

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
FACULDADE DE DIREITO**

DANIELLY RIBEIRO XAVIER DE BRITO

**DESAFIOS REGULATÓRIOS DA DISTRIBUIÇÃO DE TOKENS
IMOBILIÁRIOS**

São Paulo

2023

DANIELLY RIBEIRO XAVIER DE BRITO

**DESAFIOS REGULATÓRIOS DA DISTRIBUIÇÃO DE TOKENS
IMOBILIÁRIOS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado a Faculdade de Direito, da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel(a) em Direito.

Orientadora: Professora Doutora Thaís Cíntia Cárnio.

São Paulo

2023

DANIELLY RIBERO XAVIER DE BRITO

**DESAFIOS REGULATÓRIOS DA DISTRIBUIÇÃO DE TOKENS
IMOBILIÁRIOS**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado a Faculdade de Direito, da
Universidade Presbiteriana Mackenzie, como
requisito parcial para a obtenção do título de
Bacharel(a) em Direito.

BANCA EXAMINADORA

Examinadora: Professora Doutora Thaís Cíntia Cárnio

Examinadora: Professora Doutora Cinira Mello

Examinador: Professor Doutor Fernando Hatada

DESAFIOS REGULATÓRIOS DA DISTRIBUIÇÃO DE TOKENS IMOBILIÁRIOS

Danielly Ribeiro Xavier de Brito¹

Resumo: O presente artigo busca reunir informações para averiguar a possibilidade de distribuição de tokens imobiliários, sem que ocorra a qualificação do ativo como valor mobiliário, a viabilidade de projetos para captação de recursos, seja no mercado primário, fechado ou secundário, e as devidas formas de controle por parte da Comissão de Valores Mobiliários e dos demais órgãos reguladores.

Palavras-chave: Token; CVM; Valores Mobiliários.

Abstract: This article seeks to gather information to investigate the possibility of distributing real estate tokens without qualifying the assets as a securities, the feasibility of projects to raise funds, whether in the primary, closed or secondary market, and the proper forms of control by the Securities and Exchange Commission and other regulatory agencies.

Key words: Token; CVM; Securities.

Sumário: 1. Introdução. 2. Objetivos. 3. Definição de Tokens e Tokens Imobiliários. 4. O Mercado Imobiliário e os Tokens Imobiliários. 5. Os Desafios Regulatórios na Emissão de Tokens. 6. Mercado de Capitais e Valores Imobiliários. 7. Ótica da Comissão de Valores Imobiliários e da *Security U.S Securities and Exchange Commission*. 8. Marco Legal das Criptomoedas. 9. Considerações Finais. Referências.

1 INTRODUÇÃO

As inovações que surgem constantemente no mercado financeiro têm como objetivo trazer ao mercado maior segurança, praticidade e acessibilidade para novos investidores. Com o advento das Criptomoedas, Blockchain e Tokens, a tecnologia em volta desses ativos evoluíram rapidamente, fazendo com que diversos *players* do

¹ Danielly Ribeiro Xavier de Brito graduanda em direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Formação em 1º Semestre de 2023.

mercado buscassem se adequar para aderirem e/ou oferecerem produtos com as novas modalidades.

A Blockchain é uma dessas tecnologias emergentes, e se mostra fundamental na construção de um ambiente integrador dentro de novos modelos descentralizados, trazendo maior transparência e democratização aos processos de negócios, governança e interação social.²

Apesar do surgimento de diversas tecnologias e novas modalidades de investimento no mercado financeiro, é importante ressaltar que cada ativo digital tem um objetivo e propósito específico, ou seja, cabe a cada investidor entender qual o devido objetivo e escolher em qual(is) ativo(s) irá alocar seus recursos.

No presente trabalho, o foco será sobre tokens, mais especificamente, os tokens imobiliários, abordando conceitos, definições, surgimento e qual o objetivo e vantagens em sua utilização.

“Não são poucos, porém, os desafios que acompanham as novas tecnologias, tanto para os agentes de mercado como para o governo”³, isto é, apesar da evolução, ainda existem grandes desafios acerca do tema, tendo em vista a falta de regulamentação, o pouco conhecimento sobre Tokens, o constante surgimento de novas tecnologias e a dificuldade para desenvolver mecanismos sustentáveis e que tenham adesão no mercado. Do ponto de vista regulatório, é imprescindível, encontrar a medida certa da intervenção regulatória a fim de proteger o mercado e os investidores e conciliar os interesses envolvidos, mantendo os incentivos contínuos a novas tecnologias⁴

2 OBJETIVOS

² MARCHESIN, Karina Bastos Kaehler. **Blockchain e Smart Contracts**: As inovações no âmbito do Direito. 1ª edição. São Paulo: Saraiva Educação. 2023. Disponível em: <https://pt.scribd.com/book/628978233/Blockchain-e-Smart-Contracts-as-inovacoes-no-ambito-do-direito> Acesso em: 10 abr. 2022

³ COSTA, Isac. Plunct, Plact, Zum: Tokens, Valores Mobiliários e a CVM. In: PINTO, Alexandre Evaristo; et al. **Criptoativos** – Estudos Regulatórios e Tributários. 1ª edição. São Paulo: Quartier Latin. 2021. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/6548262/mod_resource/content/1/COSTA.%20Plunct%2C%20Plact%2C%20Zum%20-%20tokens%2C%20valores%20mobilia%CC%81rios%20e%20a%20CVM.pdf Acesso em: 10 abr. 2022.

⁴ Ibid.

Neste artigo, tenho o propósito de agrupar uma série de informações, na atual conjuntura, acerca dos desafios jurídicos e econômicos na distribuição de tokens imobiliários e os possíveis critérios que podem implicar sua caracterização como valores mobiliários.

Isto posto, busco sintetizar os principais pontos acerca de: i) Tokens e Tokens Imobiliários; ii) Definição de valores mobiliários e; iii) Ótica da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e da *Securities and Exchange Commission* (“SEC”);

3 DEFINIÇÃO DOS TOKENS E TOKENS IMOBILIÁRIOS.

Inicialmente, os tokens foram criados como um meio de representar símbolos e operações em linguagens de programação. Posteriormente, esse elemento básico em sistemas de programação fora aplicado na criptografia, com o intuito de realizar autenticação e trazer maior segurança em transações online⁵.

