digital Assets: Valuation de Mecanismo de Solidariedade. In: Pluri Consultoria. [S. l.], 2021. Disponível em: [https://liqi-public-files.s3.us-east-2.amazonaws.com/9f220780-ecce-46cc-b429-b5a68fc85117-relatorio\\_de\\_analise\\_financeira\\_pluri\\_-\\_cruzeiro\\_token.pdf](https://liqi-public-files.s3.us-east-2.amazonaws.com/9f220780-ecce-46cc-b429-b5a68fc85117-relatorio_de_analise_financeira_pluri_-_cruzeiro_token.pdf). Acesso em: 13 jun. 2021.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Os valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Lobo & Lira Advogados, 2021. Disponível em: <https://www.loboelira.com.br/en/os-valores-mobiliarios-2/>. Acesso em: 13 set. 2021.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 59. 1985.

MIGLO, Anton. **STO vs. ICO: A Theory of Token Issues under Moral Hazard and Demand Uncertainty**. *Journal of Risk and Financial Management* 14: 232. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/jrfm14060232>. Acesso em: 31 ago. 2021.

NASCIMENTO, Daniela Pereira do. **O que são plataformas de contratos autônomos?** Entenda sua evolução em 2020. [S.l]: MoneyTimes, 2020. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/o-que-sao-plataformas-de-contratos-autonomos-entenda-sua-evolucao-em-2020/>. Acesso em: 13 set. 2021.

PIERCE, Hester Maria. **Running on Empty: A Proposal to Fill the Gap Between Regulation and Decentralization**. U.S. Securities and Exchange Commission. 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/peirce-remarks-blockress-2020-02-06>. Acesso em: 31 ago. 2021.

PIU, Guilherme. **Sem dinheiro, Cruzeiro acumula mais de 170 processos na Justiça do Trabalho**. UOL: Belo Horizonte, 2021. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/ultimas-noticias/2021/07/08/sem-dinheiro-cruzeiro-acumula-mais-de-170-processos-na-justica-do-trabalho.htm>. Acesso em: 1º set. 2021.

PRADO, Jean. **Ethereum e ether: o que é, pra que serve, cotação e como comprar**. Tecnoblog: 2017. Disponível em: <https://tecnoblog.net/232303/ethereum-ether-comprar-cotacao-grafico/>. Acesso em: 11 set. 2021.

PRINCIPAIS *Tokens* Payments por Capitalização de Mercado. Coin Market Cap, 2021. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/pt-br/view/payments/>. Acesso em: 11 set. 2021.

REGULATIONS on the Status and Transfer of Players: October 2020 Edition (including COVID-19 temporary amendments). In: **Fifa**. [S. l.], 2020. Disponível em: <https://resources.fifa.com/image/upload/regulations-on-the-status-and-transfer-of-players-october-2020.pdf?cloudid=kgl4gp7cl25u7zdbuz7y>. Acesso em: 18 ago. 2021.

RESUMO do Termo. [S.l]: Liqi, 2021. Disponível em: <https://liqi-public-files.s3.us-east-2.amazonaws.com/ab4b0894-82ab-43c0-92c4-b96d1718a627-resumo-termo-de-emissao-de-tokens.pdf>. Acesso em: 1º set. 2021.

ROTH, Jakob; SCHÄR, Fabian e SCHÖPFER Aljoscha. **The Tokenization of Assets: Using Blockchains for Equity Crowdfunding**. 2019. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/335927848\\_The\\_Tokenization\\_of\\_Assets\\_Using\\_Blockchains\\_for\\_Equity\\_Crowdfunding](https://www.researchgate.net/publication/335927848_The_Tokenization_of_Assets_Using_Blockchains_for_Equity_Crowdfunding)[https://www.researchgate.net/publication/335927848\\_The\\_Tokenization\\_of\\_Assets\\_Using\\_Blockchains\\_for\\_Equity\\_Crowdfunding](https://www.researchgate.net/publication/335927848_The_Tokenization_of_Assets_Using_Blockchains_for_Equity_Crowdfunding). Acesso em: 16 ago. 2021.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets**. FinHub. 2019. under the Howey test. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf><https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2021.

SEHRA, Avtar. SMITH, Phil. **Economics of initial coin offerings**. London, UK: Allen & Overy, 2017. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/351626829\\_Economics\\_of\\_Initial\\_Coin\\_Offerings](https://www.researchgate.net/publication/351626829_Economics_of_Initial_Coin_Offerings)[https://www.researchgate.net/publication/351626829\\_Economics\\_of\\_Initial\\_Coin\\_Offerings](https://www.researchgate.net/publication/351626829_Economics_of_Initial_Coin_Offerings). Acesso em: 16 ago. 2021.

TOKEN: o que é, como funciona e como se diferencia da criptomoeda? [S.l.]: Mercado Bitcoin, 2021. Disponível em: <https://blog.mercadobitcoin.com.br/token-o-que-e-como-funciona-e-como-se-diferencia-da-criptomoeda>. Acesso em: 11 set. 2021.

VASCO Token. [S. l.], 2020. Disponível em: <https://www.vascotoken.com.br/>. Acesso em: 18 ago. 2021.

VASCO volta a ter chance de penhora do Americano. Gazeta Press: Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: <https://www.gazetaesportiva.com/times/vasco/vasco-volta-a-ter-chance-de-penhora-do-americano/>. Acesso em: 1º set. 2021.

WHITE PAPER: ReitBZ, powered by BTG Pactual. [S.l.], 2018. Disponível em: <https://dashboard.reitbz.io/whitepaper.pdf>. Acesso em: 13 set. 2021.