



## 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 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Ofício Circular nº 11/2018/CVM/SIN

Rio de Janeiro, 19 de setembro de 2018

Aos administradores e gestores de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14

Assunto: investimento indireto em criptoativos pelos fundos de investimento

Prezados Senhores,

Este Ofício Circular tem o objetivo de complementar o Ofício Circular CVM/SIN/nº 1/2018, que tratou da possibilidade e das condições para investimento em criptoativos pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555.

A Instrução CVM nº 555, em seu arts. 98 e seguintes, ao tratar do investimento no exterior, autoriza o investimento indireto em criptoativos por meio, por exemplo, da aquisição de cotas de fundos e derivativos, entre outros ativos negociados em terceiras jurisdições, desde que admitidos e regulamentados naqueles mercados. No entanto, no cumprimento dos deveres que lhe são impostos pela regulamentação, cabe aos administradores, gestores e auditores independentes observar determinadas diligências na aquisição desses ativos.

Um primeiro que se destaca é aquele já aventado pelos mais diversos órgãos reguladores e supervisores no mundo<sup>1</sup> em relação à possibilidade de financiamento, direta ou indiretamente, de operações ilegais nesse mercado como a lavagem de dinheiro, práticas não equitativas, realização de operações fraudulentas ou de manipulação de preços, dentre outras práticas similares.

Nesse contexto, e levando em conta também a exigência de combate e prevenção à lavagem de dinheiro imposta pela Instrução CVM nº 301, entendemos que uma forma adequada de atender a tais preocupações é a realização de tais investimentos por meio de plataformas de negociação (“exchanges”), que estejam submetidas, nessas jurisdições, à supervisão de órgãos reguladores que tenham, reconhecidamente, poderes para coibir tais práticas ilegais, por meio, inclusive, do estabelecimento de requisitos normativos.

Embora se recomende que os investimentos sejam feitos por meio dessas exchanges, como não há vedação explícita a que os investimentos sejam feitos de outra forma, em razão de seus deveres fiduciários administradores e gestores deverão se assegurar que a estrutura escolhida seja capaz de atender plenamente às exigências legais e regulamentares acima referidas.

Ainda sobre o tema da normalidade de funcionamento dos mercados em que são negociados os criptoativos e seus derivativos, é importante que o gestor verifique se determinado criptoativo não representa uma fraude, como, aliás, tem sido visto com grande recorrência, por exemplo, nas operações recentes de ICO<sup>2</sup> pelo mundo. Assim, é importante que o gestor adote diligências para

---

<sup>1</sup> <http://www.valor.com.br/financas/5205725/bc-nao-pode-permitir-bolhas-nem-uso-ilicito-de-criptomoedas-diz-ilan>;

[https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/focus-16\\_2018\\_03\\_05\\_en.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/focus-16_2018_03_05_en.pdf);

<https://www.reuters.com/article/us-g20-imf-cryptocurrencies/imfs-lagarde-says-cooperation-needed-to-keep-crypto-assets-safe-idUSKCN1GP1SX>;

<sup>2</sup> <https://medium.com/satis-group/cryptoasset-market-update-b678aeda4c5e>



## 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 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

minimizar o risco de fomentar a oferta de um criptoativo fraudulento, com a verificação das variáveis relevantes associadas à emissão, gestão, governança e demais características do criptoativo.

Exemplos importantes nessa avaliação são (i) se o software base é livre e de código fonte aberto (*free open source software*) ou fechado; (ii) se a tecnologia é pública, transparente, acessível e verificável por qualquer usuário; (iii) se há arranjos que suscitem conflitos de interesse ou a concentração de poderes excessivos no emissor ou promotor do criptoativo<sup>3</sup>, ou o uso de técnicas agressivas de venda, (iv) a liquidez de negociação do criptoativo, (v) a natureza da rede, dos protocolos de consenso e validação, e do software utilizados, ou (vi) o perfil do time de desenvolvedores, bem como seu grau de envolvimento com o projeto.

