

CADERNOS IFD

Infraestruturas de mercado financeiro e DLT/Blockchain

Volume 1

Introdução

Instituto de Finanças Digitais (IFD)

2026

Cadernos IFD — Infraestruturas de mercado financeiro e DLT/Blockchain

Volume 1 — Introdução

Instituto de Finanças Digitais (IFD)

2026

Coordenador Geral: Ricardo Paixão

Coordenadores Técnicos: Isac Costa, Maria Julia Person Argollo e Rodrigo de Abreu Pinto

Pesquisadores: Eduarda Caldas, Gabriel Barenco, Geovana Soares, Guilherme Melchior, João Felipe Bezerra Assis, Jorge Aragão, Lucas Caminha, Marcelo Vaz de Oliveira Júnior, Pedro de Menezes Carvalho, Tarcísio de Souza Neto, Tarik Machado

As análises e opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores e não refletem a posição oficial da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Sobre o IFD

O Instituto de Finanças Digitais (IFD) é pessoa jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, qualificada como Instituição de Ciência, Tecnologia e Inovação (ICT) nos termos da Lei nº 10.973/2004. Sua missão institucional consiste em formar pesquisadores e desenvolver estudos voltados ao avanço tecnológico do mercado financeiro e de capitais brasileiro.

No âmbito do Acordo de Cooperação Técnica celebrado com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em outubro de 2023, o IFD coordena pesquisas e estudos sobre o arcabouço regulatório do mercado de capitais, com o propósito de contribuir para o fomento da inovação tecnológica e de oferecer subsídios técnicos ao regulador em eventuais processos de atualização normativa.

As atividades de pesquisa que deram origem a esta série contam com o apoio da Fundação de Apoio à Pesquisa do Distrito Federal (FAP-DF), responsável pela concessão de bolsas a jovens pesquisadores.

Apresentação da série

A série *Cadernos IFD — Infraestruturas de mercado financeiro e DLT/Blockchain* reúne, em volumes independentes, os resultados da pesquisa conduzida pelo Instituto de Finanças Digitais (IFD) no âmbito do Acordo de Cooperação Técnica firmado com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em outubro de 2023.

A pesquisa examinou, de forma exploratória e sistemática, a interação entre o uso de tecnologias de registro distribuído (*Distributed Ledger Technology*, DLT) e o arcabouço normativo aplicável aos prestadores de serviços do mercado de capitais brasileiro, com atenção às implicações regulatórias decorrentes da adoção dessas tecnologias. O trabalho articulou o exame dos fundamentos tecnológicos da DLT, o mapeamento das normas vigentes aplicáveis às infraestruturas de mercado financeiro e aos serviços correlatos, a avaliação das práticas dos participantes do mercado brasileiro, o estudo de experiências internacionais e a análise de recomendações de organismos multilaterais.

O objetivo central foi identificar em que medida o regime regulatório vigente acomoda o uso de DLT por prestadores de serviços do mercado de capitais e onde eventuais ajustes normativos se mostram necessários, de modo a preservar a integridade das transações, a proteção dos investidores e o funcionamento adequado das infraestruturas de mercado.

O relatório final, organizado em onze capítulos, é publicado nesta série como nove cadernos independentes. Os oito primeiros capítulos correspondem a um caderno cada. Os três capítulos finais, dedicados às oportunidades e aos riscos, às propostas de adaptação normativa e às conclusões, reúnem-se em um caderno consolidado, o mais substantivo da série:

1. Introdução
2. Infraestruturas de Mercado Financeiro: Funções e Regulação

3. Regulação da CVM sobre IMFs e serviços correlatos
4. Mercados organizados e intermediação
5. Tecnologias de Registro Distribuído (DLT) e IMFs
6. Visão dos prestadores de serviços no Brasil
7. Experiências internacionais
8. Diretrizes de organismos multilaterais
9. Mapeamento de Riscos e Oportunidades para a Regulação

Cada caderno reproduz na íntegra o conteúdo correspondente do relatório. As adaptações limitam-se a ajustes editoriais destinados à leitura autônoma do volume, ao realinhamento da numeração das seções e das notas de rodapé e ao acréscimo de elementos visuais derivados do próprio texto.

Este caderno corresponde ao Capítulo 1 do relatório e apresenta o contexto institucional da pesquisa, seu escopo e a relevância da revisão das Resoluções CVM nº 135/2022 e nº 31/2021 diante do avanço da tokenização.

