



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE

São Paulo, 05 de julho de 2023.

Aos prestadores de serviço envolvidos na atividade de “tokenização” (“exchanges” ou “tokenizadoras”), consultores de crédito, estruturadores e cedentes de direitos creditórios

Assunto: **Complemento ao Ofício Circular nº 4/2023-CVM/SSE - “tokens de recebíveis” ou “tokens de renda fixa”.**

Prezados e Prezadas,

1. O presente Ofício Circular tem como objetivo complementar as manifestações desta Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE), contidas no Ofício Circular nº 4/2023-CVM/SSE (“OC 4/23”), acerca dos denominados *tokens* de recebíveis ou *tokens* renda fixa (em conjunto “TR”).
2. Inicialmente, este Ofício Circular aborda o objetivo e escopo de um Ofício Circular expedido pelas áreas técnicas da CVM.
3. Na sequência, busca detalhar quando um TR pode ser caracterizado como operação de securitização ou apenas como contrato de investimento coletivo, ambos valores mobiliários quando ofertados publicamente.
4. Em seguida, o Ofício aborda as questões que envolvem as ofertas públicas de Cédulas de Crédito Bancário, Certificados de Cédulas de Crédito Bancário ou Cédulas de Crédito Imobiliário.
5. Por fim, são manifestadas algumas interpretações da SSE sobre a aplicação de dispositivos da Resolução CVM nº 88/22 às ofertas de TR.

#### **I - Características e objetivos de um Ofício Circular e o contexto do OC 4/23**

6. Destaca-se o objetivo de um Ofício-Circular, conforme previsto na Resolução CVM nº 1/2020:

“consubstanciar os atos por meio dos quais as superintendências da CVM dão

orientações, recomendações e diretrizes, cujo não atendimento não implique aos destinatários consequências jurídicas, efetivas ou potenciais, quanto à forma de cumprir as obrigações impostas pela Lei nº 6.385, de 1976, pela Lei nº 6.404, de 1976, pelas Resoluções da CVM, bem como quanto às orientações contidas nas Instruções Normativas, observados os precedentes do Colegiado, se houver.”

7. Nesses termos, as orientações do OC 4/23 e do presente não têm caráter normativo, mas visam dar publicidade às interpretações desta SSE acerca das possibilidades de enquadramento dos TR como valores mobiliários.

8. Ao longo dos anos de 2022 e 2023 esta área técnica recebeu consultas e realizou ações de supervisão envolvendo diferentes modalidades de *tokens*, incluindo os TR que motivaram a elaboração do OC 4/23. As consultas recebidas pela SSE demonstraram haver dúvidas de participantes desse mercado sobre a caracterização como valores mobiliários de determinados investimentos ofertados, ou seja, não se trata de conceito que já esteja cristalizado.

9. As análises demonstraram que há captação de poupança popular via oferta pública de determinadas modalidades de investimento, caracterizadas como contratos de investimento coletivo, atraindo a competência desta Autarquia.

10. Em relação aos TR, entende-se que tais modalidades de investimento oferecem possibilidades de remuneração aos investidores, seja por meio do rendimento com juros ou pela aplicação de uma taxa de desconto com objetivo de proporcionar um ganho de capital.

11. Em síntese, notam-se, em ofertas de TR, evidências de expectativas de rendimento, de ganho de capital ou de ambos, que são considerados, em conjunto, como remuneração que advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, de que trata o art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76.

12. O esforço do empreendedor ou de terceiros, como detalhado no OC 4/23, pode ser identificado na atividade de estruturação da oferta pública ou na formatação e cálculo da remuneração que será oferecida.

13. O propósito do OC 4/23 não foi o de debater a tecnologia utilizada nas emissões, mas sim de trazer clareza de que determinadas modalidades de investimento em direitos creditórios podem se caracterizar como valores mobiliários quando ofertadas publicamente, no entendimento desta SSE.

14. Inclusive, ressalta-se que tal entendimento não é inovador, haja vista decisão do Colegiado de 22 de janeiro de 2008 ([https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080122\\_R1/20080122\\_D01.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080122_R1/20080122_D01.html)) em que, por unanimidade, considerou que Cédulas de Crédito Bancário - CCB eram consideradas valores mobiliários quando ofertadas publicamente. O voto condutor na época, inclusive, aplicou o *Howey Test* para tal conclusão.

15. Como descrito adiante, a oferta pública de CCB deixou de ser considerada como oferta de valor mobiliário quando atendidos os requisitos estabelecidos pela Lei nº 13.986, de 2020. Contudo, desde 2008 já há manifestação pública desta Autarquia no sentido de considerar como oferta de valor mobiliário determinadas ofertas públicas de direitos creditórios, quando preenchidas algumas características.

