

**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 4/2023/CVM/SSE

São Paulo, 4 de abril de 2023.

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

Assunto: Caracterização dos “tokens de recebíveis” ou “tokens de renda fixa” como valores mobiliários.

Prezados(as),

1. Este Ofício Circular tem o propósito de orientar os prestadores de serviços envolvidos na atividade de tokenização sobre a provável natureza de valor mobiliário dos chamados “*Tokens de Recebíveis*” ou “*Tokens de Renda Fixa*” (em conjunto “TR”), seja nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, ou dos arts. 18, parágrafo único, e 19, da Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022.

2. Adicionalmente, o presente Ofício Circular tem o propósito de esclarecer que determinadas ofertas públicas de distribuição de TR podem ser realizadas nos termos do regime previsto pela Resolução CVM nº 88/2022.

3. Por fim, este Ofício Circular busca orientar, no âmbito dos requisitos da Resolução CVM nº 88/2022, que a página da plataforma na rede mundial de computadores que fizer referência à oferta de *tokens* e os materiais publicitários para

sua promoção devem conter as informações específicas sobre os *tokens*, conforme recomendações do Parecer de Orientação nº 40/2022.

I. Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 – características de um valor mobiliário.

4. Recentemente, a CVM editou o Parecer de Orientação nº 40/2022 (“PO 40”), por meio do qual consolidou o seu entendimento sobre a aplicação da regulação de valores mobiliários a determinados criptoativos. A Autarquia observou que:

a) *“embora a tokenização em si não esteja sujeita a prévia aprovação ou registro na CVM, caso venham a ser emitidos valores mobiliários com fins de distribuição pública, tanto os emissores quanto a oferta pública de tais tokens estarão sujeitos à regulamentação aplicável”*;

b) *“a prática de mercado vem demonstrando que um token pode representar não só ativos, como também (...) direito a receber relacionado a estruturas assemelhadas às de securitização (...). A esse respeito, notamos que alguns desses modelos aproximam os tokens emitidos do conceito de valor mobiliário”*; e

c) *“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 coletivo”* (g.n.).

5. Nesse sentido, a utilização de DLT (*Distributed Ledger Technology*), ou qualquer outra tecnologia na emissão, não descaracteriza a natureza do título enquanto valor mobiliário. Ademais, a caracterização de determinado ativo como valor mobiliário independe de manifestação prévia da CVM. Portanto, os agentes privados devem sempre avaliar se a regulação do mercado de capitais é aplicável aos produtos distribuídos.

6. Caso os *tokens* se caracterizem como valores mobiliários, as normas sobre registro de emissores e de ofertas públicas devem ser respeitadas, bem como as disposições sobre intermediação, escrituração, custódia, depósito centralizado, registro, compensação, liquidação e administração de mercado organizado para negociação de valores mobiliários.

II. Tokens referenciados a recebíveis, tokens de renda fixa ou TR

7. No âmbito das atividades de supervisão da SSE, foram detectadas emissões e ofertas públicas de TR representativos, vinculados ou lastreados em direitos creditórios que, no entendimento da referida área técnica, possuem características de valores mobiliários, sem que houvesse o atendimento às normas aplicáveis ao mercado de capitais.

8. Nesse sentido, esta SSE vem divulgar aos agentes envolvidos, notadamente as “*exchanges*” ou “*tokenizadoras*”, mas também aos emissores, cedentes, consultores e estruturadores, o seu entendimento sobre a provável natureza de valor mobiliário dos TR cuja oferta pública é equiparável à operação de securitização de que trata a Lei nº 14.430/2022 ou oferta de contrato de investimento coletivo (“CIC”) prevista no art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385, de 1976.

9. Ressalta-se que o conceito de oferta pública é disciplinado na Resolução CVM nº 160/2022 e, resumidamente, esta área técnica entende que a propaganda de investimento em TR pode ser caracterizada como oferta pública mesmo quando realizada exclusivamente para pessoas previamente cadastradas, em caso de envio de comunicação que for considerada massificada.

10. Os TR geralmente apresentam as seguintes características:

- a) São ofertados publicamente por meio de “*exchanges*”, “*tokenizadoras*” ou outros meios;
- b) Conferem remuneração fixa, variável ou mista ao investidor;
- c) Podem ser representativos, vinculados ou lastreados em direitos creditórios ou títulos de dívida;
- d) Os pagamentos de juros e amortização ao investidor decorrem do fluxo de caixa de um ou mais direitos creditórios ou títulos de dívida;
- e) Os direitos creditórios ou títulos de dívida representados pelos TR são cedidos ou emitidos em favor dos investidores finais ou de terceiros que fazem a “custódia” do lastro em nome dos investidores;
- f) A remuneração é definida por terceiro que pode ser o emissor do TR, o cedente, o estruturador ou qualquer agente envolvido na operação.