Devido a abrangência para sua utilização, foram criados diversos tipos de Tokens que variam em sua função e finalidade. Sucintamente, alguns exemplos são os tokens de autenticação, que confirmam a identidade de usuários em sistemas de login e autenticação⁶.

Por sua vez, os Tokens Imobiliários são representações digitais de um imóvel como um todo ou em parte. Basicamente, quando há “tokenização” de um imóvel, isso significa que houve a transformação de um ativo tangível para um ativo digital.

A partir da tokenização de um imóvel, é possível que potenciais investidores possam comprar, vender ou negociar esses ativos imobiliários em uma plataforma de blockchain, que garante transparência e segurança nas transações.⁷ Além disso, permite que a propriedade seja fracionada em diversas partes, o que aumenta a liquidez desses ativos e reduz custos incumbidos na transação de imóveis, também, proporcionando a possibilidade de investir em imóveis com menores aportes financeiros, tornando esses investimentos mais acessíveis e diversificados.

⁵ TOKENS – História, tipos e aplicações. **Bitfy**. 2023. Disponível em: <https://bitfy.app/tokens-historia-tipos-e-aplicacoes/> Acesso em 15 abr. 2023.

⁶ TOKEN de autenticação: o que é, como funciona e tipos. **TOTVS**. 2023. Disponível em: <https://www.totvs.com/blog/gestao-logistica/token-de-autenticacao/> Acesso em: 08 mai. 2023.

⁷ LOURENÇO, Haroldo; ABDALLA, Carolina. Tokenização de ativos imobiliários. **Conjur**, 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-nov-25/lourenco-abdalla-tokenizacao-ativos-imobiliarios> Acesso em: 02 abr. 2023.

No ano de 2017, a plataforma de blockchain Propy realizou a primeira emissão de um token imobiliário, sendo que a transação envolveu a venda de um apartamento em Kiev, na Ucrânia, para um comprador dos Estados Unidos, Michael Arrington. O americano adquiriu o apartamento localizado em Kiev estimado, na época, no valor de US\$60.000 (sessenta mil dólares) de forma remota, sendo liquidado através de contratos inteligentes da Ethereum e em tokens PRO (Propy), isto é, a compra foi concluída através da emissão de um token imobiliário, que representava a propriedade do apartamento⁸.

4 O MERCADO IMOBILIÁRIO E OS TOKENS IMOBILIÁRIOS

O mercado imobiliário pode ser considerado estável em comparação a outros nichos do mercado financeiro, principalmente no que tange aos preços. Entretanto, o mercado imobiliário é altamente afetado por fatores econômicos, sendo impactado pela taxa de juros, inflação, oferta e demanda do mercado pela procura de imóveis, entre outros fatores⁹. Logo, a estabilidade do mercado imobiliário é afetada de acordo com o contexto econômico e político do local em que se encontra.

Sendo assim, apesar de ser considerado estável, o mercado imobiliário é suscetível a crises que podem gerar grandes impactos na economia da região em que se encontra, podendo, inclusive, gerar graves consequências mundialmente.

Historicamente, há diversos exemplos de crises do mercado imobiliário como, por exemplo, a crise das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos, em 2008, onde o mercado imobiliário passava, até então, por um forte crescimento em razão da expansão de crédito, entretanto, a disponibilidade irrestrita fez com que o país entrasse em colapso, originado pelo excesso de empréstimos hipotecários concedidos, o que mais tarde ocasionou em uma grave crise financeira global, causando uma grande recessão¹⁰.

⁸ PROPY anuncia a primeira compra de imóveis no mundo via Ethereum. **Criptofácil**. 2017. Disponível em: <https://www.criptofacil.com/propy-anuncia-primeira-compra-de-imoveis-no-mundo-via-ethereum/amp/> acesso: 16 abr. 2023.

⁹ 5 FATORES econômicos que afetam o mercado imobiliário. **Imobiliária novo lar**. Atualizado 2023. Disponível em: <https://blog.imobiliarianovolar.net/fatores-economicos-mercado-imobiliario/> Acesso em 16 abr. 2023.

¹⁰ CRISE do subprime: entenda como surgiu, por que aconteceu e quais as lições deixou. **Warren Magazine**. 2021. Disponível em: <https://warren.com.br/magazine/crise-do-subprime/amp/> Acesso em: 08 abr. 2023.

Nesse sentido, o uso de Tokens e a possível emissão de Tokens Imobiliários busca trazer maiores inovações e vantagens para o mercado imobiliário, conseqüentemente o seu uso pode acarretar aumento da transparência e maior segurança nas transações, acessar um novo público, trazer maior agilidade em suas transações, reduzir os custos e aumentar a liquidez dos ativos.

5 OS DESAFIOS REGULATÓRIOS NA EMISSÃO DE TOKENS

Na medida que temos o IPO (*Initial Public Offering*) para realizar a emissão de títulos e captação de recursos no mercado, temos a ICO (*Initial Coin Offering*) para emissão de criptomoedas ou tokens que podem ter diferentes funcionalidades e finalidades, sendo assim uma nova modalidade de captação de recursos dentro do mercado.

Durante uma ICO, a empresa emitente disponibiliza para venda tokens em troca de criptomoedas já estabelecidas, como Bitcoin ou Ethereum, ou podendo ser dinheiro fiduciário. Na captação através do ICO, o projeto ou empresa responsável pela emissão disponibiliza um documento que apresenta detalhes sobre o projeto (*white paper*), contendo informações como o número de tokens que serão emitidos, o preço de venda, o cronograma de lançamento e o uso dos recursos arrecadados¹¹. No que tange ao tema do presente artigo, os tokens imobiliários são uma inovação que vem transformando o mercado imobiliário e enfrenta desafios regulatórios que aguardam uma solução.

