



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

NOTA TÉCNICA Nº 1/2025-CVM/SDM

Assunto: Dispensa de Análise de Impacto Regulatório (AIR) - Proposta Normativa que revoga e substitui a Resolução CVM 88 e inclui ajustes acessórios e complementares em outras normas da CVM

1. INTRODUÇÃO E ARCABOUÇO REGULATÓRIO

1.1. A Instrução CVM 588/2017, sucedida pela Resolução CVM 88/2022, instituiu um regime inovador que democratizou o acesso ao mercado de capitais para sociedades empresárias de pequeno porte por meio de ofertas públicas, dispensadas de registro, conduzidas por plataformas eletrônicas de investimento participativo, conhecidas como plataformas de *crowdfunding*. Essa estrutura regulatória foi concebida para ampliar as alternativas de financiamento para empresas em estágios iniciais ou em expansão, estabelecendo um regime regulatório proporcional e alternativo ao rito tradicional de ofertas públicas.

1.2. Especialmente após a edição dos Ofícios-Circulares SSE 04/2023 e 06/2023 (“ofícios-circulares”), que estabeleceram a equiparação excepcional dos patrimônios separados das companhias securitizadoras de capital fechado às sociedades empresárias de pequeno porte e reconheceram a possibilidade de oferta, via *crowdfunding*, de *tokens* representativos de certificados de recebíveis e de outros títulos de securitização, observou-se um uso crescente da Resolução CVM 88 por companhias securitizadoras para estruturar suas operações, expandindo o escopo da norma inicialmente previsto.

1.3. Saliente-se que a equiparação realizada, emergencialmente, teve por objetivo lidar com situação prática observada no mercado: a oferta de *tokens* era então realizada por agentes denominados *exchanges*, sem registro na CVM. Tendo em vista se tratar de inovação de mercado e de maneira a acomodar, na regulação vigente, as ofertas então realizadas, a SSE orientou os promotores de tais operações a utilizar o regime de *crowdfunding*.

1.4. Apesar de a solução ter obtido sucesso, é notório reconhecer que o regime não havia sido originalmente pensado para operações de securitização. Destaca-se, também, que a equiparação dos patrimônios separados às sociedades de pequeno porte, embora tenha servido para se impor adequadamente os limites de captação por oferta, não foi capaz de lidar de maneira apropriada com o regime aplicável às companhias securitizadoras, dado que a estas foi estendida dispensa de registro de emissor própria das sociedades empresárias de pequeno porte.

1.5. Nesse ponto, é válido resgatar o histórico da regulamentação aplicável às companhias securitizadoras. Até recentemente, elas eram tratadas pela CVM sob a mesma ótica aplicável aos emissores tradicionais de valores mobiliários, estando sujeitas à Instrução CVM 480, um regime que foi construído para regulamentar a ampla prestação de informações ao mercado que deve ser provida por um emissor que se pressupõe listado e cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercados organizados.

1.6. Contudo, com o passar do tempo, a CVM consolidou o seu entendimento de que tal regime não capturava todas as nuances da atuação das companhias securitizadoras, tendo se mostrado pouco adequado às suas atividades, deveres e obrigações para com os investidores. Assim, em 2021, editou-se a Resolução CVM 60,

norma que reconheceu o papel diferenciado dessas companhias e impôs um regime regulatório próprio, a elas customizado, e com regras comuns aos prestadores de serviços fiduciários, abrangendo exigências específicas de estrutura e governança, deveres de conduta, procedimentos e controles internos, responsabilidades e regime informacional.

1.7. O registro da companhia securitizadora junto à CVM passou a contemplar muito mais elementos do que a qualidade das informações financeiras e operacionais de tais companhias: exige-se, agora, que tenha estrutura compatível com as atividades e a prestação de serviço de administração fiduciária dos patrimônios separados que a ela cabe gerir em prol dos investidores.

1.8. A criação da SSE - Superintendência de Securitização e Agronegócio - em 2021, complementou esse processo de diferenciação, com a constituição de uma área própria e especializada para supervisionar e interagir com esse agente de mercado.

1.9. À luz deste complexo cenário, a CVM se viu instada a alterar e atualizar o regime da Resolução CVM 88, de forma a contemplar, de maneira permanente e adequada, a admissão das companhias securitizadoras como emissores elegíveis a captar recursos por meio do rito de oferta disciplinado por esta Resolução. De forma a aproveitar a oportunidade de revisão da norma, são consideradas outras alterações decorrentes de sugestões recebidas de agentes de mercado nas interações comuns realizadas a partir do anúncio de que o tema passou a constar da Agenda Regulatória da CVM.

1.10. Esta Nota Técnica visa a fundamentar a dispensa de AIR para justificar as alterações propostas no regime da Resolução CVM 88. Nesse sentido, o Decreto nº 10.411/2020 e a Resolução CVM 67/2022 estabelecem que alterações normativas de interesse geral devem ser precedidas de Análise de Impacto Regulatório (AIR), exceto quando se enquadram em hipóteses de dispensa devidamente fundamentadas.

2. FUNDAMENTAÇÃO DA DISPENSA DE AIR

2.1. A Minuta de ato normativo submetida à consulta pública, que revoga e substitui a Resolução CVM 88, não foi precedida por análise de impacto regulatório (AIR), em conformidade com os incisos III (baixo impacto), V, alínea “b” (higidez do mercado) e VII (redução de exigências e restrições) do art. 4º do Decreto nº 10.411/2020 e, respectivamente e de forma correspondentes, os incisos III, V e VII do art. 14 da Resolução CVM 67.

2.2. Tendo em vista a intenção da CVM de expandir o regime em diversos aspectos, mas, principalmente, para permitir a captação por outros tipos de emissores para além das sociedades empresárias de pequeno porte, incluindo, naturalmente, as securitizadoras, mas também os produtores rurais pessoa natural e as cooperativas, trata-se de uma iniciativa regulatória que, essencialmente, remove restrições regulatórias.

2.3. Também são propostas alterações para remover restrições relacionadas: (i) aos investidores aptos a adquirir valores mobiliários no contexto de transações subsequentes; (ii) ao limite de investimento individual, que passa a ser contabilizado em cada plataforma e não globalmente; (iii) aos limites de captação de recursos dos emissores; (iv) a diversos aspectos operacionais associados ao rito de oferta pública, como o valor mínimo de captação; (v) à possibilidade captação prévia de recursos por parte do investidor líder; (vi) às possibilidades de distribuição da oferta, sendo incluída a participação de intermediários tradicionais por meio da distribuição por conta e ordem; dentre outros.

2.4. Essas propostas ampliam o escopo da norma, eliminando restrições que facilitam a captação de recursos por meio da Resolução CVM 88, cujo rito apresenta custos inferiores em relação a alternativas tradicionais de oferta pública, como aquelas realizadas sob a Instrução CVM 160, ou a outros mecanismos de financiamento fora do mercado de capitais. Percebe-se, assim, que maior parte das alterações se encaixa na dispensa prevista no VII do art. 4º do Decreto nº 10.411/2020: ato normativo que reduza

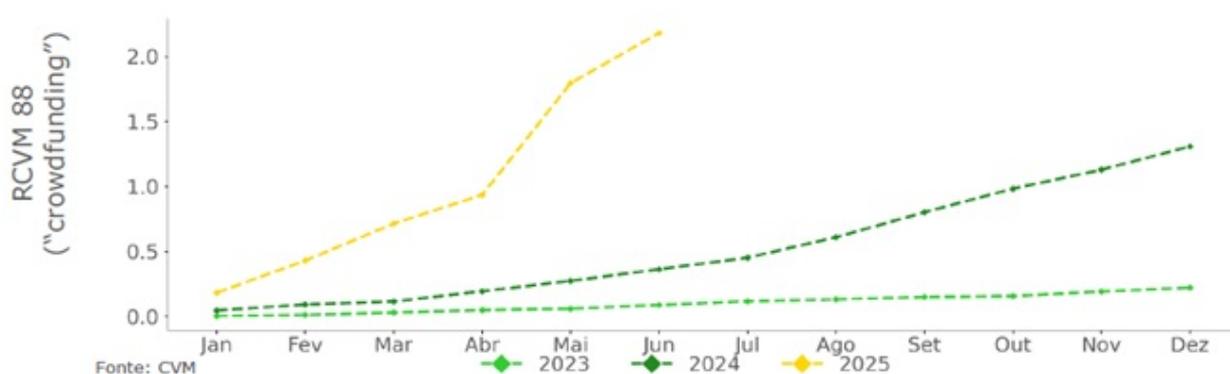
exigências, obrigações, restrições, requerimentos ou especificações com o objetivo de diminuir os custos regulatórios.

2.5. O enquadramento da aplicação da hipótese de baixo impacto, prevista no inciso III do art. 4º do Decreto 10.411, justifica-se pela inclusão de obrigações pontuais impostas às plataformas no contexto das ofertas públicas dos novos tipos de emissores, em especial o produtor rural pessoa natural, bem como pela criação de novo anexo de informações relativas às ofertas já conduzidas pela plataforma, em substituição ao Anexo D, atualmente vigente, aprimorando a qualidade das informações prestadas aos investidores.

2.6. Por fim, destaca-se o inciso V, alínea “b”, que respalda a imposição de registro por parte das companhias securitizadoras para atuar como emissoras no regime da Resolução CVM 88, com base na argumentação a seguir apresentada.

2.7. Desde 2023, com a edição do ofícios-circulares, observou-se um crescimento expressivo e contínuo de emissões pelo rito da Resolução CVM 88:

Gráfico 1: Mercado primário - totais acumulados por rito de distribuição - valor das emissões acumulado ao longo do ano (valor em R\$ bi)



2.8. De acordo com os destaques do Boletim Econômico do 2º trimestre de 2025^[1], o valor de emissões das ofertas via plataformas eletrônicas de investimento participativo iniciadas em 2025 já supera 69% do total agregado de 2024 (R\$ 2.2 bilhões contra R\$ 1.3 bilhões), total este que, por sua vez, já havia quintuplicado em relação ao ano de 2023.

2.9. A análise desses dados revela que as operações de securitização, que usam o regime do *crowdfunding*, já correspondem à ampla maioria das operações, representando cerca de 70% do volume total, tanto em número quanto em valor financeiro. A concentração desse volume em um segmento de mercado que originalmente não se enquadrava no escopo de aplicação da norma evidencia a dimensão do impacto das operações de securitização, realizadas por companhias securitizadoras não registradas, no regime de *crowdfunding* de investimento.

2.10. Deve-se destacar, ainda, que a medida (exigência de registro de companhias securitizadoras como um requisito para elegibilidade) impactará 15 companhias securitizadoras não registradas que utilizaram o regime da Resolução CVM 88 no primeiro semestre de 2025. Como consequência, a partir da edição da norma, elas terão que se adaptar por meio da obtenção do referido registro.

2.11. Em contrapartida, tal medida permitirá o acesso ao *crowdfunding* de um universo significativamente mais amplo de 77 securitizadoras registradas que, hoje, não são autorizadas a operar no regime, ampliando de forma relevante a base de agentes aptos a captar recursos por meio do *crowdfunding*.

2.12. A dimensão do problema torna-se ainda mais evidente quando se observa que aproximadamente 1/4 das 25 securitizadoras com maiores volumes de emissões de

certificados de recebíveis no primeiro semestre de 2025 realizaram suas ofertas por meio do rito do *crowdfunding*. Tem-se, portanto, que o volume das ofertas conduzidas sob este rito é relevante o suficiente para classificar as securitizadoras mais atuantes entre as mais representativas do mercado brasileiro.

2.13. Esses dados indicam que a situação não se restringe a operações de pequeno porte, mas já envolve volumes relevantes que extrapolam o escopo originalmente previsto para o regime da Resolução CVM 88. Esse movimento reforça a necessidade de avaliar a adequação da própria Resolução CVM 88 para disciplinar de forma apropriada as operações de securitização conduzidas via *crowdfunding*.

2.14. Nesse contexto, a ausência de registro das companhias securitizadoras, nos termos da Resolução CVM 60, fragiliza a proteção aos investidores e a robustez do regime de *crowdfunding*, bem como priva a Autarquia de informações essenciais à sua adequada supervisão.

2.15. O registro implica a submissão das companhias securitizadoras a obrigações de reporte periódico e eventual, como a apresentação de demonstrações financeiras auditadas, além da divulgação de informações relativas às operações de securitização. Ademais, para obtenção do registro, a companhia securitizadora precisa implementar estruturas de governança, segregação de atividades, regras, procedimentos e controle internos e observar deveres de conduta previstos na Resolução CVM 60, que visam a garantir estrutura adequada, solidez organizacional e proteção dos investidores.

2.16. Essa lacuna é especialmente grave diante do caráter fiduciário que a própria regulamentação passou a reconhecer na atuação das securitizadoras. Diferentemente de emissores tradicionais, essas companhias administram estruturas complexas de recebíveis em nome dos investidores, de modo análogo a prestadores de serviços fiduciários no mercado de capitais. Sem observar o regime da Resolução CVM 60, a CVM fica impossibilitada de exercer uma supervisão compatível com essa natureza fiduciária, o que compromete a proteção dos investidores e a preservação da integridade e higidez do mercado.

2.17. Ademais, a constatação de que securitizadoras integram o mesmo grupo econômico das plataformas eletrônicas de investimento participativo reforça a necessidade de maior transparência e supervisão. Essa interconexão converte a assimetria regulatória em um potencial problema sistêmico de governança e de conflitos de interesse, afetando a integridade do mercado e justificando a dispensa de AIR nos termos da preservação da higidez do mercado.

