



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.011142/2024-15

Reg. Col. 3231/25

Recorrente: Mercado Bitcoin Serviços Digitais Ltda.

Assunto: Recurso contra a Deliberação CVM nº 896/2025

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de recurso interposto por Mercado Bitcoin Serviços Digitais Ltda. com fundamento no art. 18 da Resolução CVM nº 47/2021¹ (“Recorrente”). No expediente protocolado, o Recorrente traz para apreciação deste Colegiado uma série de argumentos de natureza preliminar, que vão desde a fundamentação do pedido liminar até a extensão da *stop order* emitida por meio da Deliberação CVM nº 896, de 11/03/2025 (“Deliberação 896”). Tratarei apenas destes pontos por entender, pelas razões expostas abaixo, que o mérito deve ser apreciado em reanálise pela SSR.

I. A DELIBERAÇÃO 896 E AS RAZÕES RECURSAIS

1. No caso em tela, o objeto da Deliberação 896 consistiu em determinar ao Recorrente a imediata cessação das **(i)** atividades de intermediação de valores mobiliários; e **(ii)** operações de compra e venda de valores mobiliários que caracterizem intermediação, tendo em vista que o Recorrente não integra o sistema de distribuição previsto no art. 15 da Lei nº 6.385/1976. Os ativos negociados, por sua vez, seriam “oportunidades de investimentos em ativos digitais (*tokens*) lastreados em fluxos financeiros, oriundos de direitos creditórios, cedidos por Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados”². Foi prevista uma multa cominatória diária no valor de R\$100.000,00 em caso de descumprimento da ordem.

¹ Art. 18. Antes de sua apreciação pela instância recursal, os argumentos do recurso devem ser examinados pelo responsável que houver emitido a decisão impugnada.

² Doc. nº 2279697.



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

2. Em relação às preliminares, alega-se que a Deliberação 896 é nula, pois o comando de cessação das atividades não é “compreensível ou determinado”, já que não se especifica qual atividade ou quais ativos são objetos da *stop order*³. O Recorrente também afirma que a multa estipulada é superior aos limites previstos no art. 1º do Anexo B da Resolução CVM nº 47/2021. Além disso, argumenta que o Recorrente não foi intimado sobre a *stop order* e que não teria tido acesso ao processo.
3. Passando para o mérito, os ativos objeto da *stop order* eram 11 *tokens* de renda fixa referentes a cotas de consórcio, cujos prazos de vencimento variavam aproximadamente entre três e seis anos. As ofertas de distribuição desses *tokens* ocorreram entre 17/08/2022 e 26/01/2024 e já se encontram encerradas. Com o intuito de assegurar liquidez aos investidores, todas as ofertas previam a possibilidade de negociações dos *tokens* em mercado secundário⁴, a serem efetuadas em plataforma eletrônica mantida pelo Recorrente.
4. De acordo com o Recorrente, os *tokens* intermediados não são valores mobiliários, devido à ausência de investimento coletivo nas ofertas⁵ e ao fato de que a remuneração não se origina de esforços de terceiros⁶.
5. Em complemento, o Recorrente alega que as ofertas foram estruturadas considerando as conclusões expostas no Ofício nº 15/2020/CVM/SRE, de 02/10/2020, em momento anterior a uma suposta mudança de entendimento das áreas técnicas da CVM sobre a caracterização de *tokens* como valores mobiliários⁷. A referida mudança teria ocorrido com a edição do Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE e do Ofício-Circular nº 6/2023/CVM/SSE, respectivamente em 04/04 e 05/07/2023.
6. Nessa linha, argumenta que as ofertas realizadas nesse período não podem ser avaliadas com base na interpretação administrativa posterior, sendo, inclusive, necessária a

³ Doc. nº 2284490, §7º.

⁴ Segundo o Recorrente, “o material de todas essas ofertas (Anexo V) previa a possibilidade de negociação subsequente dos Tokens no mercado secundário após 90 dias do lançamento ou em até 5 dias após esgotarem-se os *Tokens*.” (doc. nº 2284490, §25).

⁵ Doc. nº 2284490, §57.

⁶ Doc. nº 2284490, §§61 a 65.

⁷ Doc. nº 2284490, §§31 a 33.



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

concessão de um período de transição para adaptação dos participantes ao novo entendimento⁸.

II. O INSTITUTO DA *STOP ORDER*

1. Inicialmente, entendo que é oportuno delimitar a natureza jurídica da *stop order*, bem como esclarecer sua finalidade e a forma como ela vem sendo empregada pela autarquia.
2. A *stop order* tem fundamento no mandato legal da CVM de preservar e proteger os investidores contra “situações anormais” que possam comprometer o “funcionamento regular” do mercado (art. 9º, § 1º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976).
3. Em linhas gerais, trata-se de uma medida de natureza cautelar e preventiva, que permite à autarquia, ao mesmo tempo: **(i)** sinalizar ao mercado como um todo que uma atividade está sendo exercida sem a devida autorização ou registro; e **(ii)** impor multa cominatória à pessoa que estiver praticando tal atividade com o intuito de assegurar a cessação imediata da conduta, reforçando o caráter coercitivo e dissuasório da medida.
4. A *stop order* não substitui o processo sancionador – em muitos casos, ela é apenas o ponto de partida para a sua instauração – mas a medida permite estancar os potenciais prejuízos que possam advir para o mercado de um comportamento à toda evidência ilegal.
5. Justamente por seu caráter cautelar, a *stop order* pode ser emitida sempre que houver indícios razoavelmente fundados de irregularidade, ainda que tais elementos não estejam acompanhados de um conjunto probatório completo (a chamada “cognição sumária”). Ao suspender preventivamente atividades suspeitas, a ordem funciona como um verdadeiro “freio de emergência”, destinado a evitar que recursos de investidores sejam comprometidos de forma indevida e, por vezes, irreversível. Daí porque o uso da *stop order* revela-se especialmente eficaz em cenários que exigem uma resposta célere para conter riscos à higidez do mercado.
6. Além disso, ao permitir que a CVM se manifeste diretamente perante o mercado, esse instrumento amplia o alcance da supervisão da autarquia, sobretudo em relação a

⁸ Doc. nº 2284490, §§90 a 92.



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

indivíduos e entes não registrados, para os quais os canais institucionais usuais de interlocução podem se mostrar insuficientes.

7. Isso não significa, contudo, que esta seja uma prerrogativa que possa ser exercida de maneira irrestrita pela CVM. Considerando os impactos reputacionais e financeiros que pode gerar, **a stop order deve ter escopo circunscrito e sua emissão deve sempre observar o princípio da proporcionalidade**, equilibrando a proteção do investidor com outros elementos, como os indícios existentes e a boa-fé daqueles que possam estar enquadrados em interpretações razoáveis da regulação vigente.

8. Quanto a este último ponto, embora isto não seja exigido, penso ser recomendável que, nos casos de participantes que já estão sob a competência da autarquia, **a abordagem da CVM seja pautada também por algum gradualismo quando isso for cabível**.

9. Em outras palavras, se, ao avaliar a situação, a área técnica concluir que pode obter resultados semelhantes ao de uma *stop order* e com a mesma agilidade utilizando instrumentos alternativos (como ofício de alerta ou de manifestação prévia), ela deve ser encorajada a dar esses passos antes de propor a emissão da ordem ao Colegiado. Isto, claro, sem prejuízo da emissão de uma *stop order* depois, se o primeiro caminho não se mostrar adequado, ou da instauração de processo administrativo de natureza sancionadora (uma prerrogativa que sempre existe).

III. ANÁLISE DAS QUESTÕES PRELIMINARES RELACIONADAS AO CABIMENTO DO RECURSO COM PEDIDO LIMINAR

Rito de processamento do recurso

1. O Recorrente requer “a concessão de provimento liminar para revogação da Deliberação. Para tanto, à luz dos arts. 17 e 18 da RCVM 47, solicita-se que o processo seja distribuído, com urgência, a um dos membros da diretoria, de modo a que esse pedido seja apreciado pelo Colegiado no prazo regulamentar de 10 (dez) dias úteis contados do recebimento do recurso.” (§114).

2. Há uma questão subjacente aqui, relacionada à Resolução CVM que poderia amparar o tipo de provimento liminar requerido. Concordo **parcialmente** com o Recorrente e



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

entendo que, neste caso em particular, a melhor inspiração para o pedido é encontrada na Resolução CVM nº 47/2021, que dispõe sobre multas cominatórias aplicadas pela CVM. Dirirjo em parte do Recorrente por entender que tal resolução não buscou prever, na origem, recursos/pedidos de reconsideração como o de que aqui se trata. Esta é, portanto, uma solução imperfeita de maneira que a regra não deve ser aplicada *in totum*.

3. Com efeito, não há, em todo o corpo de normas da CVM, regramento específico que regule os recursos a decisões envolvendo *stop orders*. O uso das normas que lidam com a aplicação de multas cominatórias de modo mais amplo, fora desse contexto particular, demanda algumas adaptações.

4. Dito isso, esta ainda me parece uma solução mais consistente do que a oferecida pela Resolução CVM nº 46/2021, por dois motivos.

5. Primeiro, porque o rito da Resolução CVM nº 46/2021 pode envolver um exame do pedido de reconsideração por uma das Superintendências da CVM antes de sua avaliação pelo Colegiado (arts. 10 e 11). Essa exigência cria alguns problemas em um caso como o que aqui se apresenta. Trata-se de uma medida que, via de regra, é desejável, mas que também pode implicar prazos mais alongados de análise que não se coadunam em um contexto de prejuízo iminente.

6. Em segundo lugar, penso que a Resolução CVM nº 46/2021, que precipuamente disciplina recursos a decisões das áreas técnicas (art. 2º^o), não se aplica porque, salvo exceções, como se sabe, a competência pela decisão final de emissão da *stop order* é do Colegiado da CVM.

7. A bem da verdade, este é o fundamento que me parece o mais correto para reconhecer que **deve haver uma via recursal direta que, em determinados casos, devolva a decisão da *stop order* para nova apreciação do Colegiado da CVM, sem que, para isso, se imponha uma reanálise prévia do caso pelas Superintendências**. Esta via me parece a mais adequada ainda que, no julgamento do recurso, o Colegiado delibere remeter o processo novamente à área técnica a fim de colher mais subsídios para apreciação do expediente.

⁹ Art. 2º Das decisões proferidas pelas Superintendências da Comissão de Valores Mobiliários – CVM cabe recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias úteis, contados da sua ciência pelo interessado.



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

Aplicação analógica (e adaptada) da Resolução CVM nº 47/2021

8. E o que diz a Resolução CVM nº 47/2021? O art. 2º da Resolução diferencia as multas cominatórias em dois tipos distintos: **(i)** a multa ordinária, assim entendida a multa aplicada em função do atraso na prestação de informação periódica ou eventual prevista na regulamentação específica (inciso I); e **(ii)** a multa extraordinária, aplicada em função do não cumprimento de ordem específica emitida pela CVM nos casos e formas legais (inciso II). A multa cominatória extraordinária é precisamente o tipo de multa que acompanha a emissão de uma *stop order*, e que incide quando a determinação não é cumprida até o final do prazo indicado na comunicação.

9. A Seção IV da mesma norma disciplina as hipóteses de recurso quando a multa cominatória é aplicada. A rigor, não há que se falar em aplicação imediata de multa no momento da emissão da *stop order* – isto só acontece quando a ordem é descumprida. No caso concreto, por exemplo, como a Deliberação 896 foi obedecida, sequer há que se falar em fato gerador para a multa.

10. De toda forma, como visto, esse pode ser o desfecho em muitas situações. Em comum, seja nos casos de aplicação de multa cominatória ou de emissão de *stop order*, o que está em discussão é um dano que pode ser irreparável – o que justifica uma apreciação célere pelo indivíduo ou pelo órgão que tomou a decisão.

11. Daí porque o art. 16 da Resolução CVM nº 47/2021 prevê que, em caso de aplicação de multa cominatória por “membro do Colegiado” (que, por óbvio, também pode ser lido como o próprio pleno do Colegiado), caberá recurso ao órgão no prazo de 10 dias contado da data da notificação. O art. 17, por sua vez, estipula que o recurso “deve ser apresentado em petição escrita e fundamentada, desde logo acompanhada dos documentos em que se basear a argumentação do recorrente, e deve ser dirigido ao responsável que houver emitido a decisão impugnada.”

12. Penso que remédio semelhante pode ser utilizado para as situações em que houver demonstrado perigo de dano em razão da emissão da *stop order*, fazendo valer a possibilidade de recurso direto ao Colegiado, no mesmo prazo de 10 dias.



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

13. No cenário-base da Resolução CVM nº 47/2021, este prazo começa a contar a partir da notificação de aplicação de multa (art. 13¹⁰). A mecânica pela qual uma *stop order* se torna conhecida é, no entanto, um pouco diferente. Boa parte dos casos envolve indivíduos e instituições nas franjas do mercado de capitais, muitos sem endereço ou representante conhecido, alguns no exterior. Nestas hipóteses, não se pode contar com os mecanismos costumeiros utilizados com o propósito de dar conhecimento às decisões do Colegiado para participantes de mercado: o envio de ofício, após a juntada do extrato da decisão nos autos do processo, que é o marco da contagem do prazo recursal, assim como a divulgação de informativo no site da autarquia.