Dentre os desafios, o principal enfrentado é a falta de clareza regulatória. Ainda não há uma definição clara sobre como os tokens imobiliários devem ser classificados em termos de regulamentação, gerando incertezas para emissores e investidores. Algumas autoridades regulatórias consideram os tokens imobiliários como valores mobiliários, enquanto outras os consideram como criptomoedas ou commodities. Essa falta de clareza pode dificultar a distribuição desses tokens e limitar seu potencial de mercado.

Outro desafio é a conformidade com as leis de valores mobiliários. Se os tokens imobiliários forem considerados valores mobiliários, a distribuição estará sujeita a leis e regulamentações para proteger os investidores e garantir a integridade do mercado.

¹¹ ICO: um guia essencial sobre as ofertas iniciais de ativos virtuais. **InfoMoney**. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/ico-initial-coin-offering/amp/> Acesso em: 16 abr. 2023.

Isso pode incluir a necessidade de registro do token junto às autoridades regulatórias, a divulgação de informações financeiras e outras obrigações regulatórias. A conformidade com essas leis pode ser um desafio para emissores e investidores, especialmente em jurisdições com regulamentações rigorosas.¹²

6 MERCADO DE CAPITAIS E VALORES MOBILIÁRIOS

De forma abrangente, o mercado de capitais pode ser definido como o conjunto de operações efetuadas entre pessoas jurídicas e físicas pretendendo auferir recursos financeiros através de lucros derivados de seus investimentos¹³.

O mercado de capitais pode ser dividido entre mercado primário e mercado secundário, sendo que no primeiro é onde ocorre a primeira emissão de valores mobiliários por uma empresa, seja por meio de oferta pública ou por colocação privada e, no secundário, por sua vez, ocorre as operações de negociação dos títulos e valores mobiliários emitidos anteriormente no mercado primário, viabilizando a liquidação dos investimentos¹⁴.

A necessidade de regulação de valores mobiliários decorre da importância de se garantir um mercado financeiro transparente e íntegro, capaz de proteger os investidores e fomentar o desenvolvimento econômico.

A regulação é fundamental para assegurar que as empresas emitentes de valores mobiliários forneçam informações precisas e confiáveis sobre seus negócios, possibilitando que os investidores tomem decisões informadas acerca da compra ou venda de ações e outros títulos. A regulação também se faz necessária para coibir práticas de atividades ilícitas, como a manipulação do mercado, o *insider trading* e a divulgação seletiva de informações.

¹² MELLO, José Luiz Homem de et al. **Desafios Regulatórios em torno da emissão e negociação de criptoativos e sandbox como uma possível solução**. INSPER. Disponível em: https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821_Desafios_regulatorios_em_torno_da_emissao_negociacao_criptoativos_e_sandbox_possivel_solucao.pdf Acesso em 16 abr. 2023.

¹³ MERCADO de capitais. **Gov.br**. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/politica-microeconomica/mercado-de-capitais#:~:text=O%20mercado%20de%20capitais%20%C3%A9,de%20servi%C3%A7os%20ou%20do%20processo> Acesso em 08 mai. 2023.

¹⁴ MERCADO Primário x mercado secundário. **Gov.br**. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/como-funciona-a-bolsa/mercado-primario-x-mercado-secundario> Acesso em: 08 mai. 2023.

A regulação estabelece normas claras e padrões éticos de conduta para os participantes do mercado, como corretoras, distribuidoras, administradores de recursos, analistas e consultores.

Assim, a regulação de valores mobiliários é um instrumento relevante para o desenvolvimento econômico, pois estimula a confiança dos investidores e diminui o risco de perda de recursos, incentivando, por conseguinte, o crescimento das empresas, a criação de empregos e o fortalecimento da economia em geral.

Por seu turno, valores mobiliários são títulos ou documentos que representam uma fração do patrimônio de uma empresa ou uma dívida a ser paga por ela, sendo que esses títulos podem ser negociados no mercado financeiro, e seu valor é determinado pela oferta e demanda dos investidores¹⁵.

Os valores mobiliários estão sujeitos a regulação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, que estabelece as regras para sua emissão, negociação e divulgação de informações pelas empresas emissoras, sendo que os investidores devem estar atentos aos riscos envolvidos em cada tipo de valor mobiliário e buscar informações precisas e confiáveis antes de investir.

No mercado de capitais, o tomador de recursos tem relação direta com o detentor da poupança e, por isso, desempenha relevante papel no financiamento da atividade empresarial, uma vez que seu funcionamento permite redução de custos para financiamentos quando comparados com empréstimos bancários.¹⁶

Por causa dessa relação, a Instrução CVM nº 160 de 13 de julho de 2022¹⁷, regula as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários ofertados, objetivando a transparência, proteção e segurança dos interesses do mercado. A referida instrução traz diversos procedimentos e obrigações a serem observadas pelos *players* do mercado, buscando assegurar a veracidade das

¹⁵ VALORES MOBILIÁRIOS. **Diário da República Eletrônico**. Disponível em: <https://dre.pt/dre/lexionario/termo/valores-mobiliarios> Acesso em: 07 mar. 2023.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ BRASIL. **Resolução CVM nº160, de 13 de julho de 2022 com alterações introduzidas pelas resoluções CVM nº 173/22 e 180/23**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020. Disponível em: <file:///C:/Users/user/Downloads/resol160.pdf> Acesso em: 07 mar. 2023.

informações prestadas ao público pelos emissores dos títulos e das instituições financeiras responsáveis pela distribuição.

De acordo com a regulação, são considerados valores mobiliários quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. Logo, nos termos do artigo 2º, da Lei 6.385/76¹⁸:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;
 - II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
 - III – os certificados de depósito de valores mobiliários;
 - IV – as cédulas de debêntures;
 - V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
 - VI – as notas comerciais;
 - VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
 - VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
 - 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.
- §1º Excluem-se do regime desta Lei:
- I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
 - II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

O legislador ao inserir o inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/76, estabeleceu um conceito genérico e flexível, prevendo hipóteses futuras que possam caracterizar um novo ativo como um valor mobiliário.