16. Haja vista as diversas possibilidades de estruturação de TR, o OC 4/23 foi propositalmente genérico ao afirmar que determinadas estruturas “podem” ser caracterizadas como valores mobiliários, seja por serem consideradas ofertas públicas de operações de securitização (Lei nº 14.430/22) ou contratos de investimento coletivo (Lei nº 6.385/76).

17. O OC 4/23 não teve como objetivo detalhar todas as possibilidades de TR, mas divulgou algumas características essenciais para o possível enquadramento de determinadas modalidades desses *tokens* como valores mobiliários.

18. Ressalta-se que o OC 4/23 buscou trazer o entendimento desta SSE sobre os *tokens* de recebíveis ou renda fixa, mas se amparou nas orientações gerais emanadas do Colegiado desta CVM e dispostas no Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 (“PO 40”). Conforme o PO 40: “A CVM entende que o token referenciado a ativo pode ou não ser um valor mobiliário e que sua caracterização como tal dependerá da **essência econômica dos direitos conferidos a seus titulares**, bem como poderá depender da função que assuma ao longo do desempenho do projeto a ele relacionado” (grifos nossos).

19. Outro ponto que deve ser ressaltado é a possível equiparação de um token com uma operação de securitização, como abordado de forma geral no PO 40: “Nesse sentido, vale mencionar que a prática de mercado vem demonstrando que um token pode representar não só ativos, como também direitos de remuneração por empreendimento, **direito a receber relacionado a estruturas assemelhadas às de securitização**, ou, ainda, direito de voto. A esse respeito, notamos que alguns desses modelos aproximam os tokens emitidos do conceito de valor mobiliário....” (grifos nossos).

20. Como mencionado no OC 4/23, o PO 40 trouxe ainda a menção à operação de securitização como a nova possibilidade de enquadramento de um 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”* (grifos nossos)

21. A Lei nº 14.430/22 trouxe não somente a possibilidade de securitização via Certificado de Recebíveis, mas, de forma genérica, via outros títulos e valores mobiliários de securitização.

22. Assim, entende-se que cabe aos ofertantes de investimentos avaliar a aderência total ou parcial de suas ofertas às orientações do PO 40, do OC 4/23 e do presente Ofício Circular, de forma a concluir pela necessidade ou não de se submeterem à regulação desta Autarquia.

## **II - Diferenças entre operação de securitização e contrato de investimento coletivo.**

23. O OC 4/23 não distinguiu quando as modalidades de TR ofertadas publicamente se caracterizam como operação de securitização, contrato de investimento coletivo, ou ambos.

24. Assim, é possível que determinada modalidade de TR seja considerada como contrato de investimento coletivo, sem necessariamente se enquadrar como operação de securitização. Ou seja, nessa hipótese o atendimento às normas da CVM é igualmente requerido, contudo, não haveria obrigatoriedade da atuação de companhia securitizadora.

25. Conforme disposto no art. 18, parágrafo único, da Lei 14.430, de 2022:

*“É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores*

mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.”

26. A título ilustrativo, a oferta pública de uma duplicata pelo cedente, por meio de instrumento de cessão civil, pode ser considerada uma operação de securitização, se presente alguns dos requisitos explorados mais à frente, pois entende-se que há a emissão de um valor mobiliário, nesse caso o próprio contrato de investimento coletivo, lastreado na duplicata.

27. Como descrito no PO 40, o fato de um ativo ser desenvolvido ou ofertado digitalmente, por meio criptográfico ou baseado em tecnologia de registro distribuído, é irrelevante para o seu enquadramento como valor mobiliário.

28. Esta área técnica entende que a “tokenização” é um processo de representar digitalmente um ativo ou a propriedade de um ativo, o que facilita a sua distribuição para investidores. Portanto, quando é ofertado publicamente um *token* que represente contrato de investimento coletivo em recebíveis (i.e.: *tokens* de um instrumento de cessão), ele poderá ser considerado um valor mobiliário lastreado no crédito ou no direito creditório.

29. A SSE considera, no caso ilustrado acima, que o direito creditório é a base para a emissão do contrato ofertado, sendo, assim, considerado o seu lastro. Nos casos explorados no âmbito do OC 4/23, pode-se entender que o TR corresponde a um contrato de investimento coletivo, ou seja, corresponde ao valor mobiliário que é lastreado, embasado ou fundamentado no direito creditório.

30. Uma duplicata, isoladamente, por exemplo, não corresponde a um valor mobiliário. Mas, o contrato de investimento coletivo lastreado na duplicata é um valor mobiliário, e, no exemplo acima, pode ser materializado pelo instrumento de cessão ofertado publicamente, resguardas as demais análises contidas no OC 4/23.

31. Esta SSE entende que alguns TR, apesar de se enquadrarem como valores mobiliários, como explorado no OC 4/23, podem não se caracterizar como operação de securitização, quando, cumulativamente:

a) há oferta pública de um único direito creditório, via instrumento de cessão ou outra modalidade, sem coobrigação ou outra forma de retenção de risco pelo cedente ou por terceiro;

b) o fluxo de caixa do direito creditório flui diretamente para os investidores, com a mínima interferência do cedente ou de terceiros para viabilizar o repasse do fluxo;

c) não há mecanismos predeterminados para a substituição, recompra ou revolvência do direito creditório cedido, nem qualquer coobrigação pelo adimplemento do contrato de investimento coletivo ofertado;

d) não há prestadores de serviço previamente contratados, como, por exemplo, os equivalentes aos de custódia, escrituração, depositário, agente fiduciário, cobrança ordinária do direito creditório ofertado ou serviço de monitoramento ou acompanhamento; ou seja, não houve um “empacotamento” do direito creditório com serviços, mas sim a venda direta; e

e) em caso de inadimplência, cabe ao investidor adotar as medidas de cobrança judiciais ou extrajudiciais, podendo o investidor, diretamente as suas expensas, contratar agentes de cobrança.

32. Considerando a venda perfeita e acabada de um único ativo (*true sale*), esta SSE entende que pode restar descaracterizada a operação de securitização,

devendo-se observar as demais características descritas no OC 4/23 para concluir se o ativo ofertado se caracteriza como contrato de investimento coletivo.

33. Esta SSE entende que o conjunto compreendido pelo ativo (direito creditório), pela oferta pública de distribuição (como *token* ou através de outro meio) e pela expectativa de ganho (remuneração) para o investidor, como explorado no OC 4/23, pode caracterizar uma oferta de investimento, no mínimo, como de contrato de investimento coletivo, quando não restarem presentes outras condições para a caracterização de uma operação de securitização.

34. A operação de securitização geralmente se caracteriza pela: (i) aquisição de direitos creditórios por um veículo; (ii) a emissão de títulos por esse veículo lastreados nos direitos creditórios; e (iii) a vinculação do pagamento do título ao recebimento dos direitos creditórios. Não necessariamente nessa ordem, pois, geralmente, os investidores realizam o aporte para que haja a aquisição dos direitos creditórios pelo veículo.

35. Esta SSE entende que a ordem inversa dos acontecimentos é prática do mercado de securitização, e, inclusive, está amparada na Lei 14.430 que permite que haja a emissão com a posterior aquisição do lastro do certificado de recebíveis no momento da sua integralização pelos investidores, conforme art. 20, § 2º.

36. No caso dos TR, pode haver a operação de securitização quando há aquisição de direito creditório para a emissão de um valor mobiliário, no caso o contrato de investimento coletivo, e a vinculação do pagamento do contrato ao recebimento dos direitos creditórios.

37. O contrato de investimento coletivo, ao mesmo tempo em que se tipifica como um valor mobiliário, viabiliza a aquisição e a incorporação do direito creditório, quando observados os requisitos previstos no OC 4/23, de forma semelhante à um “veículo de investimento” que promove o “empacotamento” do direito creditório, com o cedente ou terceiros oferecendo os serviços de cálculo para determinar a remuneração a ser ofertada ou desempenhando as atividades de seleção, análise de risco, precificação, aquisição, manutenção, custódia ou gestão, seja do(s) direito(s) creditório(s) ou de seu fluxo de caixa, inclusive em atividades de cobrança.

38. Tal fluxo é similar à operação de securitização via securitizadora, em que o patrimônio separado, representado pelo certificado de recebíveis, é o veículo economicamente responsável pela aquisição dos direitos creditórios, depois de aportados os recursos pelos investidores. A companhia securitizadora é a responsável por viabilizar tal aquisição e administrar o patrimônio, pois, sem os recursos aportados pelos investidores, não haveria aquisição, por parte da companhia securitizadora, para a colocação pública dos certificados de recebíveis.