2.18. A assimetria também gera desequilíbrios, uma vez que as securitizadoras não registradas não se submetem aos custos e obrigações regulatórias típicas das securitizadoras registradas, tais como a apresentação de demonstrações financeiras auditadas e a manutenção de estruturas formais de governança, prejudicando o tratamento isonômico entre agentes que exercem funções equivalentes no mercado de capitais.

2.19. Alternativamente à exigência de registro, poder-se-ia considerar alternativas à exigência de registro das securitizadoras de capital fechado, tais como: (i) não permitir que securitizadoras acessem o regime da Resolução CVM 88, retornando para o cenário existente previamente à edição dos ofícios circulares; (ii) estabelecer limites de captação distintos para securitizadoras registradas e não registradas; e (iii) reforçar os deveres informacionais das plataformas.

2.20. A primeira alternativa, de vedação total, eliminaria os riscos imediatamente, mas se mostrou excessiva e desproporcional, comprometendo o papel da Resolução CVM 88 como canal de financiamento. A segunda alternativa, de limites diferenciados de captação para securitizadoras abertas e fechadas, poderia ser facilmente contornado pela segmentação das emissões em múltiplos patrimônios separados, cenário atual do mercado. A terceira alternativa, de reforço de deveres informacionais, atenuaria parcialmente a assimetria de informações, mas não resolveria a lacuna central: a ausência de obrigações próprias das securitizadoras, núcleo das operações, e estruturas

de governança.

2.21. Para garantir uma transição adequada, a proposta de exigência de registro será acompanhada de um período de adaptação, a ser definido na proposta submetida à consulta pública, permitindo que as companhias securitizadoras não registradas se adaptem ao regime da Resolução 60 e se mantenham em operação até a conclusão do seu pedido de registro.

3. PRAZO PARA REVISÃO

3.1. Em atendimento ao disposto no art. 14 do Decreto 10.411, propõe-se que, em até 10 anos, se verifique se a norma editada permanece adequada ao estoque regulatório vigente à época.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

4.1. O cenário atual evidencia uma assimetria regulatória, uma vez que companhias securitizadoras que desempenham papel central e fiduciário nas operações não estão formalmente sujeitas ao regime de registro da Resolução CVM 60 e à supervisão contínua da CVM.

4.2. O crescimento exponencial do uso do regime de *crowdfunding* por companhias securitizadoras não registradas pode comprometer a hígidez do mercado, tornando necessária a atuação tempestiva da Autarquia a fim de evitar a consolidação de desequilíbrios e riscos sistêmicos, bem como preservar a integridade, a estabilidade e a confiança no mercado de capitais.

4.3. Em síntese, a análise conduzida permite destacar os seguintes pontos:

a) Assimetria regulatória: a utilização do *crowdfunding* por securitizadoras não registradas cria tratamento desigual em relação às securitizadoras registradas na CVM, que se submetem a regime informacional e de supervisão mais rigoroso e não são autorizadas a captar pelo regime;

b) Crescimento das securitizadoras no regime: os dados levantados evidenciam participação crescente dessas companhias nas ofertas realizadas com base na Resolução CVM 88, tornando-as relevantes, inclusive, no ranking dos maiores volumes do mercado brasileiro; e

c) Riscos à hígidez do mercado de capitais: a manutenção desse cenário pode fragilizar a coerência regulatória, gerar incentivos à arbitragem e comprometer a integridade e credibilidade do regime de *crowdfunding*.

4.4. Diante desse contexto, as minutas de atos normativos submetidas à consulta pública caracterizam-se como medida que se enquadra plenamente nas hipóteses de dispensa de AIR nos termos dos incisos III (baixo impacto), V, alínea “b” (hígidez do mercado) e VII (redução de exigências e restrições) do art. 4º do Decreto nº 10.411/2020 e incisos III, V e VII do art. 14 da Resolução CVM 67.

[1] https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/2506_cvm_boletim_economico_106.pdf/view

Kevin Eiji Iwashita

Inspetor Federal do Mercado de Capitais

Eduarda Castello Branco Paixão

Assistente Técnica SDM

Antonio C. Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado



Documento assinado eletronicamente por **Kevin Eiji Iwashita, Inspetor Federal do Mercado de Capitais**, em 17/09/2025, às 15:49, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Eduarda Castello Branco Paixão, Assistente Técnico**, em 17/09/2025, às 16:53, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Carlos Berwanger, Superintendente**, em 18/09/2025, às 15:33, 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://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2440215** e o código CRC **0E1A4EEF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2440215** and the "Código CRC" **0E1A4EEF**.*