A inteligência do dispositivo é justamente evitar que inovações (tecnológicas ou não) venham a possibilitar a burla à regulação da CVM. Ou seja, buscou-se evitar o cenário no qual seja emitido um “valor mobiliário de fato”, mas que por não ser um valor mobiliário típico não seria regulado pela CVM, uma vez que não constaria no rol exaustivo do artigo.¹⁹

¹⁸ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidente da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm Acesso em: 07 mar. 2023.

¹⁹ SCHECHTMAN, David. Necessidade de Registro de ICO: Tokens são Valores Mobiliários? **SSRN**. 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3203911 Acesso em: 22 abr. 2023.

Nesse sentido, considerando a abrangência da redação do inciso IX, tendo em mente que o objetivo do legislador era evitar a emissão de novos títulos sem a fiscalização e regulação de acordo com as normas previstas pela CVM, nos resta a seguinte indagação: Os tokens podem ser caracterizados como valores mobiliários?

7 ÓTICA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E DA *SECURITY U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION*.

Desde 2005, a Comissão de Valores Mobiliários vem se posicionando no sentido de que os ativos virtuais, isto é, os tokens, emitidos em uma ICO que conferirem direito de participação no capital ou acordo de remuneração que definam o andamento do negócio do empreendedor, serão tratados como valores mobiliários.

Nesse sentido, os Pareceres de Orientação CVM 32/2005²⁰ e 33/2005²¹, afirmaram que na hipótese prevista acima, a emissão e negociação dos tokens estarão passíveis à regulamentação da autarquia, inclusive no que tange ao registro, auditoria, informações sobre o título, e demais obrigações a serem observadas pelo emissor.

Outra consequência relevante é que, por força dos artigos 15 e 22 da Lei no 6.385/1976 e da Instrução CVM nº 461/2007, se um dado token for considerado como valor mobiliário, sua negociação e intermediação deve ser realizada por meio de integrantes do sistema de distribuição e os ambientes destinados à negociação poderão ser enquadrados como mercado de bolsa ou mercado de balcão organizado. Nessa hipótese, as *exchanges* nas quais estes valores mobiliários são negociados deverão obter o registro de entidade administradora de mercado de bolsa ou de balcão.²²

²⁰ BRASIL. **Parecer de orientação CVM nº 32, de 30 de setembro de 2005.** Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html> Acesso em: 16 abr. 2023.

²¹ BRASIL. **Parecer de orientação CVM nº 33, de 30 de setembro de 2005.** Intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html> Acesso em: 16 abr. 2023.

²² COSTA, Isac. Plunct, Plact, Zum: Tokens, Valores Mobiliários e a CVM. In: PINTO, Alexandre Evaristo; et al. **Criptoativos** – Estudos Regulatórios e Tributários. 1ª edição. São Paulo: Quartier Latin. 2021. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/6548262/mod_resource/content/1/COSTA.%20Plunct%2C%20Plact%2C%20Zun%20-%20tokens%2C%20valores%20mobilia%CC%81rios%20e%20a%20CVM.pdf Acesso em: 12 abr. 2023. p. 7-8.

A CVM editou Parecer de Orientação nº 40/2022, no qual firmou seu entendimento no sentido de que na hipótese de emissão de valores mobiliários para distribuição ao público em geral, todos os participantes da oferta dos tokens estarão sujeitos a regulação aplicável aos valores mobiliários. Ainda, afirmou que de acordo com a prática de mercado, ficou constatado que o token pode representar direitos de recebíveis que, por sua vez, aproximam os tokens do conceito de valor mobiliário.

Ainda que os criptoativos não estejam expressamente incluídos entre os valores mobiliários citados nos incisos do art. 2º da Lei nº 6.385/76, os agentes de mercado devem analisar as características de cada criptoativo com o objetivo de determinar se é valor mobiliário, o que ocorre quando: (i) é a representação digital de algum dos valores mobiliários previstos taxativamente nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76 e/ou previstos na Lei nº 14.430/2022 (i.e., certificados de recebíveis em geral); ou (ii) enquadra-se no conceito aberto de valor mobiliários do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, na medida em que seja contrato de investimento coletivo²³

Portanto, na hipótese de caracterização de um token como valor mobiliário, esses ativos devem respeitar e observar as normas aplicáveis aos valores mobiliários, inclusive as disposições sobre intermediação, escrituração, custódia, depósito centralizado, registro, compensação, liquidação e administração de mercado organizado para negociação.

Inspirado no *Howey Test*²⁴, o Colegiado considerou os seguintes requisitos para definir se um título ou contrato é considerado como valor mobiliário:

- (i) Investimento: aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica;
- (ii) Formalização: título ou contrato que resulta da relação entre investidor e ofertante, independentemente de sua natureza jurídica ou forma específica;
- (iii) Caráter coletivo do investimento;
- (iv) Expectativa de benefício econômico: seja por direito a alguma forma de participação, parceria ou remuneração, decorrente do sucesso da atividade referida no item (v) a seguir;
- (v) Esforço de empreendedor ou de terceiro: benefício econômico resulta da atuação preponderante de terceiro que não o investidor;
- (vi) Oferta pública: esforço de captação de recursos junto à poupança popular²⁵

²³ BRASIL. **Parecer de Orientação CVM nº40, de 11 de outubro de 2022.** Os CriptoAtivos e o Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em: file:///C:/Users/user/Downloads/Pare040.pdf Acesso em: 16 abr. 2023.

²⁴ Caso SEC v. W. J. Howey Co., que foi julgado pela Suprema Corte norte-americana no ano 1946. Foi criado o *Howey Test*, que consiste em fazer perguntas e, caso todas sejam respondidas afirmativamente, o ativo financeiro em questão é considerado um valor mobiliário.

²⁵ BRASIL. **Parecer de Orientação CVM nº40, de 11 de outubro de 2022.** Os CriptoAtivos e o Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em: file:///C:/Users/user/Downloads/Pare040.pdf Acesso em: 16 abr. 2023.

Recentemente, a CVM publicou, em 04 de abril de 2023, ofício circular nº 4/2023/CVM/SSE²⁶ a fim de orientar os prestadores de serviços com envolvimento em atividades de tokenização sobre a natureza de valores mobiliários de “tokens de recebíveis” e “tokens de renda fixa”.