39. Nos termos da Lei nº 14.430/22, a realização de operações de securitização é a finalidade das companhias securitizadoras, sejam elas: (a) as de capital aberto e registradas na CVM nos termos da Resolução CVM nº 60/21, para a realização de ofertas públicas registradas no âmbito da Resolução CVM nº 160/22; (b) as de capital fechado para a realização de ofertas públicas dispensadas de registro no âmbito da Resolução CVM nº 88/22; ou (c) as de capital fechado para colocações privadas, o que não atrai a competência desta Autarquia.

40. Não há pretensão de se esgotar, neste Ofício Circular, todas as possibilidades e diferenças entre um contrato de investimento coletivo e uma operação de securitização, tampouco as particularidades que envolvem as diferentes modalidades de TR.

41. Esta SSE entende que, ao se adotar o modelo previsto na Resolução CVM nº 88/22, a oferta pública de títulos e valores mobiliários representativos de

operações de securitização tende a não acrescer em demasiado os custos operacionais envolvidos, haja vista a possibilidade de que a própria plataforma de *crowdfunding* exerça a atividade de securitização, desde que a mesma seja constituída sob a forma de sociedade por ações que tenha entre as suas finalidades a realização de operações de securitização e inclua o CNAE específico em seu CNPJ.

42. Ainda, esta área técnica entende que a “tokenização” de certificados de recebíveis não se diferencia, na prática, da “tokenização” de um contrato de cessão. Não há prejuízo, ou impactos negativos na eficiência, ao se “tokenizar” certificados ou contratos de cessão sendo que os certificados de recebíveis se materializam por meio do termo de securitização e a cessão por meio de outro instrumento jurídico.

43. O contrato de investimento coletivo pode ser considerado como o valor mobiliário de securitização e, portanto, sujeito as disposições da Lei nº 14.430/22. Ainda, como mencionado no OC 4/23, os valores mobiliários ofertados no âmbito da Resolução CVM nº 88/22 são dispensados de depósito.

### **III - Títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira.**

44. O entendimento manifestado no OC 4/2023 não se aplica às ofertas públicas de Cédula de Crédito Bancário - CCB, Certificado de Cédula de Crédito Bancário - CCCB ou Cédula de Crédito Imobiliário - CCI (em conjunto “títulos de responsabilidade de instituição financeira”), quando atendidos os requisitos do art. 45-A da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004.

45. Conforme previsto no referido art. 45-A, tais títulos são cambiais de responsabilidade de instituição financeira ou de entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e, conforme art. 2º, § 1º, da Lei nº 6.385, de 1976, são excluídos da competência desta Autarquia.

46. A oferta pública de uma única CCB, CCCB ou CCI não atrai a competência da CVM, pois o art. 2º, § 1º, da Lei nº 6.385 exclui os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira do regime da Lei, ainda que a oferta individual desses títulos possa se caracterizar como operação de securitização quando não atendido algum requisito exemplificado no parágrafo 31 do presente Ofício Circular.

47. Contudo, quando ofertada uma oportunidade de investimento em uma “cesta” lastreada em títulos de responsabilidade de instituição financeira entende-se que pode restar caracterizada a existência de contrato de investimento coletivo ou de uma operação de securitização, ou seja, de um valor mobiliário sujeito a competência desta Autarquia.

48. Essa “cesta” pode corresponder a oferta pública de um único ativo que represente ou corresponda ao investimento em mais de uma CCB, CCCB ou CCI.

49. Nesses casos, pode haver um descasamento entre o fluxo de caixa dos lastros e do correspondente ao contrato de investimento coletivo. Ou seja, o investimento oferecido possui fluxo financeiro de juros ou amortização diferente dos títulos de responsabilidade de instituição financeira que o embasam ou o lastreiam.

50. Portanto, nesse exemplo, a oferta não corresponde ao título de responsabilidade de instituição financeira, mas ao investimento lastreado naqueles títulos.

51. Ainda que não haja o descasamento do fluxo, pode-se restar caracterizado o valor mobiliário via operação de securitização quando a oferta de uma “cesta” de títulos não atenda alguma das características descritas no parágrafo 31 do presente Ofício Circular.

52. Novamente, no caso da oferta de uma “cesta”, pode não ocorrer a oferta

de um título de responsabilidade de instituição financeira, mas sim de um valor mobiliário com características próprias, ainda que o fluxo financeiro seja idêntico ao dos lastros.

53. Por fim, esta SSE entende que CCB, CCI ou CCCB ofertadas individualmente aos investidores não estão na competência desta Autarquia. Contudo, pode restar caracterizada uma operação de securitização e, conseqüentemente, um valor mobiliário quando a oferta pública corresponder a uma “cesta” em que: (a) haja descasamento de fluxo de caixa; ou (b) estejam ausentes uma ou mais das características listadas no parágrafo 31 do presente Ofício-Circular.