11. Em regra, nesses casos, esta área técnica entende que há uma operação de securitização, que, quando ofertada publicamente, se equipara ao Certificado de Recebível ou outro valor mobiliário de securitização por força dos arts. 18, parágrafo único, e 19 da Lei nº 14.430/2022 - Marco Legal da Securitização.

12. Ainda que o *token* possa não se equiparar diretamente ao Certificado de Recebível ou outro título de securitização, nos termos da Lei nº 14.430/2022, esta SSE entende que os TR, em determinados casos concretos, podem ser valores mobiliários, como resultado de sua caracterização como contrato de investimentos coletivo ofertado publicamente (“CIC”), conforme detalhado adiante.

13. Nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 40/2022, o Colegiado desta Autarquia tem reiteradamente considerado os seguintes requisitos, que têm inspiração no Teste de Howey, para decidir se determinado título ou contrato possui a natureza jurídica de 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; e (vi) *Oferta pública*: esforço de captação de recursos junto à poupança popular”.

14. Nas ofertas de TR, a presença dos requisitos (i) a (iv) e (vi) do Teste de Howey tende a ser evidente. No que diz respeito ao item (i), em regra, há aporte de recursos financeiros pelo investidor, seja em dinheiro ou outro ativo com valor econômico, a exemplo de “*stablecoins*” negociadas ou emitidas pela “*exchange*”.

15. Quanto à formalização referida pelo item (ii), o resultado da tokenização é a aquisição de um *token*, pelo investidor, lastreado, representativo ou vinculado ao direito creditório ou título de dívida adquirido com uma taxa de desconto. O conceito da tokenização sugere que a titularidade do *token* será representada por meio do registro efetivo em rede DLT, ou outra tecnologia, em nome de cada investidor, correspondendo a um título ou contrato.

16. De qualquer forma, é comum que os registros em DLT apontem para titularidade da plataforma ou da cedente dos créditos, não raro com um “bloco mãe” para mera referência da quantidade emitida. Nesse caso, a plataforma geralmente controla, gerencial e internamente, a percentagem destinada a cada cliente em “contas gráficas” com saldo referenciado a determinada quantidade de *tokens*.

17. Seja qual for o procedimento utilizado para registro de titularidade, fato é que a operação de tokenização, por definição, em essência, destina-se a atribuir a propriedade de um título eletrônico a um determinado adquirente: por isso, o requisito do item (ii), referente à formalização, sempre tende a estar cumprido nos casos de TR, para fins da qualificação como valor mobiliário.

18. No que concerne ao ponto (iii), também parece natural que haja investimento de caráter coletivo, tendo em vista que os recursos aportados por todos os investidores são direcionados para a aquisição ou para a vinculação conjunta a direitos creditórios, direta ou indiretamente, os quais serão distribuídos em frações representadas por *tokens* a cada um dos investidores.

19. Observa-se que, via de regra, essa coletividade não possui meios de analisar o risco, a precificação, a aquisição e a gestão dos direitos creditórios representados pelos TR.

20. No que diz respeito ao requisito (iv), entende-se que a oferta dos *tokens* tem como atrativo a expectativa de benefício econômico por parte dos investidores, via remuneração ofertada. Tem-se a mesma clareza quanto aos requisitos para que determinada oferta seja considerada pública, requisito do item (vi), restando esse tema já pacificado e cristalino nas Leis nº 6.404/76, 6.385/76 e na Resolução CVM nº 160/22, bem como no PO 40.

21. Resta, portanto, a avaliação do requisito (v), que exige que o benefício econômico esperado resulte de esforços preponderantes de empreendedor ou de terceiro, o que justifica uma análise mais casuística, voltada a aprofundar características de cada *token* estruturado.

22. De forma geral, a SSE entende que o requisito (v) será satisfeito se os *tokens* forem lastreados, vinculados ou representativos de direitos creditórios ou títulos, cujas 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, sejam desempenhadas, em conjunto ou isoladamente, por terceiros que não o próprio investidor.

23. Esse cenário tende a caracterizar os esforços de terceiro para desempenhar uma parte ou a totalidade dessas atividades, que contribuem para a expectativa dos investidores de benefício econômico, inclusive pela premissa de que se adquire conhecimento do esforço já executado pelo terceiro.

24. Exemplificando, o investidor adquire um *token* com uma determinada taxa de desconto ou remuneração sobre o recebível que foi definida por um terceiro, podendo ser uma consultoria de crédito, o cedente, a “*exchange*” ou “*tokenizadora*”, o emissor de dívida ou qualquer outro agente envolvido na emissão. Nesse exemplo, o terceiro foi responsável (e remunerado) pela análise de crédito do devedor e do seu perfil de risco para a definição da taxa de desconto ou remuneração a ser ofertada aos investidores, caracterizando, assim, o esforço de terceiros, mesmo quando ofertada uma faixa de taxas de desconto.