Sumário

Sobre o IFD	2
Apresentação da série	3
Sumário	5
Tópicos deste caderno	6
1. Sobre o IFD	1
2. Escopo da Pesquisa	3
2.1. Exame dos aspectos tecnológicos – DLT	4
2.2. Análise das normas aplicáveis às infraestruturas de mercado financeiro e serviços correlatos no âmbito do mercado de capitais	5
2.3. Avaliação das práticas atualmente adotadas pelos participantes do mercado de capitais brasileiro	5
2.4. Pesquisa sobre experiências internacionais em iniciativas semelhantes	6
2.5. Exame de recomendações e padrões internacionais.....	6
2.6. Consolidação de subsídios técnicos para eventuais iniciativas regulatórias	6
3. Relevância da pesquisa: evolução das Resoluções CVM 135/2022 e 31/2021	7
4. Estrutura deste Relatório	15
5. Resumo.....	17

Tópicos deste caderno

Este caderno introdutório situa a pesquisa do IFD sobre o uso de tecnologias de registro distribuído por prestadores de serviços do mercado de capitais e o Acordo de Cooperação Técnica com a CVM que lhe deu origem. Apresenta o escopo do trabalho e as etapas analíticas que o estruturaram, do exame dos fundamentos tecnológicos da DLT ao estudo das experiências internacionais e das recomendações de organismos multilaterais.

Discute ainda a relevância regulatória do tema, com atenção à revisão das Resoluções CVM nº 135/2022 e nº 31/2021, ao regime FÁCIL e ao crowdfunding de investimento, e aos princípios que orientam o tratamento da tokenização, entre eles a equivalência funcional e a neutralidade tecnológica.

1. Sobre o IFD

O Instituto de Finanças Digitais (IFD) é uma pessoa jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, qualificada como Instituição de Ciência, Tecnologia e Inovação (ICT), nos termos da Lei nº 10.973/2004¹. Sua missão institucional consiste em formar pesquisadores e desenvolver estudos voltados ao avanço tecnológico do mercado financeiro e de capitais brasileiro.

No âmbito do Acordo de Cooperação Técnica (ACT) celebrado com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em outubro de 2023², o IFD passou a coordenar pesquisas e estudos voltados à análise do arcabouço regulatório do mercado de capitais, com o objetivo de contribuir para o fomento da inovação tecnológica e oferecer subsídios técnicos ao regulador em eventuais processos de atualização normativa.

Ao longo de 2024, o IFD conduziu pesquisas destinadas a apoiar o processo de revisão da Resolução CVM nº 88/2022, que disciplina a oferta pública de valores mobiliários por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, usualmente referida como mercado de *crowdfunding*. O objetivo desses estudos foi avaliar a adequação desse regime regulatório às

¹ Lei nº 10.973/2004, Art. 2º Para os efeitos desta Lei, considera-se: (...) V - Instituição Científica, Tecnológica e de Inovação (ICT): órgão ou entidade da administração pública direta ou indireta ou pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos legalmente constituída sob as leis brasileiras, com sede e foro no País, que inclua em sua missão institucional ou em seu objetivo social ou estatutário a pesquisa básica ou aplicada de caráter científico ou tecnológico ou o desenvolvimento de novos produtos, serviços ou processos.

² O Acordo de Cooperação Técnica entre CVM e IFD foi aprovado em Reunião do Colegiado da CVM ocorrida em 17.10.2023, conforme o seguinte escopo: “O Colegiado aprovou, por unanimidade, a celebração de Acordo de Cooperação Técnica entre a CVM e o Instituto Brasileiro de Finanças Digitais, com vistas à criação de um centro de inovação voltado ao mercado de capitais brasileiro – o Centro de Regulação e Inovação Aplicada (“CRIA”), que terá os objetivos de (i) promover estudos, pesquisas e discussões sobre inovação e transformação digital no mercado de capitais, (ii) ampliar a compreensão sobre as experiências regulatórias internacionais no contexto do surgimento e desenvolvimento de novas tecnologias, e (iii) auxiliar a CVM no desenvolvimento ou aprimoramento de arcabouço regulatório compatível com as novas tecnologias”.

novas formas de distribuição de valores mobiliários baseadas em tokenização, com especial atenção aos chamados tokens de renda fixa.

Para tanto, o IFD analisou diversos modelos de negócio relacionados às finanças digitais e ao mercado de tokenização, tanto no Brasil quanto em outras jurisdições. A pesquisa concentrou-se especialmente em iniciativas que utilizam novas tecnologias para reduzir custos associados à emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários, bem como para ampliar a eficiência operacional dessas atividades.

Os resultados dessas análises foram consolidados em relatório técnico apresentado em evento realizado na sede da CVM em dezembro de 2024, com transmissão ao vivo pelo canal institucional do regulador no YouTube, onde o conteúdo permanece disponível para consulta pública³.

Em continuidade às atividades previstas no Acordo de Cooperação Técnica, ao longo dos primeiros meses de 2025 foram realizadas reuniões de alinhamento entre o corpo técnico da CVM e do IFD, com o objetivo de discutir a agenda regulatória do regulador e identificar temas nos quais o instituto poderia oferecer apoio técnico especializado.

A equipe técnica da CVM indicou que um dos temas de maior relevância para o regulador no momento diz respeito ao uso de tecnologias de registro distribuído (*Distributed Ledger Technology* – DLT), em especial blockchain, por prestadores de serviços no mercado de capitais. Tal interesse decorre, entre outros fatores, da perspectiva de inclusão da revisão das Resoluções CVM nº 135/2022 e nº 31/2021 na Agenda Regulatória da CVM para o período de 2026.