#### **IV - Interpretações de dispositivos da Resolução CVM nº 88/22 para as ofertas de TR.**

54. Em complemento às interpretações do OC 4/23 a respeito da utilização do modelo de *crowdfunding*, conforme Resolução CVM nº 88/22, a SSE busca adicionar os entendimentos e interpretações dispostos a seguir.

55. Considerando a oferta pública de títulos ou valores mobiliários representativos de operações de securitização por meio de plataformas de *crowdfunding* regulamentadas pela Resolução CVM nº 88/22, esta SSE entende que o emissor pode ser considerado como o patrimônio separado para todos os efeitos, incluindo:

- a) para o limite de faturamento de R\$ 40 milhões ou R\$ 80 milhões de que trata o art. 2º, inciso VII e § 2º;
- b) para o valor máximo de captação de R\$15 milhões, conforme art. 3º, inciso I;
- c) para o somatório da captação total disposto no art. 3º, § 3º; e
- d) para o prazo de 120 dias de intervalo entre ofertas, conforme art. 3º, § 5º.

56. Essa interpretação se coaduna, por exemplo, com o arcabouço regulatório dos fundos de investimentos, para os quais o patrimônio separado é reconhecido como um emissor (art. 102, § 1º, I, da Instrução CVM nº 555/14 e art. 44, § 1º, I, do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175/22).

57. Assim, esta SSE considera que o entendimento dos parágrafos 38 e 39 do OC 4/23 merece ser retificado, de forma a que, mesmo em uma emissão concentrada, o conceito de receita bruta do emissor possa aplicado ao patrimônio separado e não ao devedor, mantendo assim a uniformização com as normas vigentes para os fundos e outros veículos que investem em ativos de securitização.

58. Resumidamente, um patrimônio separado, que emita valores mobiliários através de companhia securitizadora de capital fechado, pode ser equiparado a sociedade empresária de pequeno porte para todos os efeitos da Resolução CVM nº 88/22 e captar até R\$15 milhões por ano para o mesmo patrimônio separado.

59. Sobre o limite de investimento por investidor, o art. 4º da Resolução CVM nº 88/22 estabelece o teto de R\$ 20 mil por ano calendário para investimentos realizados por investidores em geral.

60. Nesse sentido, esta SSE entende que, uma vez retornada parte ou a totalidade desse valor investido dentro do ano calendário, o investidor pode reinvestir no mesmo ano a parcela correspondente ao principal do valor retornado.

61. O art. 5º, § 1º, da Resolução CVM nº 88/22 dispõe que os montantes transferidos pelos investidores não podem transitar por contas correntes: (i) mantidas em nome da plataforma; (ii) mantidas em nome de sócios,

administradores, e pessoas ligadas à plataforma; e (iii) mantidas em nome de empresas controladas pelas pessoas mencionadas nos incisos I e II deste parágrafo.

62. Nas ofertas de títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização através de plataforma de *crowdfunding*, via de regra, a própria plataforma ou seus sócios estariam impedidos de constituir uma companhia securitizadora para emitir os valores mobiliários de securitização ofertados nesse ambiente.

63. Contudo, esta SSE entende que a vedação se aplica caso a securitizadora realize emissão sem a constituição de patrimônio separado.

64. Considerando o patrimônio separado como emissor para todos os efeitos, entende-se que a vedação do art. 5º, § 1º, não se aplica, uma vez que os recursos transitarão pela conta corrente submetida ao mesmo regime fiduciário do lastro, ou seja, pelo patrimônio separado previsto na Lei 14.430, não se confundindo, assim, com o patrimônio da securitizadora, da plataforma de *crowdfunding* ou de seus sócios.

65. Por fim, esta Superintendência comunica que a CVM dispõe de canal para recebimento de dúvidas em seu Portal na Internet: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/canais\\_atendimento/consultas-reclamacoes-denuncias](https://www.gov.br/cvm/pt-br/canais_atendimento/consultas-reclamacoes-denuncias).

Atenciosamente,

Luis Felipe Lobianco

Gerente de Supervisão de Securitização – GSEC-2

Bruno de Freitas Gomes

Superintendente de Supervisão de Securitização – SSE



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Gerente**, em 05/07/2023, às 08:55, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 05/07/2023, às 08:58, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://super.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1819617** e o código CRC **9810AE18**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://super.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1819617** and the "Código CRC" **9810AE18**.*