25. Da mesma forma, as atividades de cobrança ou de repasse dos fluxos de caixa ordinários tendem a caracterizar, na visão desta SSE, o esforço do empreendedor ou terceiros de que trata o requisito (v).

26. Nesse sentido, reforçamos que a relevância dos esforços de terceiros para a expectativa dos investidores é evidente, especialmente, quando: (i) o investidor não tem acesso às informações financeiras do devedor e não analisa o seu risco de crédito para fins de determinação da taxa de desconto ou remuneração ou, ainda que tenha acesso, não tem a capacidade técnica para realizar tal análise; e, assim, (ii) a decisão de investimento é sobretudo embasada pela confiança no esforço e na capacidade técnica de terceiro.

27. A SSE destaca que as ofertas públicas em que há coobrigação do cedente ou de terceiros para adimplemento dos *tokens* são, igualmente, consideradas como de contratos de investimento coletivo, já que o esforço do cedente ou de terceiros para o sucesso do investimento é relevante para a expectativa de benefício econômico dos investidores.

28. No mais, reafirma-se que, mesmo com a cessão civil do direito creditório aos investidores, essa formalização não descaracteriza a natureza jurídica do TR como um valor mobiliário ofertado publicamente. Comumente, a operação é, de fato, caracterizada pela oferta de aquisição de fração ideal dos direitos creditórios, ou títulos de dívida. Em regra, são relevantes os esforços de terceiro e há securitização de fato para pulverizar o risco de atividade por meio da oferta de oportunidades de investimento, nos termos expostos acima.

29. A esse respeito, frisamos que, ainda que haja cessão direta da integralidade de título de crédito em benefício de cada investidor, a SSE compreende que pode se tratar de securitização de fato e, assim, de um valor mobiliário previsto na Lei nº 14.430/22 ou na Lei nº 6.385/76.

30. Nesse sentido, mesmo em casos de cessão direta, sem qualquer intervenção posterior do cedente ou terceiro, podem ser observados esforços prévios, como exposto acima, por exemplo, para seleção do título a ser cedido, sua análise de risco, precificação, aquisição prévia, manutenção ou gestão prévias, seja do(s) direito(s) creditório(s) ou de seu fluxo de caixa, inclusive em atividades de cobrança, que podem caracterizar a existência de esforço do empreendedor ou de terceiros.

31. Independentemente da formalização do título distribuído, a natureza de valor mobiliário estará caracterizada sempre que a expectativa de benefício econômico advier do esforço realizado pelo empreendedor ou terceiro, por exemplo, cedente, originador, “*exchange*”, consultoria ou outro estruturador, presentes os demais requisitos do Teste de Howey, ou sempre que houver equiparação de fato à essência econômica da securitização.

III. Possibilidade da utilização da Resolução CVM nº 88/22 para a realização de ofertas de TR

32. A SSE compreende os desafios operacionais para o registro da oferta de TR e a necessária compatibilidade da sua tecnologia com a infraestrutura do mercado de capitais, principalmente com relação às atividades de registro, escrituração, depósito e custódia.

33. Nesse sentido, a SSE observa que as ofertas de TR de até R\$15 milhões podem ser compatibilizadas com o modelo regulatório de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários de securitização, previstos na Lei nº 14.430/22, e de *Crowdfunding*, podendo ser emitidos por Companhias Securitizadoras de capital fechado, sem registro na CVM, e conduzidas por meio das plataformas registradas sob o regime da Resolução CVM nº 88/22, desde que cumpridos os mesmos requisitos previstos nas referidas Lei e Resolução.

34. Os títulos de securitização emitidos por companhias securitizadoras de capital fechado podem ser “tokenizados” e ofertados via plataformas de *crowdfunding*, o que possibilitaria a compatibilização da tecnologia dos *tokens* com aquelas utilizadas na infraestrutura das plataformas, haja vista o regime regulatório especial da Resolução CVM nº 88/22, que dispensa, em certas situações, a contratação da infraestrutura tradicional do mercado de capitais.

35. Especialmente, deverão ser observados os requisitos que concernem à receita bruta anual da emissora, sociedade empresária de pequeno porte, previstos no art. 2º, inciso VII e §2º, da referida Resolução, a serem aplicados à companhia securitizadora emissora do título de securitização.

36. Contudo, caso o título seja objeto de instituição do regime fiduciário de que trata o art. 26 da Lei nº 14.430/22, esta SSE entende que o patrimônio separado

instituído pode ser considerado o emissor para fins de atendimento dos limites de receita bruta da Resolução CVM nº 88/22.

37. Nesse sentido, o patrimônio separado não poderá extrapolar a receita bruta anual de R\$40 milhões ou de R\$80 milhões, considerando o grupo econômico do patrimônio separado, sendo a oferta do título objeto de patrimônio separado limitada a R\$15 milhões anuais.

38. Em uma emissão concentrada em apenas um devedor, ou de devedores que sejam partes relacionadas entre si, a SSE entende que o conceito de receita bruta anual deve ser aplicado a este devedor ou suas partes relacionadas, considerados conjuntamente, e não ao patrimônio separado.

39. Esse entendimento decorre do fato de que a estrutura exemplificada se equipara à dívida de um único devedor que, para determinados fins, pode ser equiparado ao emissor, principalmente quando há constituição de patrimônio separado. O título de securitização, nesse exemplo, serviria apenas de anteparo entre o real devedor e o investidor.

40. Igualmente, ainda nesse exemplo com devedor único, a SSE entende que o conceito de parte relacionada deve ser aplicado ao devedor do lastro para fins de aplicação do limite de receita consolidada previsto no art. 2º, § 2º, da Resolução CVM nº 88/22.

41. Os requisitos da Lei nº 14.430/2022 para a constituição de termo de securitização ou outro instrumento de emissão também deverão ser respeitados, já que o TR equivalerá juridicamente a um Certificado de Recebível, debênture ou outro título de securitização previsto na regulamentação em vigor.

42. Em especial, considerando a “tokenização” do título, o conteúdo mínimo do termo de securitização deve estar registrado na rede DLT, identificando cada *token*.

IV. Escrituração - Capítulo IV da Resolução CVM nº 88/2022.

43. Ressalta-se a obrigatoriedade de que a sociedade empresária de pequeno porte, ou, no caso das ofertas de TR, a companhia securitizadora, contrate escriturador para ofertas de TR nas hipóteses previstas pelos arts. 12 e 13 da Resolução CVM nº 88/2022.

44. Na hipótese do artigo 12 dessa Resolução, os simples registros em rede DLT não equivalem ao controle de titularidade previsto. Ainda, o *token* não substitui o valor mobiliário em sua representação cartular ou escritural, tampouco atua como certificado do mesmo.

45. Para os casos em que a Resolução nº 88/22 admite controle de titularidade de valor mobiliário ou de participação societária pela própria plataforma de *crowdfunding*, a plataforma contratada para prestar esse serviço poderá se valer dos registros na rede *blockchain*, desde que seja possível controlar e comprovar a titularidade e a existência de transações.

V. Depósito

46. A SSE observa que a exceção à necessidade de depósito de valores mobiliários ofertados publicamente aplicável a ofertas realizadas por meio de plataforma de *crowdfunding* abarca também as ofertas de títulos de securitização “tokenizados” emitidos por companhias securitizadoras.

47. Nesse sentido, a SSE entende que os títulos ofertados por meio de plataformas de *Crowdfunding* não precisam ser levados a depósito, conforme exceção do art. 4º, parágrafo único, inciso IV, da Resolução CVM nº 31/2021 c/c as disposições do Capítulo IV da Resolução CVM nº 88/2022, considerando a competência da CVM disposta no art. 19 da Lei nº 14.430/22, que prevalece, em se tratando de matéria específica, sobre art. 23, parágrafo único, inciso I, da Lei nº 14.430/22.

VI. Divulgação de Informações Específicas sobre os Ativos Tokenizados

48. O PO 40 recomendou aos ofertantes de valores mobiliários com utilização de tecnologia *blockchain* que divulgassem informações específicas sobre os ativos em questão, em linguagem adequada à compreensão pelo público em geral.

49. A orientação visou promover plena transparência informacional, inspirada pelo princípio de “*full and fair disclosure*”, especialmente tendo em vista as particularidades técnicas dos ativos em questão.

50. Esta SSE ressalta a importância de se observar aquele Parecer, com destaque para os itens “5.1. Informações sobre os Direitos dos Titulares dos Tokens” e “5.2. Informações sobre Negociação, Infraestrutura e Propriedade dos Tokens”, além dos requisitos da Resolução CVM nº 88/22.

51. Por fim, esta Superintendência comunica que a CVM dispõe de canal para recebimento de dúvidas e denúncias em seu website: https://www.gov.br/cvm/pt-br/canais_atendimento/consultas-reclamacoes-denuncias.

Atenciosamente,

Bruno de Freitas Gomes

Superintendente de Supervisão de Securitização - SSE

Luís Lobianco

Gerente de Supervisão de Securitização - GSEC-2



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Gerente**, em 04/04/2023, às 10:42, 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 04/04/2023, às 10:51, 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, informando o código verificador **1741426** e o código CRC **0D671FC6**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 1741426 and the "Código CRC" 0D671FC6.