De acordo com a área técnica, os tokens de recebíveis possuem algumas características como a oferta através das casas de *exchanges* ou tokenizadoras, a representatividade de títulos de dívida ou direitos creditórios com os pagamentos de juros, amortização e remuneração.

A autarquia federal entende que quando um token possui essas características, equipara-se a operações de securitização, sendo, portanto, um valor mobiliário. Além disso, a CVM reforçou que as presenças das características estabelecidos pelo Parecer de Orientação CVM 40, reforça a caracterização de um token como valor mobiliário.

Por sua vez, a SEC é a Comissão de Valores Mobiliários americano, sendo a entidade reguladora responsável pela supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários. Em relação à classificação de tokens como valores mobiliários, a SEC vem se posicionando no sentido de que deve ser analisado cada caso concreto para determinar se um token específico pode ou não ser considerado um valor mobiliário.

De acordo com a SEC, tokens vendidos como parte de uma oferta inicial de moedas (ICO) podem ser considerados valores mobiliários, dependendo de como são comercializados e da natureza do token em si. Em geral, se um token é vendido como um investimento que possui expectativa de lucro pelos investidores, pode ser considerado um valor mobiliário.

Em 2013, a SEC teve sua primeira manifestação sobre moedas virtuais, momento em que a autarquia informou sobre as pirâmides financeiras que estavam sendo realizadas através das criptomoedas. Restou demonstrado, a preocupação do órgão regulador quanto as novas modalidades utilizadas no mercado advindas da evolução tecnológica. No cerne das preocupações da SEC, estava a possível fraude e os investimentos de grande risco.

²⁶ BRASIL. **Ofício Circular CVM/ SSE, de 04 de abril de 2023.** Caracterização dos “tokens de recebíveis” ou “tokens de renda fixa” como valores mobiliários”. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sse1/oc-sse-0423.html> Acesso em: 16 abr. 2023.

A SEC tem investigado e tomado medidas legais contra empresas que oferecem tokens sem registro adequado ou em violação das leis de valores mobiliários. Alguns casos julgados pela SEC incluem:

I) Caso Telegram²⁷: Em 2019, a SEC entrou com uma ação contra a Telegram por realizar uma oferta ilegal de tokens em sua plataforma blockchain, a TON. A SEC alegou que os tokens vendidos pela Telegram eram considerados valores mobiliários e que a empresa não havia registrado a oferta adequadamente. Em 2020, a Telegram concordou em devolver US\$ 1,2 bilhão aos investidores e pagar uma multa de US\$ 18,5 milhões à SEC para encerrar a ação.

II) Caso Block.one²⁸: Em setembro de 2019, a SEC anunciou um acordo com a Block.one, uma empresa de blockchain que realizou uma oferta de tokens não registrada. A SEC alegou que os tokens EOS vendidos pela Block.one eram valores mobiliários e que a empresa não havia registrado adequadamente a oferta. A Block.one concordou em pagar uma multa de US\$ 24 milhões à SEC para encerrar a ação.

III) Caso Kik²⁹: Em junho de 2019, a SEC entrou com uma ação contra a Kik Interactive por realizar uma oferta não registrada de tokens em sua plataforma Kin. A SEC alegou que os tokens Kin eram valores mobiliários e que a Kik não havia registrado adequadamente a oferta. Em outubro de 2019, a Kik concordou em pagar uma multa de US\$ 5 milhões à SEC para encerrar a ação.

Recentemente, o presidente da SEC, Gary Gensler, enviou proposta para que as *exchanges* atuantes do mercado sejam passíveis de registro perante o órgão regulador. Nesse sentido, Gary afirmou:

make no mistake: many crypto trading platforms already come under the current definition of an exchange and thus have an existing duty to comply with the securities laws. Investors in the crypto markets must receive the same time-tested protections that the securities laws provide in all other markets. I

²⁷ "New and innovative businesses are welcome to participate in our capital markets but they cannot do so in violation of the registration requirements of the federal securities laws," said Kristina Littman, Chief of the SEC Enforcement Division's Cyber Unit.

²⁸ "Companies that offer or sell securities to US investors must comply with the securities laws, irrespective of the industry they operate in or the labels they place on the investment products they offer.", said Stephanie Avakian, Co-Director of the SEC's Division of Enforcement.

²⁹ "Issuers seeking to use the public markets to capitalize their businesses may not evade the registration requirements of the federal securities laws," said Kristina Littman, Chief of the SEC Enforcement Division's Cyber Unit

*welcome additional public comment on all aspects of the proposal in light of the information in this supplemental release.*³⁰

De acordo com o presidente da autarquia, as plataformas de *exchanges* atuam como corretoras e bolsa, ofertando tokens passíveis de caracterização como valores mobiliários e, por esse motivo, devem solicitar registro.

8 MARCO LEGAL DAS CRIPTOMOEDAS

No dia 22 de dezembro de 2022, foi sancionado o marco legal das criptomoedas que, apesar de representar um avanço para a regulamentação, trazendo segurança jurídica e transparência, ainda apresenta brechas e deixa dúvidas para o mercado.

A lei 14.478/22³¹ retrata uma evolução da regulamentação de ativos virtuais no país, objetivando trazer maior segurança aos investidores e mitigar riscos de fraudes, pirâmides financeiras, lavagem de dinheiro e outras práticas ilícitas. A lei também alterou o Código Penal para inserir crime de fraude mediante utilização de ativos virtuais, valores mobiliários e financeiros. Ademais, também alterou a lei que dispõe sobre os crimes contra o sistema financeiro nacional e a lei sobre lavagem de dinheiro.

Nesse sentido, a lei obriga que os prestadores de serviços adotem normas e procedimentos de controles internos para identificar os clientes e potenciais investidores, devendo manter os registros das operações.

Entretanto, a lei não é clara quanto ao órgão que será responsável pela regulação e fiscalização do mercado de ativos virtuais, entretanto, diversos especialistas e profissionais do mercado especulam a possibilidade de que essas obrigações sejam da alçada do Banco Central. Além disso, a lei não enfrentou o tema sobre a segregação patrimonial.

³⁰ SEC Reopens Comment Period for Proposed Amendments to Exchange Act Rule 3b-16 and Provides Supplemental Information. **SEC.gov**. Washington, 2023. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-77> Acesso em: 15 abr. 2023.

³¹BRASIL. **Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais; altera o Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal), para prever o crime de fraude com a utilização de ativos virtuais, valores mobiliários ou ativos financeiros; e altera a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, que define crimes contra o sistema financeiro nacional, e a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, que dispõe sobre lavagem de dinheiro, para incluir as prestadoras de serviços de ativos virtuais no rol de suas disposições. Brasília, DF: Presidente da República, 2022. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/L14478.htm Acesso em: 16 abr. 2023.

De acordo com o artigo 3º da lei, ativo virtual é 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”³².

O marco legal restringe-se aos tokens de pagamentos, isto é, tokens que representam o valor de um pagamento, sendo usados para proteger as informações de pagamento dos clientes durante as transações online, tornando-as mais seguras contra fraudes e roubos de dados. Isto posto, a lei não abrange os tokens de utilidade que são emitidos por projetos de blockchain para dar acesso ou utilidade dentro de uma plataforma específica. Ainda, o marco legal exclui a sua incidência dos tokens não fungíveis e os *security* tokens.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A distribuição de tokens se tornou uma prática cada vez mais recorrente e comum no mercado de criptomoedas e blockchain. Nesse sentido, pode-se analisar que tanto a CVM quanto a SEC têm adotado uma postura rígida e cautelosa em relação a essa prática, visando garantir a proteção dos investidores e a integridade do mercado.

Entre os benefícios da distribuição de tokens, podemos destacar a possibilidade de acesso a investimentos que antes eram restritos a um pequeno grupo de investidores denominados como qualificados, além da redução de custos e burocracia em relação a outras formas de captação de recursos.

Além disso, a tecnologia blockchain oferece transparência e segurança nas transações pelo fato de ser uma tecnologia de registro distribuído que permite o armazenamento e o compartilhamento de dados de forma descentralizada e segura.

Cada bloco na blockchain contém informações criptografadas de transações, que são verificadas e validadas pela rede de participantes da blockchain. Portanto, esses registros são imutáveis, isto é, uma vez gravados na blockchain, não podem ser alterados ou apagados, o que pode aumentar a confiança e atrair mais investidores.

Por outro lado, a distribuição de tokens apresenta riscos significativos, devido à falta de regulamentação adequada, ocasionando incertezas e cenários controversos

³² Ibid ³¹.

aos desejados no mercado. Ainda, há possibilidade de fraudes, manipulações de mercado e cometimento de diversas práticas ilícitas. Além disso, a alta volatilidade do mercado de criptomoedas pode resultar em perdas expressivas para os investidores.

Diante ao exposto no presente artigo, se faz necessário que as autoridades reguladoras do mercado adotem uma postura equilibrada em relação à distribuição de tokens, visando garantir a proteção dos investidores, impondo regras de boas práticas, sem coibir a inovação e o desenvolvimento tecnológico do mercado de criptomoedas e blockchain. Dessa forma, os benefícios dessa tecnologia podem ser significativos quanto ao seu desenvolvimento, desde que sejam adotadas medidas adequadas e ponderadas para mitigar os possíveis riscos envolvidos durante sua emissão, distribuição e aquisição.

Apesar de a distribuição e emissão de tokens ser uma forma interessante de financiar projetos pelo fato de possibilitarem maior agilidade, ocasionado pelo seu sistema descentralizado, a possível caracterização dos tokens como valores mobiliários pode impactar significativamente para o desenvolvimento dessas modalidades de investimentos.

Conforme elucidado, os órgãos reguladores como a SEC e a CVM vem se posicionando no sentido de que a distribuição de tokens que contém características como expectativa de remuneração, esforço do emissor como participante ativo, caráter público da oferta e aquisição de tokens suscetíveis a avaliação econômica, podem e/ou serão considerados como valores mobiliários. Portanto, caso seja verificado essas características, a emissão e distribuição desses ativos devem seguir as normas e regulamentações aplicáveis aos valores mobiliários, sendo fiscalizados e regulados pelos órgãos competentes.

Ainda, convém destacar que pouco importa o nome dado ao token, pois a análise é feita a partir da essência econômica da operação, não sendo suficiente destacar que se trata de “apenas um *utility* token” ou destacar que “esta não é uma oferta de valor mobiliário”.³³

³³COSTA, Isac. Plunct, Plact, Zum: Tokens, Valores Mobiliários e a CVM. In: PINTO, Alexandre Evaristo; et al. **Criptoativos** – Estudos Regulatórios e Tributários. 1ª edição. São Paulo: Quartier Latin. 2021. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/6548262/mod_resource/content/1/COSTA.%20Plunct%2C%20Plact%2C%20Zum%20-%20tokens%2C%20valores%20mobilia%CC%81rios%20e%20a%20CVM.pdf Acesso em: 16 abr. 2023.

Logo, caso o emissor não queira que a emissão de token seja passível de fiscalização e regulação, é preciso adotar medidas cautelosas para que o token emitido não contenha as características de valores mobiliários, visando evitar uma oferta irregular e possíveis processos administrativos posteriormente.

No que tange aos tokens imobiliários, pode-se analisar que esses tokens são uma forma inovadora para realizar investimento em imóveis, tendo em vista que possibilitam a divisão de um bem imóvel em diversas frações que, por sua vez, são representadas através de tokens em uma plataforma de Blockchain. Conforme analisado ao decorrer do trabalho, a distribuição desses tokens no mercado pode ser realizada por meio de ofertas públicas, isto é, através de uma ICO, que oferecem os tokens para potenciais investidores qualificados ou para um público mais amplo.

A distribuição de tokens imobiliários no mercado pode apresentar diversos benefícios, como a democratização do acesso ao mercado imobiliário, a possibilidade de liquidez, a redução de custos e burocracia em relação a outras formas de investimento imobiliário, juntamente com a transparência e segurança proporcionadas pela tecnologia Blockchain.