No caso dos criptoativos representativos, aqui qualificados como aqueles que representam outro ativo, direito ou contrato subjacente, cabe ao gestor do fundo avaliar também outros aspectos decorrentes da concentração de risco vista na figura do emissor do criptoativo em tais hipóteses, o que exige uma *due diligence* especialmente rigorosa sobre esse emissor; as análises de risco naturalmente associadas também ao próprio ativo, direito ou contrato subjacente a que o criptoativo se refere; e por fim, se tal criptoativo deve ser considerado ou não como um valor mobiliário, e em caso positivo, se conta com eventual registro prévio exigido.

Mostra-se natural que, no caso de investimento indireto realizado por meio de fundos de investimento constituídos no exterior e geridos por terceiros, caiba ao administrador e ao gestor avaliar, nas condições exigidas pelas circunstâncias, se o gestor do fundo investido adota práticas e medidas de mitigação de risco equivalentes às que o gestor do fundo investidor adotaria em sua posição.

Não custa lembrar também o papel dos auditores independentes contratados pelo fundo, pois, em linha com as atribuições esperadas desse profissional, deve ele ser capaz de conduzir diligências adequadas e proporcionais em relação a eventuais criptoativos detidos pelo fundo. E ao administrador do fundo, no exercício do papel previsto no artigo 79, § 1º, da Instrução CVM nº 555, diligenciar para que o fundo contrate auditor capacitado e estruturado para tal função.

De outro lado, outro fator de risco associado aos criptoativos é o de que posições em custódia nesses ativos estejam sujeitas a ataques frequentes por parte de especialistas em invasões a sistemas de informação, os conhecidos “hackers”.

É verdade que o curso de tais operações por meio de plataformas reguladas também já mitigaria tais riscos, mas, de toda forma, é boa evidência de diligência a busca pelos gestores e administradores do fundo de soluções robustas de custódia já disponíveis nesse mercado.

Outra característica bastante relevante nesse mercado, que difere do comumente observado em outros segmentos convencionais do mercado de capitais, é a da governança associada a esses criptoativos. É de especial importância que o gestor do fundo atente para as regras de governança previstas para o criptoativo adquirido, de forma a se cientificar, precificar e monitorar eventuais

---

<sup>3</sup> Exemplos são o comissionamento de entes da cadeia, a existência de promessas de rendimento ou retornos quaisquer, ou a existência de um operador centralizado.



## 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 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

riscos adicionais, como a possibilidade de distribuições não equitativas, manipulações ou mesmo limitações à liquidez de negociação.

Para determinados criptoativos, tais regras possibilitam a ocorrência de operações conhecidas como *forks* ou *airdrops*, que impõem aos seus detentores o risco de virem a contar com outros criptoativos, resultantes dessas operações, que diferem em natureza e características daquele original até então detido direta ou indiretamente pelo fundo de investimento.

Naturalmente, como tais operações fogem ao escopo mais tradicional visto em outros ativos financeiros componentes das carteiras dos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, é prudente que os administradores e gestores de fundos com tais estratégias deixem claro, nos documentos do fundo, quais políticas adotarão em relação a tais eventos.

Ainda sobre *disclosure*, a transparência dos tipos particulares de riscos a que se sujeita um investidor exposto aos criptoativos em geral deve ser exposta nos documentos do fundo pelo administrador e gestor que persigam tal estratégia de investimento. Um indicativo atual e pertinente de quais são esses riscos pode ser consultado, por exemplo, no comunicado divulgado em 7/3/2018 pela CVM intitulado “Initial Coin Offerings (ICOs)”, no que couber.

Um último ponto de preocupação em relação à aplicação em tais criptoativos está relacionado à dificuldade estrutural de precificação, a valor justo, desses investimentos, em especial quando se tratarem de alternativas menos líquidas.

Como sabido, ainda não há modelo consensual ou aceito internacionalmente para o cálculo do valor justo desse tipo de investimento. Assim, é uma evidência de adequada diligência que o criptoativo investido conte com liquidez compatível com as necessidades de precificação periódica do fundo, conforme determinado para os fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, a evitar uma indevida transferência de riqueza entre cotistas do fundo, risco esse especialmente relevante em fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto.

Um parâmetro possível, nesse sentido, é o investimento em criptoativos que contem com a divulgação permanente de índices de preços globalmente reconhecidos, elaborados por terceiros independentes, e que por sua vez seja calculado com base em efetivos negócios realizados pelos investidores em tais criptoativos.

Atenciosamente,

*Assinado digitalmente por*

**DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO**

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais