



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.011142/2024-15

Reg. Col. nº 3231/25

Recorrentes: Mercado Bitcoin Serviços Digitais Ltda.
Assunto: Recurso contra a decisão do Colegiado que aprovou a Deliberação CVM nº 896, de 11 de março de 2025
Relatoria: Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos - SSR
Voto: Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. BREVE RELATÓRIO

1. Este processo tem origem em dados coletados no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.014113/2023-16, que apurava suposta oferta ou intermediação irregular de ativos digitais de valores mobiliários no site <www.mercadobitcoin.com.br>, sob domínio do Mercado Bitcoin Serviços Ltda.¹ (“MBEX” ou “Recorrente”).

2. Conforme entendimento proferido no Ofício Interno nº 1/2025/CVM/SSR/GSR-1, a Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (“SSR” ou “Área Técnica”) entende que o MBEX realiza a intermediação de valores mobiliários, apesar de não possuir autorização para prestar serviços de distribuição de tais ativos, nos termos do art. 16 da Lei nº 6.385/76.

3. Em 20/12/2024, a SSR encaminhou à Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) o Ofício Interno nº 10/2024/CVM/SSR/GSR-1², em que solicitou: (i) a análise da proposta de edição de Deliberação (“Stop Order”), determinando a cessação da atividade de intermediação de valores mobiliários em mercado secundário na plataforma mantida pela Recorrente; e (ii) nos termos do art. 13, §1º, da Resolução CVM nº 45/21, a avaliação da pertinência de comunicação ao Ministério Público Federal, ante a existência de indícios de crime contra o Mercado de Capitais, tipificado no art. 27-E da Lei nº 6.385/76.

4. Em janeiro de 2025, a PFE concluiu pela legalidade da Stop Order, “*sem prejuízo da necessidade de se dar continuidade à apuração dos fatos*”. Segundo o Parecer n. 00004/2025/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU disponibilizado ao Colegiado da CVM, “*há indícios que a atuação da empresa Mercado Bitcoin Serviços Digitais Ltda. (MBEX) pode caracterizar possíveis ilícitos penais, razão pela qual mostra-se necessária a comunicação ao Ministério*

¹ Doc. nº 2104457.

² Doc. nº 2155332.



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.gov.br/cvm

*Público Federal no Estado de São Paulo”.*³

5. Posteriormente, a proposta de *Stop Order* foi submetida ao Colegiado da CVM, que decidiu, em Reunião do Colegiado de 11/03/2025, por unanimidade, pela emissão da Deliberação CVM nº 896, de 11 de março de 2025 (“Deliberação CVM nº 896/2025”), acompanhando os fundamentos da Área Técnica, com base nas informações disponíveis naquela ocasião.

6. No dia 18/03/2025, o Recorrente protocolou “*Recurso com Pedido Liminar*” contra a decisão do Colegiado da CVM que aprovou a edição da Deliberação 896/2025 (“Recurso”).

7. Feita esta breve introdução, passo a analisar os pontos relevantes do caso concreto.

II. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

8. O presente caso envolve três questões preliminares relevantes: (i) o cabimento do Recurso; (ii) eventual nulidade da Deliberação CVM nº 896/2025 por incompletudes e inconsistências em seu conteúdo; e (iii) ausência de intimação e violação ao devido processo legal.

9. O pedido liminar⁴ do Recorrente solicitando, com urgência, a distribuição do processo à relatoria de um dos membros do Colegiado perdeu o objeto, tendo em vista a inclusão do item na Reunião do Colegiado subsequente ao pedido e o curto lapso temporal transcorrido (i.e., 7 dias).

II.I. CONHECIMENTO DO RECURSO

10. Em primeiro lugar, o Recorrente entende que o Recurso contra a deliberação do Colegiado sobre a emissão de *Stop Order* teria amparo no artigo 16 da Resolução CVM nº 47/2021⁵.

11. A Resolução CVM nº 47/2021, nos termos de seu artigo 1º, regula a imposição de multas cominatórias pela CVM às pessoas que deixarem de prestar as informações periódicas ou eventuais exigidas em atos normativos ou que deixarem de cumprir ordens específicas emitidas pela CVM.