No entanto, essa forma de investimento também apresenta alguns riscos, conforme citados anteriormente, como a falta de regulamentação adequada, a volatilidade do mercado de criptomoedas, a baixa liquidez em alguns casos, a possibilidade de fraudes e manipulação de mercado e a incerteza jurídica.

Desse modo, para que essa nova modalidade de investimento no mercado imobiliário traga benefícios e seja efetiva, é necessário que as autoridades reguladoras se posicionem primeiro no que tange ao mercado de criptos, Blockchain e Tokens de forma ampla para, posteriormente, posicionarem-se em relação as modalidades específicas de investimentos.

REFERÊNCIAS

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidente da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm Acesso em: 15 mar. 2022.

BRASIL. **Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022.** Dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais; altera o Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal), para prever o crime de fraude com a utilização de ativos virtuais, valores mobiliários ou ativos financeiros; e altera a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, que define crimes contra o sistema financeiro nacional, e a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, que dispõe sobre lavagem de dinheiro, para incluir as prestadoras de serviços de ativos virtuais no rol de suas disposições. Brasília, DF: Presidente da República, 2022. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/L14478.htm Acesso em: 15 mar.2022

BRASIL. **Ofício Circular CVM/ SSE, de 04 de abril de 2023.** Caracterização dos “tokens de recebíveis” ou “tokens de renda fica” como valores mobiliários”. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sse1/oc-sse-0423.html> Acesso em: 16 abr. 2023.

BRASIL. **Parecer de orientação CVM nº 32, de 30 de setembro de 2005.** Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html> Acesso em: 16 abr. 2023.

BRASIL. **Parecer de orientação CVM nº 33, de 30 de setembro de 2005.** Intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html> Acesso em: 16 abr. 2023.

BRASIL. **Parecer de Orientação CVM nº40, de 11 de outubro de 2022.** Os CriptoAtivos e o Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em: <file:///C:/Users/user/Downloads/Pare040.pdf> Acesso em: 15 mar. 2023.

BRASIL. **Resolução CVM nº160, de 13 de julho de 2022 com alterações introduzidas pelas resoluções CVM nº 173/22 e 180/23.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020. Disponível em: <file:///C:/Users/user/Downloads/resol160.pdf> Acesso em: 13 dez. 2023.

BURTET, Tiago Machado; TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth; VECCHIO, Fabrizio Bon. Considerações Quanto à Possibilidade da Tokenização da Propriedade Imobiliária e dos Negócios Imobiliários no Brasil: Ficção ou Realidade? **Revista de Direito Notarial.** São Paulo. V.3. n.2.p. 143-171. 2021. Disponível em: <http://rdn.cnbsp.org.br/index.php/direitonotarial/article/view/40/30> Acesso em: 16 abr. 2023.

CARDOSO, Manuel Pedro dos Santos. **As Fintech e o Direito Financeiro: Distribuição, Encriptação e Automatização.** 2021. 46 fls. Dissertação (Mestrado em Direito e Gestão- Universidade Católica Portuguesa, Porto) Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/36719/1/202836762.pdf> Acesso em: 16 abr. 2023.

COSTA, Isac Silveira; et al. **CryptoLaw: Inovação, Direito e Desenvolvimento.** 1ª edição. São Paulo: Almedina. 2020. Disponível em: https://books.google.com.br/books?id=tPETEAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=pt-BR&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false Acesso em: 16 abr. 2023.

COSTA, Isac. Plunct, Plact, Zum: Tokens, Valores Mobiliários e a CVM. In: PINTO, Alexandre Evaristo; et al. **Criptoativos – Estudos Regulatórios e Tributários.** 1ª edição. São Paulo: Quartier Latin. 2021. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/6548262/mod_resource/content/1/COSTA.%20Plunct%2C%20Plact%2C%20Zun%20-%20tokens%2C%20valores%20mobilia%CC%81rios%20e%20a%20CVM.pdf Acesso em: 16 abr. 2023.

CRISE do subprime: entenda como surgiu, por que aconteceu e quais as lições deixou. **Warren Magazine.** 2021. Disponível em: <https://warren.com.br/magazine/crise-do-subprime/amp/> Acesso em: 08 abr. 2023.

DE JANEIRO, R. **FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO FGV DIREITO RIO RAFAEL VIANA DE FIGUEIREDO COSTA O**

NOVO MERCADO DE CAPITAIS CRYPTO: ESTRATÉGIAS REGULATÓRIAS PARA A TRANSFORMAÇÃO DIGITAL NA OFERTA, NEGOCIAÇÃO, LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA DE VALORES MOBILIÁRIOS. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/33280/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Vers%C3%A3o%20final%20-%20Rafael%20Viana.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 11 maio. 2023.

ESPIR, Bárbara Cabrera; STEINBERG, Daniel Fideles. O Direitos e os Novos Fenômenos Monetários: Análise Jurídica das Diferenças entre Criptoativos, Stablecoins e CBDCs. In: In: PINTO, Alexandre Evaristo; et al. **Criptoativos – Estudos Regulatórios e Tributários**. 1ª edição. São Paulo: Quartier Latin. 2021.

FILHO, Ary Oswaldo Mattos. O conceito de valo mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**. n.25. 1985. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/WzZxMhPdtcgvjtjDBrbn8SQr/?lang=pt> Acesso em: 16 abr. 2023.

ICO: um guia essencial sobre as ofertas iniciais de ativos virtuais. **InfoMoney**. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/ico-initial-coin-offering/amp/> Acesso em: 16 abr. 2023.

JABUR, Flávia; NEISTEIN, Rubens. Talkenização #043: Tokenização de imóveis: a revolução do mercado financeiro? **Liqi Digital Assets**. 2022. Disponível em: <https://blog.liqi.com.br/talkenizacao-043/#:~:text=Esse%20tipo%20de%20token%20%C3%A9,pr%C3%A1tica%20e%20s em%20grandes%20burocracias>. Acesso em: 02 abr. 2023.

KRUPINSK, Cassio J. O Security Token (STO) o favorito aos reguladores. **Blockbr**. 2022. Disponível em: <https://blockbr.com.br/voce-ja-sabe-tudo-sobre-security-tokens/> Acesso em: 02 abr. 2023.

LOURENÇO, Haroldo; ABDALLA, Carolina. Tokenização de ativos imobiliários. **Conjur**, 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-nov-25/lourenco-abdalla-tokenizacao-ativos-imobiliarios> Acesso em: 02 abr. 2023.

LUCENA, Carlos. A crise imobiliária de 2008 e a política internacional estadunidense. **Histedbr**, 2022. Disponível em: <https://www.histedbr.fe.unicamp.br/colunas/artigos/a-crise-imobiliaria-de-2008-e-a-politica-internacional-estadunidense> Acesso em: 10 abr. 2023.

MARCHESIN, Karina Bastos Kaehler. **Blockchain e Smart Contracts**: As inovações no âmbito do Direito. 1ª edição. São Paulo: Saraiva Educação. 2023. Disponível em:

<https://pt.scribd.com/book/628978233/Blockchain-e-Smart-Contracts-as-inovacoes-no-ambito-do-direito> Acesso em: 12 abr. 2023.

MATURANA, Murilo Picchioni. **Aspectos Jurídicos e Regulatórios Da Blockchain e dos Ativos Virtuais**: Como a Tecnologia *Blockchain* está Transformando Mercados, Economias e o Direito. 2022. 65fls. Monografia (Faculdade de Direito – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo). Disponível em: https://repositorio.pucsp.br/bitstream/handle/31910/1/TCC%20-%20Final_revisado_Murilo%20Picchioni%20Mat.pdf Acesso em: 12 abr. 2023.

MELLO, José Luiz Homem de et al. **Desafios Regulatórios em torno da emissão e negociação de criptoativos e sandbox como uma possível solução**. INSPER. Disponível em: https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2019/04/20190821_Desafios_regulatorios_em_torno_da_emissao_negociacao_criptoativos_e_sandbox_possivel_solucao.pdf Acesso em 16 abr. 2023.

MERCADO de capitais. **Gov.br**. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/politica-microeconomica/mercado-de-capitais#:~:text=O%20mercado%20de%20capitais%20%C3%A9,de%20servi%C3%A7os%20ou%20do%20processo> Acesso em 08 mai. 2023.

MERCADO Primário x mercado secundário. **Gov.br**. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/como-funciona-a-bolsa/mercado-primario-x-mercado-secundario> Acesso em: 08 mai. 2023.

O MARCO Regulatório das Criptomoedas. **Estadão**. São Paulo, 2022. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/politica/gestao-politica-e-sociedade/o-marco-regulatorio-das-criptomoedas/> Acesso em: 12 abr. 2023.

O QUE são Valores Mobiliários. **Gov.br**, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/o-que-sao-valores-mobiliarios> Acesso em: 12 abr. 2023.

PALIS, Pedro Maruo. **Tokens, Criptoativos e Contratos de Investimento Coletivo**: análise de casos. 2020. 60 fls. Monografia (Direito – Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro). Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/31053/PEDRO%20MARUO%20PALIS.pdf?sequence=1&isAllowed=y> Acesso em: 12 abr. 2023.

PROPY anuncia a primeira compra de imóveis no mundo via Ethereum. **Criptofácil**. 2017. Disponível em: <https://www.criptofacil.com/propy-anuncia-primeira-compra-de-imoveis-no-mundo-via-ethereum/amp/> acesso: 16 abr. 2023.

REMOR, Ivan Pereira. **A Natureza Jurídica dos Tokens e da Realização de *Initial Coin Offerings (ICOs)***. 2020. 190 fls. Dissertação (Pós-graduação Direito – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis). Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216183/PDPC1504-D.pdf?sequence=-1&isAllowed=y> Acesso em: 02 abr. 2023.

SANDBOX regulatório. **Gov.br.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html#Pergunta2 Acesso em: 13 abr. 2023.

SANO, Flora Pinotti; et al. **Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. 1ª edição. São Paulo: Saraiva Jur. 2012. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502147843/>. Acesso em: 09 abr. 2023.

SCHECHTMAN, David. Necessidade de Registro de ICO: Tokens são Valores Mobiliários? **SSRN.** 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3203911 Acesso em: 02 abr. 2023.

SEC.gov | Telegram to Return \$1.2 Billion to Investors and Pay \$18.5 Million Penalty to Settle SEC Charges. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-146>>.

SEC Reopens Comment Period for Proposed Amendments to Exchange Act Rule 3b-16 and Provides Supplemental Information. **SEC.gov.** Washington, 2023. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-77> Acesso em: 15 abr. 2023.

TOKENS como o Ethereum podem ser valores mobiliários, diz presidente da SEC. **InfoMoney.**2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/tokens-como-o-ethereum-podem-ser-valores-mobiliarios-diz-presidente-da-sec/> Acesso em: 15 abr. 2023.

TOKEN de autenticação: o que é, como funciona e tipos. **TOTVS.** 2023. Disponível em: <https://www.totvs.com/blog/gestao-logistica/token-de-autenticacao/> Acesso em: 08 mai. 2023.

TOKENS – História, tipos e aplicações. **Bitfy.** 2023. Disponível em: <https://bitfy.app/tokens-historia-tipos-e-aplicacoes/> Acesso em 08 mai. 2023.

VALORES MOBILIÁRIOS. **Diário da República Eletrônico**. Disponível em: <https://dre.pt/dre/lexionario/termo/valores-mobiliarios> Acesso em: 07 mar. 2023.

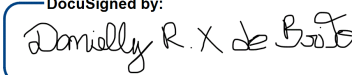
5 FATORES econômicos que afetam o mercado imobiliário. **Imobiliária novo lar**. Atualizado 2023. Disponível em: <https://blog.imobiliarianovolar.net/fatores-economicos-mercado-imobiliario/> Acesso em 16 abr. 2023.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Danielly Ribeiro Xavier de Brito, discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 41839171, período noturno, turma U, tendo realizado o TCC com o título: DESAFIOS REGULATÓRIOS DA DISTRIBUIÇÃO DE TOKENS IMOBILIÁRIOS sob a orientação do(a) Professor(a) Thaís Cintia Carnio declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 11 de maio de 2023 .

DocuSigned by:

6D96CDC1E7DC424...

Assinatura do discente