O regulador reconhece que soluções baseadas em DLT vêm sendo progressivamente utilizadas em diferentes atividades do mercado de capitais. Embora essas tecnologias sejam frequentemente associadas ao potencial de aumento de eficiência, transparência e segurança na prestação de serviços,

³ O vídeo do evento pode ser acessado em <https://www.youtube.com/watch?v=QU2kHMJnj60>.

persistem desafios relevantes relacionados à compreensão de como sua utilização pode contribuir para o cumprimento das obrigações regulatórias atualmente impostas aos prestadores de serviços.

O tema revela-se diretamente alinhado à missão institucional do IFD de fomentar a inovação tecnológica no mercado de capitais brasileiro. A análise da utilização de tecnologias de registro distribuído por prestadores de serviços apresenta elevada complexidade técnica e regulatória, especialmente no que se refere à forma como essas soluções podem contribuir para o cumprimento das obrigações previstas na regulamentação vigente. Por essa razão, o desenvolvimento de estudos especializados sobre a matéria mostra-se relevante para oferecer subsídios técnicos que possam apoiar eventuais processos de revisão normativa no âmbito do mercado de capitais.

Considerando os desafios e oportunidades associados à utilização de DLT no mercado de capitais, o IFD iniciou pesquisas dedicadas ao tema. Essas atividades contam com o apoio da Fundação de Apoio à Pesquisa do Distrito Federal (FAP-DF), responsável pela concessão de bolsas de pesquisa a jovens pesquisadores que participam do desenvolvimento deste estudo.

2. Escopo da Pesquisa

O objetivo central da presente pesquisa foi examinar, de forma exploratória e sistemática, a interação entre a utilização de DLT e o atual arcabouço normativo aplicável aos prestadores de serviços no mercado de capitais brasileiro, bem como identificar potenciais implicações regulatórias decorrentes da adoção dessas tecnologias. A pesquisa adotou a premissa de que a aplicação de DLT no mercado de capitais envolve desafios técnicos, operacionais e regulatórios relevantes.

Para alcançar esse objetivo, a pesquisa foi estruturada a partir de um conjunto de etapas analíticas complementares, que permitiram examinar o tema sob perspectivas técnica, regulatória e empírica.

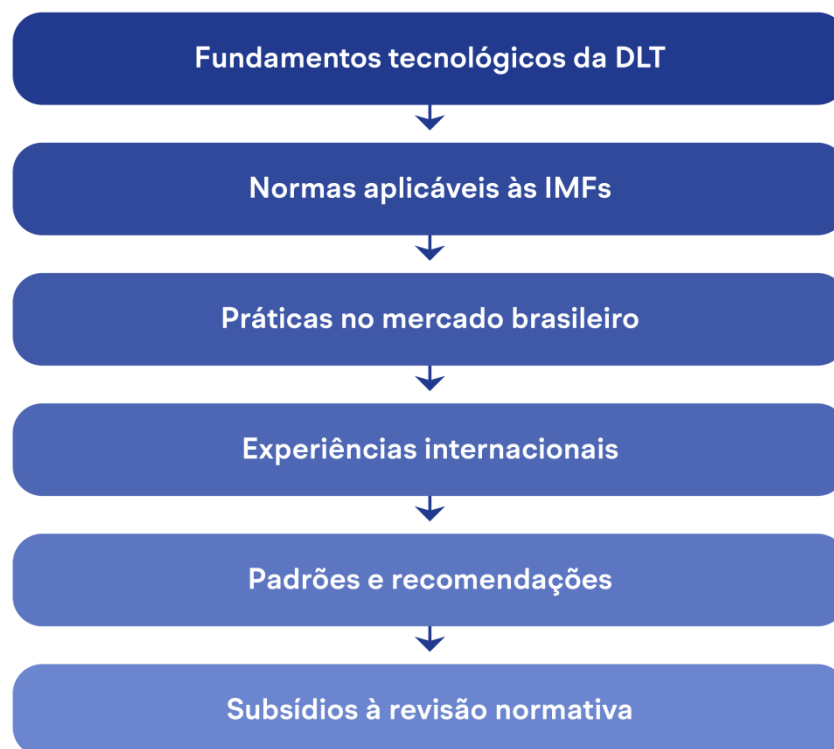


Figura 1 – Etapas analíticas da pesquisa

Elaboração própria.

2.1.Exame dos aspectos tecnológicos – DLT

A primeira etapa da pesquisa foi dedicada ao exame dos fundamentos tecnológicos das tecnologias de registro distribuído (Distributed Ledger Technology – DLT). Foram analisados seus conceitos básicos, características estruturais, modelos de arquitetura, mecanismos de consenso e os diferentes graus de descentralização possíveis nesses sistemas.

Essa análise teve como objetivo compreender de que forma a tecnologia pode ser aplicada no mercado financeiro e de capitais, bem como identificar suas potenciais vantagens e limitações quando observada sob a perspectiva regulatória.

2.2. Análise das normas aplicáveis às infraestruturas de mercado financeiro e serviços correlatos no âmbito do mercado de capitais

A etapa seguinte consistiu na análise do conjunto de normas atualmente aplicáveis aos prestadores de serviços do mercado de capitais brasileiro. O objetivo foi estabelecer um referencial analítico que permitisse avaliar em que medida o uso de DLT pode viabilizar, facilitar ou, eventualmente, dificultar o cumprimento das obrigações previstas na regulamentação vigente.

Para esse fim, foi realizado o mapeamento e a sistematização dos principais requisitos técnicos, responsabilidades e deveres aplicáveis aos prestadores de serviços que integram as infraestruturas do mercado de capitais. Foram considerados, em particular, os regimes regulatórios aplicáveis às entidades administradoras de mercados organizados, às depositárias centrais, aos custodiantes, aos escrituradores e aos intermediários, bem como obrigações transversais relacionadas a temas como prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo (PLD/FTP) e suitability.

2.3. Avaliação das práticas atualmente adotadas pelos participantes do mercado de capitais brasileiro

A terceira etapa da pesquisa buscou compreender de que maneira a DLT vem sendo utilizada, na prática, por participantes do mercado de capitais brasileiro. O objetivo foi identificar as principais formas de aplicação da tecnologia e os desafios enfrentados por esses agentes na tentativa de compatibilizar tais iniciativas com o arcabouço regulatório vigente.

Para isso, foram realizadas reuniões e entrevistas com participantes do mercado, nas quais foram coletados subsídios técnicos sobre experiências concretas de utilização da DLT no desempenho de suas atividades. Além das entrevistas, foram promovidos encontros virtuais preparatórios destinados à

discussão de casos práticos, limitações tecnológicas e percepções regulatórias associadas ao uso da tecnologia.

2.4. Pesquisa sobre experiências internacionais em iniciativas semelhantes

A pesquisa também contemplou a análise da utilização de DLT em mercados de capitais estrangeiros, com o objetivo de examinar como diferentes jurisdições têm incorporado essa tecnologia em suas infraestruturas de mercado e quais adaptações regulatórias foram promovidas para acomodar sua adoção.

Com base em orientações do corpo técnico da CVM acerca de mercados considerados relevantes para o aprofundamento da análise, foram examinadas iniciativas e estruturas regulatórias associadas a projetos desenvolvidos pela Australian Securities Exchange (Austrália), pela BX Digital e pela SIX Digital Exchange (Suíça), pela Depository Trust & Clearing Corporation – DTCC (Estados Unidos) e pela Tel Aviv Stock Exchange (Israel).

2.5. Exame de recomendações e padrões internacionais

A quinta etapa da pesquisa consistiu na análise de recomendações, princípios e padrões internacionais relacionados ao uso de tecnologias emergentes em infraestruturas de mercado financeiro.

Para esse fim, foram examinados documentos e diretrizes publicados por organismos multilaterais de reconhecida relevância global, incluindo o Bank for International Settlements (BIS), o Financial Stability Board (FSB), a International Organization of Securities Commissions (IOSCO), a Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) e o World Bank.

2.6. Consolidação de subsídios técnicos para eventuais iniciativas regulatórias

Por fim, a atividade de pesquisa buscou consolidar os achados obtidos nas etapas anteriores com o objetivo de formular recomendações e subsídios técnicos que possam contribuir para eventuais processos de consulta pública

relacionados à revisão das Resoluções CVM nº 135/2022 e nº 31/2021, conforme previsto na Agenda Regulatória da CVM para o período de 2026.

A partir da análise conjunta dos aspectos tecnológicos, do arcabouço normativo vigente, das práticas observadas no mercado brasileiro e das experiências internacionais, procurou-se identificar possíveis caminhos para a adaptação do regime regulatório diante do avanço de soluções baseadas em tecnologias de registro distribuído no mercado de capitais.

3. Relevância da pesquisa: evolução das Resoluções CVM 135/2022 e 31/2021

A aplicação de DLT em mercados de capitais suscita desafios relevantes para os regimes regulatórios atualmente vigentes⁴, podendo demandar ajustes normativos para preservar a integridade das transações, a proteção dos investidores e o funcionamento adequado das infraestruturas de mercado financeiro.

Caso o arcabouço regulatório não evolua em paralelo ao desenvolvimento tecnológico, há o risco de que a adoção de novas soluções, por prestadores de serviços do mercado de capitais, não explore plenamente os benefícios potenciais da tecnologia, quais sejam, ganhos de eficiência, redução de custos operacionais e aumento da segurança das operações⁵.

Torna-se relevante investigar de forma sistemática as oportunidades, os riscos e as dificuldades práticas associadas à adoção dessas tecnologias, bem

⁴ GLOBAL FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION (GFMA). *The Impact of Distributed Ledger Technology in Capital Markets*. London, 2025. Disponível em <https://www.gfma.org/policies-resources/joint-trades-publish-report-on-the-impact-of-dlt-in-capital-markets/>. Todos os links deste documento foram acessados em 28 de julho de 2026.

⁵ ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *Tokenisation of Assets and Distributed Ledger Technologies in Financial Markets*. Paris, 2024; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Financial stability implications of tokenisation*. Basel, 2025. Disponível em: https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/exsum_23905.htm.

como avaliar em que medida o regime regulatório vigente é capaz de acomodar tais inovações ou se eventuais ajustes normativos se mostram necessários.

Esse desafio torna-se particularmente relevante em um cenário no qual tecnologias digitais possam alterar não apenas a forma de representação de ativos financeiros, mas também a estrutura operacional das atividades de emissão, negociação e liquidação de valores mobiliários.

A CVM incluiu o tema em sua agenda regulatória recente, com destaque para a revisão de normas relacionadas às infraestruturas de mercado e à negociação secundária de valores mobiliários. A Agenda Regulatória da autarquia para o ciclo mais recente prevê a revisão das Resoluções CVM nº 135/2022 e nº 31/2022, com especial atenção a mercados de menor porte e ao fenômeno da tokenização⁶.

O foco na negociação secundária decorre, em parte, do fato de que a CVM já implementou iniciativas regulatórias relevantes voltadas à ampliação do acesso de emissores ao mercado primário. Entre essas iniciativas destaca-se o regime FÁCIL – Facilitação do Acesso a Capital e de Incentivo à Listagens –, instituído com o objetivo de simplificar o acesso de pequenas e médias empresas (PMEs) ao mercado de capitais.

O regime FÁCIL busca reduzir custos regulatórios associados à obtenção simultânea de dois registros tradicionalmente exigidos para ofertas públicas: o registro de emissor de valores mobiliários e o registro da oferta pública de distribuição. Por meio desse modelo, a listagem da empresa em plataforma de distribuição pode permitir a realização de emissões e ofertas sem a necessidade de novos registros específicos perante a CVM, simplificando o processo de captação de recursos por companhias de menor porte.

Dinâmica semelhante pode ser observada no âmbito da Resolução CVM nº 88/2022, que disciplina as ofertas públicas de valores mobiliários realizadas

⁶ Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/agenda-regulatoria-cvm>.

por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, conhecidas como plataformas de *crowdfunding* de investimento. Essa regulamentação foi concebida com o objetivo de facilitar a captação de recursos por empresas de menor porte, permitindo que emissores realizem ofertas públicas simplificadas diretamente a investidores por intermédio dessas plataformas.

Nesse modelo, após a realização da oferta e a aquisição dos valores mobiliários pelos investidores, torna-se igualmente plausível que surja o interesse desses investidores em negociar os títulos adquiridos com terceiros.

A existência de liquidez no mercado secundário constitui, em muitos casos, elemento relevante para a atratividade dessas ofertas, na medida em que permite aos investidores reavaliar suas posições ao longo do tempo.

No entanto, o regime da Resolução CVM nº 88/2022 foi estruturado prioritariamente para disciplinar a etapa de distribuição primária dos valores mobiliários, e não para estabelecer mecanismos amplos de negociação secundária desses ativos. Como consequência, a possibilidade de circulação posterior desses títulos permanece condicionada às regras aplicáveis aos mercados organizados autorizados pela CVM.

A introdução de mecanismos regulatórios voltados à redução de custos e à simplificação do acesso ao mercado primário, como o regime FÁCIL e as plataformas de *crowdfunding*, pode ser acompanhada por ajustes proporcionais nas regras aplicáveis ao mercado secundário. Essa abordagem permite que os ganhos de eficiência regulatória e a ampliação do acesso ao mercado de capitais não se restrinjam ao momento da emissão, mas também se estendam à negociação posterior dos valores mobiliários entre investidores.

Para que esse objetivo seja alcançado de forma equilibrada, contudo, eventuais flexibilizações no ambiente de negociação devem ser acompanhadas de salvaguardas adequadas destinadas a preservar a integridade do mercado e a proteção dos investidores.

A ampliação do acesso ao mercado de capitais por emissores de menor porte coloca em evidência a necessidade de revisão das normas que disciplinam a negociação secundária de valores mobiliários e as infraestruturas responsáveis por seu funcionamento. Isso inclui, em particular, as regras aplicáveis às entidades administradoras de mercados organizados (EAMO), aos depositários centrais, aos custodiantes e aos escrituradores, atualmente disciplinadas por diferentes resoluções da CVM.

A menção à tokenização na agenda regulatória da autarquia indica que a tecnologia tende a ocupar papel central nesse processo de revisão normativa.

A tokenização pode ser compreendida, em termos gerais, como a representação digital de ativos – os chamados tokens – em infraestruturas baseadas em tecnologias de registro distribuído, como a blockchain⁷.

Essa tecnologia tem sido associada à possibilidade de ganhos de eficiência na intermediação financeira, incluindo maior transparência dos registros, melhoria na rastreabilidade das transações, automação de processos e potencial redução de custos operacionais. Tais características explicam o crescente interesse de participantes do mercado e de autoridades regulatórias no potencial uso dessas tecnologias em infraestruturas de mercado financeiro⁸.

A CVM já se manifestou sobre o enquadramento regulatório de ativos representados por meio dessas tecnologias no Parecer de Orientação nº 40/2022, esclarecendo que a representação digital de um ativo não altera, por si só, sua natureza jurídica. Em outras palavras, um valor mobiliário representado na

⁷ INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *Tokenization and financial market inefficiencies*. IMF Fintech Note. Washington, DC: 2025. Disponível em: <https://www.imf.org/en/publications/fintech-notes/issues/2025/01/29/tokenization-and-financial-market-inefficiencies-561256>; Cf. também INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Tokenisation of Financial Assets*. Madrid, 2025. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD809.pdf>.

⁸ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *The use of DLT in post-trade processes*, 2021. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.20210412_useofdltposttradeprocesses~958e3af1c8.en.pdf;

forma de token permanece submetido às mesmas normas aplicáveis aos valores mobiliários emitidos por meios tradicionais.

Essa interpretação baseia-se em uma abordagem funcional da regulação, segundo a qual o enquadramento jurídico de determinado instrumento financeiro depende da natureza econômica dos direitos que ele representa, e não do formato tecnológico por meio do qual tais direitos são registrados ou transferidos.

Assim, tokens que representem direitos característicos de valores mobiliários – seja por corresponderem a instrumentos expressamente previstos na legislação, seja por configurarem contratos de investimento coletivo – permanecem sujeitos à disciplina da Lei nº 6.385/1976 e à supervisão da CVM⁹.

Essa lógica reflete a aplicação do princípio sintetizado na expressão “*same risk, same regulation*”, com a conotação de que atividades que apresentam riscos econômicos equivalentes devem ser submetidas a regimes regulatórios substancialmente semelhantes¹⁰.

⁹ COSTA, Isac Silveira da. Plunct, plact, zum: tokens, valores mobiliários e a CVM. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; PINTO, Alexandre Evaristo; EROLES, Pedro (org.). *Criptoativos: estudos jurídicos, regulatórios e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. A qualificação jurídica dos cryptoativos – em particular a discussão sobre se determinados tokens constituem ou não **valores mobiliários** – permanece tema controverso na literatura jurídica e na prática regulatória internacional. A controvérsia decorre do fato de que muitos cryptoativos possuem características híbridas, podendo funcionar simultaneamente como meio de troca, instrumento tecnológico de acesso a redes ou mecanismo de captação de recursos. Em março de 2026, um desenvolvimento relevante ocorreu nos Estados Unidos, quando a *Securities and Exchange Commission* (SEC), em interpretação divulgada em conjunto com a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), esclareceu que **a maioria dos cryptoativos não constitui, em si mesma, um valor mobiliário**, estabelecendo uma taxonomia de ativos digitais e distinguindo hipóteses em que um cryptoativo pode ser considerado parte de um *investment contract* sujeito às leis federais de valores mobiliários. O pronunciamento também detalha situações específicas – como *airdrops*, *staking* e mineração de protocolo – nas quais a aplicação do direito de valores mobiliários deve ser analisada à luz das circunstâncias da oferta e das expectativas econômicas criadas junto aos adquirentes – UNITED STATES. Securities and Exchange Commission (SEC). *SEC clarifies the application of federal securities laws to crypto assets*. Press Release n. 2026-30, Washington, D.C., 17 mar. 2026. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2026-30-sec-clarifies-application-federal-securities-laws-crypto-assets>.

¹⁰ FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). *Global regulatory framework for crypto-asset activities*. Basel: Financial Stability Board, 17 jul. 2023. Disponível em: <https://www.fsb.org/2023/07/fsb-global-regulatory-framework-for-crypto-asset-activities/>. Nos termos do FSB: “The FSB

No contexto da tokenização, esse princípio implica reconhecer que a inovação tecnológica pode alterar a forma de registro ou circulação de ativos, sem modificar necessariamente sua substância jurídica ou os riscos que produzem para o mercado¹¹.

A partir dessa perspectiva, a regulação tende a privilegiar uma abordagem tecnologicamente neutra. O princípio da neutralidade tecnológica¹² busca assegurar que normas regulatórias se concentrem nos resultados e riscos das atividades reguladas – como segurança dos registros, integridade das transações e adequada governança – sem impor ou privilegiar tecnologias específicas para a realização dessas atividades.

A CVM tem reiterado esse entendimento em diferentes manifestações institucionais¹³. Entre elas, destaca-se o Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE, que esclarece que a utilização de tecnologias de registro distribuído na emissão de

recommendations aim at ensuring that regulatory frameworks are applied to global stablecoin and crypto-asset activities commensurate to the risks that they may pose to financial stability. Regulatory frameworks should also ensure that any cryptoasset activities seeking to perform an equivalent economic function to one in the traditional financial system are subject to the same or equivalent regulation irrespective of the way crypto-asset activities are conducted or the way these activities are marketed.”

¹¹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets*. Madrid, 2023. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf>.

¹² BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Regulating FinTech financing: digital banks and fintech platforms*. Basel, 2020. Disponível em <https://www.bis.org/fsi/publ/insights27.htm>. Nesse texto, são discutidos princípios estruturantes da regulação de fintech, incluindo neutralidade tecnológica, proporcionalidade e segurança jurídica, defendendo que a regulação deve olhar para a função econômica da atividade, e não para a tecnologia utilizada. Igualmente, relatório do Banco Mundial identifica a neutralidade tecnológica e a proporcionalidade regulatória como princípios fundamentais para o desenho de regimes regulatórios voltados à inovação financeira, permitindo acomodar novas tecnologias sem comprometer objetivos prudenciais ou de proteção ao consumidor - WORLD BANK. *Regulation and supervision of fintech*. Washington, DC: World Bank, 2022. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099735204212215248/pdf/P173006033b45702d09522066cbc8338dcb.pdf>.

¹³ Tradicionalmente, a CVM não detalha aspectos tecnológicos em suas normas, mantendo certa neutralidade com relação às arquiteturas e ferramentas utilizados para a prestação dos serviços regulados. Essa foi, por exemplo, a opção do Banco Central ao editar as Resoluções BCB nº 519, 520 e 521/2025 sobre as prestadoras de serviços de ativos virtuais, alinhado ao disposto na Lei nº 14.478/2022.

valores mobiliários não altera, por si só, a natureza desses instrumentos nem afasta a incidência das obrigações regulatórias correspondentes.

Apesar dessa orientação geral, a utilização de tecnologias de registro distribuído pode ter impactos relevantes no funcionamento das infraestruturas de mercado financeiro, especialmente na cadeia de pós-negociação. Isso ocorre porque essas tecnologias podem permitir a redistribuição ou a integração de funções tradicionalmente desempenhadas por diferentes agentes, como registro de titularidade, liquidação e custódia de ativos¹⁴.

Sobre o tema, o relatório elaborado no âmbito do Laboratório de Inovação Financeira (LAB) – iniciativa que reúne, entre outras instituições, a CVM – examina o potencial uso de DLT na emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro¹⁵. O estudo parte da análise da compatibilidade entre essas tecnologias e o arcabouço regulatório vigente aplicável às infraestruturas de mercado financeiro (IMFs). Em certa medida, a presente pesquisa se inspirou nas conclusões do referido estudo para realizar investigações adicionais sobre a matéria.

A questão regulatória central deixa de ser apenas se a tecnologia pode tornar determinadas atividades mais eficientes, passando a incluir também a forma como pode ocorrer a adaptação da estrutura (e as infraestruturas) do mercado a novos modelos de negócios e de organização baseados em DLT. Essa

¹⁴ EUROPEAN CENTRAL BANK. *The use of DLT in post-trade processes*. ECB, 2021. Disponível em:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.20210412_useofdltposttradeprocesses~958e3af1c8.en.pdf.

¹⁵ LAB – LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. *Relatório de conclusão do trabalho sobre valores mobiliários digitais: estudo sobre emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários digitais no Brasil*. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/08/lab_valores_mobiliarios_digitais.pdf. O estudo também destaca que, embora tais tecnologias possam gerar ganhos potenciais de eficiência, redução de custos e ampliação do acesso ao mercado, sua adoção levanta questões relevantes quanto à redistribuição de responsabilidades entre agentes regulados, à integração com infraestruturas existentes – como sistemas de liquidação e o Sistema de Pagamentos Brasileiro – e à necessidade de adaptações interpretativas ou normativas para preservar os objetivos regulatórios subjacentes às regras vigentes.

adaptação pode exigir a revisão de normas que definem as atribuições de diferentes infraestruturas de mercado financeiro e serviços correlatos.

A evolução da regulação do mercado de capitais pode demandar uma combinação de dois níveis normativos complementares: de um lado, normas gerais que definam deveres, responsabilidades e vedações aplicáveis aos diferentes participantes do mercado; de outro, disposições estruturais capazes de disciplinar como essas funções são exercidas quando da utilização de DLT na representação e circulação de valores mobiliários

Essa dualidade reflete uma tensão inerente ao processo regulatório contemporâneo. Ao mesmo tempo em que a neutralidade tecnológica permite que novas soluções sejam adotadas sem a necessidade de revisões normativas imediatas, surge o risco de criação de normas excessivamente genéricas, que exigem posterior complementação por meio de orientações interpretativas ou ajustes regulatórios específicos.

Não se pode descartar que a evolução da regulação do mercado de capitais venha a exigir disposições normativas mais detalhadas sobre o uso de tecnologias de registro distribuído no desempenho de atividades reguladas, especialmente aquelas relacionadas às infraestruturas de mercado financeiro.

A análise dessas questões evidencia a importância de estudos técnicos – como a presente pesquisa – que permitam compreender, de maneira estruturada, como a utilização de DLT pode afetar a organização das infraestruturas do mercado de capitais e o cumprimento das obrigações regulatórias atualmente aplicáveis aos seus participantes.

Ao examinar experiências práticas, iniciativas regulatórias e possíveis arranjos institucionais decorrentes da adoção dessas tecnologias, a pesquisa descrita nesta série busca oferecer subsídios para a identificação de oportunidades de modernização regulatória, ao mesmo tempo em que aponta riscos e desafios que devem ser considerados no desenho de eventuais ajustes normativos.

Assim, a investigação desenvolvida procura contribuir para o debate regulatório em curso, fornecendo elementos técnicos que possam apoiar a evolução do arcabouço regulatório de forma consistente com os objetivos de eficiência de mercado, inovação responsável e proteção dos investidores.

4. Estrutura deste Relatório

O presente Relatório de Pesquisa foi organizado em quatro partes principais, que refletem a progressão analítica do estudo.

A primeira parte apresenta o contexto institucional da pesquisa, incluindo a introdução do tema, a apresentação do IFD e a descrição do escopo da pesquisa e da estrutura do relatório. Também é discutido o contexto regulatório relacionado à revisão das Resoluções CVM nº 135/2022 e nº 31/2021, com destaque para os regimes experimentais adotados pela CVM, os conceitos de tokenização e o princípio da neutralidade tecnológica.

A segunda parte examina, de forma detalhada, a interação entre o arcabouço normativo vigente e o uso de tecnologias emergentes. Inicialmente, é apresentado o mapeamento das obrigações regulatórias e requisitos técnicos aplicáveis aos prestadores de serviços de infraestruturas de mercado. Em seguida, são discutidos os fundamentos conceituais da DLT e suas potenciais aplicações. Por fim, é analisada a estrutura atual das infraestruturas de mercado financeiro e de pós-negociação, com a identificação de pontos de fricção regulatória e do potencial de simplificação estrutural associado ao uso de DLT.

A terceira parte apresenta os resultados da pesquisa de campo realizada junto a prestadores de serviços no Brasil, bem como um estudo comparado de experiências internacionais relevantes. São examinados, em particular, os desenvolvimentos regulatórios e institucionais observados nos Estados Unidos e na Suíça, além de iniciativas conduzidas por infraestruturas de mercado

estrangeiras. Essa parte também inclui a análise de diretrizes e recomendações formuladas por organismos multilaterais.

A última parte do relatório discute as oportunidades, riscos e desafios associados à adoção de DLT no mercado de capitais, incluindo barreiras técnicas e comerciais para sua implementação em larga escala. Com base nas evidências coletadas ao longo da pesquisa, são apresentadas sugestões de adaptação normativa voltadas a acomodar o uso da tecnologia em determinados segmentos do mercado, seguidas de uma síntese dos principais achados e recomendações estratégicas para o regulador.

5. Resumo

O Instituto de Finanças Digitais (IFD), instituição de ciência, tecnologia e inovação sem fins lucrativos, conduz, no âmbito do Acordo de Cooperação Técnica firmado com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em outubro de 2023, pesquisas voltadas ao arcabouço regulatório do mercado de capitais. Este capítulo introdutório delimita o objeto do estudo, a interação entre o uso de tecnologias de registro distribuído (*Distributed Ledger Technology*, DLT) por prestadores de serviços e as normas que lhes são aplicáveis.

A pesquisa foi organizada em etapas analíticas complementares. Examinou os fundamentos tecnológicos da DLT, mapeou as normas vigentes aplicáveis às infraestruturas de mercado financeiro e aos serviços correlatos, avaliou as práticas dos participantes do mercado brasileiro por meio de entrevistas, estudou experiências internacionais e analisou recomendações de organismos multilaterais como o BIS, o FSB, a IOSCO, a OECD e o Banco Mundial. O objetivo final foi consolidar subsídios técnicos para os processos de revisão das Resoluções CVM nº 135/2022 e nº 31/2021, previstos na agenda regulatória da autarquia.

O capítulo sustenta que a regulação precisa acompanhar o desenvolvimento tecnológico para preservar a integridade das transações, a proteção dos investidores e o funcionamento das infraestruturas de mercado. A revisão normativa dirige atenção à negociação secundária de valores mobiliários, complementando iniciativas de ampliação do acesso ao mercado primário, como o regime FÁCIL e as ofertas por plataformas de *crowdfunding*, e alcança as regras das entidades administradoras de mercados organizados, dos depositários centrais, dos custodiantes e dos escrituradores.

No tratamento da tokenização, o texto reafirma a abordagem funcional consolidada no Parecer de Orientação CVM nº 40/2022, segundo a qual a representação digital de um ativo não altera sua natureza jurídica, e o princípio

same risk, same regulation, que sujeita a riscos equivalentes regimes equivalentes. Esses parâmetros sustentam a neutralidade tecnológica, sem afastar a possibilidade de que a redistribuição de funções de pós-negociação viabilizada pela DLT venha a exigir disposições normativas mais específicas. A investigação busca, assim, oferecer elementos técnicos para a modernização regulatória, de forma consistente com a eficiência do mercado, a inovação responsável e a proteção dos investidores.