³ Doc. nº 2236266.

⁴ Doc. nº 2284573, §114.

⁵ Resolução CVM nº 47/2021. Art. 16. Cabe recurso ao superintendente da área contra as decisões de aplicação de multa cominatória, em segunda e última instância e sem efeito suspensivo, no prazo de 10 (dez) dias contado da data da notificação, observado o disposto no parágrafo único do art. 22.



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.gov.br/cvm

12. Entendo que a Resolução CVM nº 47/2021 poderia servir de fundamento para o cabimento de eventual recurso contra a *aplicação* de multa cominatória, mas não sobre os fundamentos da Deliberação CVM nº 896/2025.⁶

13. Em resposta à consulta formulada sobre o tema em caso precedente, a PFE opinou pelo cabimento de “*recursos contra as decisões [...] de emissão de stop orders, à luz da Lei nº 9.784/1999 e devendo-se aplicar por analogia os ritos previstos na Resolução CVM nº 46/2021*”.⁷

14. Assim sendo, com o objetivo de dar o melhor aproveitamento e efetividade ao expediente⁸, entendo que o presente Recurso deve ser conhecido como pedido de reconsideração contra decisão do Colegiado de 11/03/2025, nos termos do artigo 10 da Resolução CVM nº 46/2021⁹.

15. Nos termos da regra, o pedido de reconsideração não será conhecido: (i) se for considerado intempestivo; ou (ii) seja requerido por pessoa sem legitimidade para tal¹⁰.

16. O Recurso ora analisado é tempestivo, uma vez foi realizado no prazo de 15 (quinze) dias úteis¹¹ da comunicação da decisão do Colegiado, realizada no dia 12/03/2025¹². Além disso, entendo que o MBEX é parte legítima e juridicamente interessada sobre a Deliberação CVM nº 896/2025, uma vez que foi a destinatária da *Stop Order*.

⁶ A Resolução CVM nº 47/2021 disciplina a imposição de multas cominatórias pela CVM às pessoas que deixarem de prestar as informações periódicas ou eventuais exigidas em atos normativos, ou que deixarem de cumprir ordens específicas emitidas pela CVM. Embora discorde da aplicação da RCVM 47 ao caso concreto, **a fundamentação do Recurso com base na Resolução CVM nº 47/2021 é uma interpretação razoável, uma vez que que o descumprimento da deliberação de stop order implicaria na aplicação de multa cominatória, o que atrairia o regime da Resolução CVM nº 47/2021.** O Recurso ora analisado foi interposto contra decisão do Colegiado de emitir uma *stop order*, o que corrobora o entendimento de que o caso deve ser tratado como recurso no âmbito da Resolução CVM nº 46/2021.

⁷ Veja-se Processo CVM nº 19957.011962/2023-18, j. em 05/12/2023. Ressalva-se que o caso citado versava sobre Ato Declaratório emitido pela SMI, caso em que o recurso é dirigido à decisão da Área Técnica que prolatou o Ato Declaratório.

⁸ Resolução CVM nº 46/2021. Art. 5º. O recurso deve ser analisado de modo a que lhe seja dado o melhor aproveitamento e efetividade.

⁹ Resolução CVM nº 46/2021. Art. 10. Cabe ao Colegiado apreciar, no âmbito de pedido de reconsideração formulado por um de seus membros, pelo dirigente da unidade na qual tenha sido proferida a decisão recorrida, ou pelo próprio recorrente, a alegação de existência de omissão, obscuridade, contradição ou erro material ou de fato na decisão.

¹⁰ Resolução CVM nº 46/2021. Art. 12. Não será conhecido o pedido de reconsideração que: I – seja intempestivo; ou II – seja requerido por pessoa não prevista no art. 10.

¹¹ Resolução CVM nº 46/2021. Art. 11. O pedido de reconsideração deve ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias úteis contado da comunicação de que trata o art. 8º e deve ser dirigido à Superintendência que tiver analisado o recurso ou ao membro do Colegiado que tiver redigido o voto condutor, quando houver.

¹² Doc. nº 2280030.



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.gov.br/cvm

17. Por essas razões, voto pelo **conhecimento** do Recurso, na forma do pedido de reconsideração previsto no artigo 10 da Resolução CVM nº 46/2021. Eventual provimento ou não provimento do Recurso dependerá de análise de mérito sobre eventual omissão, obscuridade, contradição ou erro material ou de fato na decisão do Colegiado proferida no dia 11/03/2025.

II.II. NULIDADE FORMAL DA STOP ORDER

18. Ainda em sede preliminar, o Recorrente argumenta que a Deliberação CVM nº 896/2025 é formalmente nula, uma vez que não haveria detalhamento sobre quais negociações ou quais valores mobiliários são objeto de *Stop Order*. Na sua visão, a competência da CVM de suspender a negociação de ativos ou de proibir determinada atividade (art. 9º, §1º, da Lei nº 6.385/76) deve atender sua “missão institucional”, prevista no art. 4º da Lei nº 6.385/76. Por fim, o Recorrente argumenta que a Deliberação CVM nº 896/2025 é omissa em relação aos critérios adotados para o cálculo do valor da multa cominatória.

19. A meu ver, estes pontos elencados pelo Recorrente constituem o próprio mérito do pedido de reconsideração. Eventual omissão, obscuridade, contradição ou erro na decisão do Colegiado será objeto de análise no próximo capítulo deste voto.

II.III. AUSÊNCIA DE INTIMAÇÃO E VIOLAÇÃO AO DEVIDO PROCESSO LEGAL

20. Argumenta-se que o artigo 12 da Resolução CVM nº 47/2021 determina que as *stop orders* devem ser comunicadas: (i) por meio eletrônico, (ii) por via postal, com aviso de recebimento; ou (iii) em caso de urgência, por servidor da CVM, que certificará a entrega. Além disso, vale ressaltar que o §1º do mesmo dispositivo deixa claro que a forma da comunicação não é o mais relevante para fins de notificação da Stop Order, uma vez que “*as comunicações de que trata o caput também são válidas quando realizadas por qualquer outro meio que assegure a ciência do interessado*”.¹³

21. Neste ponto, acompanho o entendimento da SSR e entendo que o argumento não merece prosperar. Entendo que a Área Técnica prosseguiu com a devida notificação sobre a decisão do Colegiado e publicou a Deliberação CVM nº 896/2025 no Diário Oficial da União do dia 12/03/2025, em atendimento ao inciso I do 12 da Resolução CVM nº 47/2021.

¹³ Resolução CVM nº 47/2021. Art. 12. Exceto quando expressamente indicado de outro modo, as comunicações previstas nesta Resolução podem ser realizadas: I – por meio eletrônico; II – por via postal, com aviso de recebimento; ou III – em caso de urgência, por servidor da CVM, que certificará a entrega da comunicação. § 1º As comunicações de que trata o caput também são válidas quando realizadas por qualquer outro meio que assegure a ciência do interessado. § 2º A CVM pode tornar público o envio das comunicações previstas nesta Resolução a fim de alertar os investidores e agentes de mercado quanto à existência de eventual prática ou atividade irregular.



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.gov.br/cvm

III. MÉRITO

22. Como explorado acima, o mérito deste Recurso deve ser analisado sob a ótica do pedido de reconsideração previsto no artigo 10 da Resolução CVM nº 46/2021. Deve-se analisar se a Deliberação CVM nº 896/2025, conforme aprovada em decisão do Colegiado do dia 11/03/2025, contém omissão, obscuridade, contradição ou erro que justifique sua reforma.

23. A meu ver, o texto da Deliberação CVM nº 896/2025 incidiu em hipótese de **omissão** e **obscuridade**.¹⁴ Pelos motivos que exponho a seguir, entendo que a *Stop Order* aprovada em Reunião do Colegiado, sob os fundamentos apresentados pela Área Técnica, merece reparos.

24. Entendo que o Recorrente foi capaz de demonstrar que o texto da Deliberação CVM nº 896/2025 não define adequadamente a conduta irregular praticada pelo MBEX, ainda que os documentos preparatórios enviados pela Área Técnica previamente à Reunião de Colegiado tivessem um melhor detalhamento a este respeito.

25. Conforme descrito no Ofício Interno nº 1/2025/CVM/SSR/GSR-1, a atuação irregular ora identificada pela Área Técnica se restringe à intermediação dos 11 (onze) ativos listados pela SSR no referido documento interno¹⁵, mas essa informação não consta na Deliberação CVM nº 896/2025 emitida.

26. ***Por um lado, em reconhecimento aos pontos acima descritos, entendo que a Deliberação CVM nº 896/2025 deve ser revogada e o processo deve retornar à SSR para nova análise. A Área Técnica deve diligenciar para a sanção de eventuais irregularidades junto a MBEX. Posteriormente, se for o caso e na hipótese de não haver a sanção de eventuais irregularidades, a SSR poderá propor ao Colegiado da CVM um novo texto de Stop Order, que defina com a clareza e a completude necessárias quais ativos estariam sendo indevidamente intermediados pela MBEX.***

27. *Por outro lado*, entendo que a decisão do Colegiado, no âmbito de uma cognição sumária, não teve omissões, obscuridades, contradições ou erros com relação à caracterização, a priori, dos ativos listados no Ofício Interno nº 1/2025/CVM/SSR/GSR-1 como valores mobiliários, à luz da Lei nº 6.385/76. Por essa razão, acompanho a área técnica neste ponto e serei objetivo a esse respeito no presente Voto.

¹⁴ Como esclarece Humberto Theodoro Jr., decisão obscura é aquela consubstanciada em texto de difícil compreensão e ininteligível na sua integralidade. Por outro lado, configura-se a omissão quando o ato decisório deixa de apreciar matéria sobre o qual teria de manifestar-se. (THEODORO JR. Humberto. Curso de Direito Processual Civil – Teoria Geral do Direito Processual Civil, Processo de Conhecimento e Procedimento Comum – vol. III. 47ª Ed. Rev., Atual. e Ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2016.)

¹⁵ Doc. nº 2246379, §3º.



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.gov.br/cvm

28. A decisão pela emissão de *stop order* tem natureza cautelar, baseando-se no conjunto de informações disponíveis acerca da existência de indícios de irregularidades identificados pela CVM.¹⁶ Por ocasião do retorno do processo à SSR, a Área Técnica terá oportunidade de reavaliar a questão e, conforme o caso, sanar as incompletudes apontadas na deliberação anteriormente proferida.

III.I. CONSIDERAÇÕES SOBRE O ATO JURÍDICO PERFEITO E SUPOSTA MUDANÇA DE ENTENDIMENTO DA CVM

29. No entendimento dos Recorrentes, (i) os Ofícios Circulares nº 04 e 06/2023, conforme elaborados pela Superintendência de Securitização e Agronegócio – SSE da CVM; bem como (ii) o Parecer de Orientação CVM nº 40/2022, editado pelo Colegiado da CVM, inovaram e mudaram o entendimento anterior da Autarquia sobre a caracterização de criptoativos como valores mobiliários.

30. O MBEX afirma que os atos administrativos supracitados representam um “corte fundamental” no arcabouço jurídico vigente e impõem custos de observância regulatória aos participantes de mercado.

31. Ainda neste ponto, o Recorrente ressalta que as ofertas dos *Tokens de Cotas de Consórcio*, objeto de análise da SSR, ocorreram “**antes da mudança de entendimento consolidado das áreas técnicas e aproximadamente 6 meses após o Ofício Circular nº 06/2023**”¹⁷. Por isso, argumenta que (i) a Lei nº 9.784/99 veda a aplicação retroativa de nova interpretação pela Administração Pública¹⁸; (ii) a Lei nº 13.655/2018 determina que decisão administrativa que imponha “*novo dever ou novo condicionamento de direito*” deverá prever regime de transição quando indispensável para o seu cumprimento¹⁹, o que não foi feito na Deliberação CVM nº 896/2025; (iii) o Stop Order desrespeita atos jurídicos perfeitos.

32. A meu ver, os argumentos de defesa **não** devem prosperar.

33. Nos termos do art. 5º, XXXVI, da CRFB/88 e art 6º, *caput* e §1º, da Lei de Introdução

¹⁶ O fato de o MBEX ter prontamente suspenso a intermediação dos ativos elencados pela Deliberação 896/2025 indica a boa-fé do Recorrente em corrigir eventuais irregularidades.

¹⁷ Doc. nº 2284573, §88.

¹⁸ Lei nº 9.784/99. Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação.”

¹⁹ LINDB. Art. 23. A decisão administrativa, controladora ou judicial que estabelecer interpretação ou orientação nova sobre norma de conteúdo indeterminado, impondo novo dever ou novo condicionamento de direito, deverá prever regime de transição quando indispensável para que o novo dever ou condicionamento de direito seja cumprido de modo proporcional, equânime e eficiente e sem prejuízo aos interesses gerais



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.gov.br/cvm

às Normas do Direito Brasileiro (“LINDB”), a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada. Trata-se de garantia de que a introdução de um novo regime legal não retroagirá em prejuízo de um ato jurídico perfeito, isto é, o ato já consumado segundo a lei vigente ao tempo em que se efetuou.

34. Os Ofícios Circulares nº 04 e 06/2023 e o Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 não têm, via de regra, o condão de alterar o regime legal de valor mobiliário, conforme disciplinado no art. 2º da Lei nº 6.385/1976. Trata-se de atos administrativos de caráter *orientativo*, que transmitem aos participantes do mercado instruções e esclarecimentos para o cumprimento de determinados normativos editados pela Autarquia. A CVM utiliza-se de tais expedientes para veicular orientações consolidadas²⁰ e entendimentos existentes aos seus regulados, sem alterações ao regime normativo aplicável.²¹

35. Assim sendo, os documentos orientativos editados pela CVM não devem ser interpretados como alteração do regime legal vigente, não incidindo a vedação à retroatividade da *lei* prevista no art. 6º da LINDB.²² Os negócios firmados não se amoldam ao conceito de “ato jurídico perfeito”, devendo-se ajustar às regras da CVM quanto ao cumprimento da legislação e regulação aplicáveis.

36. Da mesma forma, os Ofícios Circulares nº 04 e 06/2023 e o Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 não conferem nova interpretação ao conceito legal de valor mobiliário ao aplicá-lo a títulos emitidos sobre a forma de *token*, tampouco originam novos deveres ou condicionamentos aos participantes de mercado.

37. Veja-se, nesse sentido, que a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários -

²⁰ Destaco, a esse respeito, a descrição do objeto do Parecer de Orientação CVM nº 40/2022: “Este Parecer **consolida** o entendimento da CVM sobre as normas aplicáveis aos criptoativos que forem valores mobiliários”. (grifei). Vale mencionar também o *disclaimer* contido no Ofício Circular Anual (2025) da SEP: “Este expediente consolida os Ofícios Circulares anteriormente emitidos pela SEP, não dispensando, entretanto, a leitura das normas aplicáveis e o acompanhamento das decisões do Colegiado da CVM, devendo ser observada a atualização da legislação societária e da regulamentação, em especial as ocorridas após a presente data”. Tanto o Parecer de Orientação como os Ofícios Circulares das Áreas Técnicas são documentos orientativos, que não se confundem com atos normativos editados pela CVM.

²¹ O próprio Recorrente faz alusão ao caráter orientativos dos documentos: “Em 04 de abril de 2023, a Superintendência de Supervisão de Securitização (“SSE”) da CVM divulgou¹⁸ o Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE (“OC 4”) **por meio do qual pretendeu orientar** os prestadores de serviços envolvidos na atividade de tokenização de ativos quanto à natureza jurídica de determinados ativos virtuais, classificados por aquela superintendência como “Tokens de Recebíveis” ou “Tokens de Renda Fixa”. **A medida, na perspectiva da regulação de mercado, é exemplar pois priorizou a orientação de mercado, em detrimento de uma abordagem exclusivamente sancionadora**, em especial ao tratar de uma atividade relativamente nova no âmbito do mercado financeiro.” (grifei) (Doc. nº 2284490).

²² Acerca da interpretação princípio da irretroatividade da Lei (art. 5º, XXXVI, da CRFB/88 e art 6º, LINDB), o Min. Sepúlveda Pertence esclarece: “Não é preciso insistir em que se cuida da garantia constitucional voltada primacialmente – quando não exclusivamente como sustentam muitos – contra o legislador ordinário”. (STF. Recurso Extraordinário 210.638, 1ª T., 22.04.98, Voto Min. Sepúlveda Pertence).



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.gov.br/cvm

SRE encaminhou ao MBEX o Ofício nº 440/2022/CVM/SRE/GER-3²³, em 27 de setembro de 2022, pelo qual solicitou esclarecimentos sobre oportunidades de participação em "Token Renda Fixa Digital". No referido Ofício, a SRE indicou que, na forma como descritos no *website*, algumas daquelas modalidades de investimento ofertadas se enquadrariam no conceito de valor mobiliário definido pelo inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

38. A caracterização de determinado ativo como valor mobiliário é casuística e independe de manifestação prévia da CVM, devendo os agentes privados sempre avaliar se a regulação do mercado de capitais é aplicável aos produtos distribuídos.

39. Nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 40/2022, 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.

40. Tratando-se da intermediação de valores mobiliários e administração de mercado organizado, a CVM estabelece condições, responsabilidades e atribuições a diferentes prestadores de serviços no mercado, que precisam ter suas atividades autorizadas pela Autarquia (os chamados “*gatekeepers*”).

41. Dessa forma, *tokens* de valores mobiliários emitidos antes dos Ofícios Circulares nº 04 e 06 da SSE **não** estão isentos das regras aplicáveis ao mercado de capitais brasileiro (incluindo as regras sobre mercado organizado e a prestação de serviços de intermediação de valores mobiliários). Qualquer interpretação diferente desta seria inadequada do ponto de vista normativo e causaria riscos relevantes à higidez do mercado brasileiro.

IV. CONCLUSÃO

42. Pelos fundamentos deste voto, concluo que, em resumo:

- (i) O Recurso deve ser conhecido sob a forma de pedido de reconsideração contra decisão proferida pelo Colegiado da CVM, na forma do artigo 10 da Resolução CVM nº 46/2021;
- (ii) Os Ofícios Circulares nº 04 e 06/2023 e o Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 não introduzem uma nova interpretação sobre a caracterização de valores mobiliários representados sob a forma de ativos digitais, tampouco

²³ Doc. nº 2284568.



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.gov.br/cvm

constituem alteração do regime legal vigente;

- (iii) *Tokens* representativos de valores mobiliários, mesmo que ofertados antes dos Ofícios Circulares nº 04 e 06 da SSE, não estão dispensados de adequação às regras estabelecidas no âmbito do mercado de valores mobiliários, inclusive no tocante às regras de intermediação de valores mobiliários, sob pretexto de violar “*ato jurídico perfeito*”;
- (iv) No mérito, o Recorrente foi capaz de demonstrar a existência de omissão e obscuridade na Deliberação CVM nº 896/2025. Por isso, entendo que a Stop Order deve ser revogada e o processo deve retornar à SSR para análise e adoção das providências cabíveis. Posteriormente, se for o caso e na hipótese de manutenção de eventuais irregularidades, a SSR poderá propor ao Colegiado da CVM um novo texto de Stop Order, que defina com a clareza e a completude necessárias quais ativos estariam sendo indevidamente intermediados pela MBEX; e
- (v) Determino à Superintendência Geral – SGE da CVM que realize a comunicação complementar ao Ministério Público, dando ciência do conteúdo desta decisão.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025

João Pedro Nascimento
Presidente