14. Além disso, a obrigação de pagamento de multa cominatória é assunto que diz respeito apenas ao participante, e por isso faz sentido que seja comunicada por mera notificação. Por outro lado, o alcance da *stop order* é, como visto, muito mais amplo.

15. Sendo assim, a única verdadeira forma de dar conhecimento de maneira equânime aos diversos tipos diferentes de destinatários das *stop orders* e ao mercado como todo é a partir da **publicação da decisão no DOU**. Pelos mesmos motivos, o melhor marco temporal para início da contagem do prazo recursal é a data da publicação da *stop order* no DOU, a qual, a meu ver, entendo que deva **preceder** a divulgação mais ampla da deliberação no site da CVM.

¹⁰ Art. 13. Considera-se realizada a notificação de aplicação de multa cominatória na data: I – da ciência da pessoa sujeita à multa ou de procurador por ela constituído no processo no qual a multa tenha sido aplicada; II – da entrega no endereço físico do destinatário por via postal; ou III – do acesso a sistema de comunicação eletrônica, quando disponibilizado pela CVM.



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

IV. PROVIMENTO

1. Voto pelo conhecimento do recurso e do pedido liminar. Como dito, nem a Resolução CVM nº 47/2021, nem a Resolução CVM nº 46/2021 aplicam-se diretamente, ou oferecem um rito próprio para processamento do referido pedido. Entretanto, penso que a Resolução CVM nº 47/2021, que trata da aplicação de multas cominatórias, traz uma sistemática recursal que me parece mais próxima daquela que deveria ser observada em pleitos de reforma de decisões do Colegiado da CVM que devem ser apreciados de maneira célere, à luz do perigo de dano irreparável ao participante.
2. Quanto ao pedido, não vejo qualquer nulidade na emissão da Deliberação 896. Eu lembro aqui que **a emissão de stop order não é nem deve ser precedida de contraditório**, ainda que uma abordagem gradual possa ser aconselhável **em alguns casos**, sobretudo em se tratando de participantes registrados. No mais, em que pesem os demais argumentos de cunho procedimental, **não houve prejuízo**: o Recorrente pode expor suas dúvidas e razões tanto para o Colegiado quanto para a área técnica em mais de uma ocasião e interpor este recurso.
3. Sem embargo, entendo que o Recorrente logrou trazer **novos elementos suficientes** para que se conclua que as premissas sobre as quais a *stop order* foi emitida merecem ser analisadas com mais vagar pela área técnica, em particular aquelas relacionadas à existência de uma suposta interpretação anterior que teria amparado as ofertas, e ao destino do mecanismo de liquidez previsto nas respectivas documentações. **Nesse ínterim, o mais adequado é que a Deliberação 896 reste revogada.**
4. Esta decisão não implica, sob nenhum ângulo, um julgamento sobre a legalidade das ofertas realizadas e do mecanismo de liquidez ofertado pelo Recorrente aos investidores, nem sobre a possibilidade de manutenção deste. Tais aspectos devem continuar sendo objeto de investigação pela área técnica, que lhes dará o andamento adequado dentro das vias ordinárias de análise. Ao cabo, **se entender pertinente**, a SSR poderá retornar as questões de mérito para o Colegiado na forma de consulta, por exemplo.



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

5. Em resumo, **trata-se, tão somente, do reconhecimento de que estas questões, que são complexas, merecem um exame mais aprofundado pela SSR, sem que sobre a área técnica ou sobre o participante paire o ônus de um provimento cautelar em vigor.**
6. Nesses termos, voto:
- i) pela revogação da Deliberação 896 e pelo encaminhamento do processo novamente à área técnica para que esta prossiga na análise referida acima;
 - ii) para que, caso o Colegiado decida no sentido deste voto, o Ministério Público seja comunicado dessa decisão e toda a documentação posterior ao Ofício nº 51/2025/CVM/SGE; e
 - iii) por fim, pelo envio de cópia do processo para a SDM, a fim de que esta área técnica possa avaliar se os aspectos procedimentais aqui discutidos devem ser objeto de discussão e norma alteradora.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025.

Marina Copola

Diretora