



# PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 40, 11/10/2022 OS CRIPTOATIVOS E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CVM pública consolidado de entendimentos sobre esta categoria de ativos

## INTRODUÇÃO

A CVM deu um passo importante na conciliação de seus interesses, entendimentos e visões na intersecção de temas que atingem sua competência regulatória em aspectos relacionados aos valores mobiliários e o universo dos criptoativos.

A publicação de um parecer de orientação não significa um novo normativo, mas, reúne visões e tendências relevantes, direcionando o debate sobre temas específicos.

Devido a grande densidade do conteúdo do parecer, **nosso objetivo aqui será apenas chamar a atenção sobre destaques e pontos que achamos mais relevantes.** Mas, a discussão não se esgota aí.

Acreditamos que o parecer será de consulta constante para quem tem interesses ligados a este mercado, e, deverá promover discussões que resultarão inclusive em aprimoramento dos normativos da CVM.

Recomendamos concentrar a análise em dois capítulos do parecer: **“4 - Caracterização de Criptoativos como Valores Mobiliários”**; e **“5 - Regime Informacional e a Valorização da Transparência”**.

O capítulo **“6 - Papel dos Intermediários”** também traz consequências importantes das análises anteriores, e, finalmente, o **“7 - Fundos de Investimento”**, de certa forma frustrou um pouco as expectativas de mercado de eventualmente haver novidades a respeito de uma possível maior internalização de operações para o mercado local etc.

Mas, entendemos que tal questão realmente depende de maiores estudos, ponto destacado pela CVM no próprio parecer.

Chamamos então atenção aos Capítulos “4” e “5” como de maior relevância, dando aqui apenas destaque para orientar sua leitura do parecer.



## CARACTERIZAÇÃO DE CRIPTOATIVOS COMO VALORES MOBILIÁRIOS

O capítulo é útil até para quem não tem interesse no universo dos criptoativos, pois remete aos conceitos legais de valor mobiliário, e o regime de competência da CVM sobre o tema.

E, recorda inclusive que, mesmo se um criptoativo não for por natureza própria um valor mobiliário, pode ser considerado dependendo do que representar digitalmente (ex: derivativos), ou se possuir características específicas de contrato de investimento coletivo.

O parecer rememora padrões que o colegiado da CVM tem considerado na caracterização de um contrato de investimento coletivo para decidir se determinado título é ou não é valor mobiliário, sendo os tópicos analisados:

**(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.”

O regulador reforça a importância de se analisar em especial a questão da expectativa de benefício econômico e o esforço de empreendedor ou de terceiros, itens que tem sido decisivos no enquadramento ou não como valor mobiliário.

## REGIME INFORMACIONAL E VALORIZAÇÃO DA TRANSPARÊNCIA

Acreditamos que este capítulo deveria ser aplicado não apenas para situações em que um criptoativo necessariamente seja considerado

valor mobiliário.

Ele traz melhores práticas sobre as informações relativas a um investimento, que deveriam ser meta para as empresas atuantes no setor de criptoativos independente de sua caracterização ou não como valores mobiliários.

A CVM traz uma reflexão importante: **“sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman”**, citando Louis Brandeis em seu editorial **“What Publicity Can Do”** na edição de 20 de dezembro de 1913 do periódico Harper’s Weekly.

Transcrevemos trecho que recomendamos a leitura:

*“Nesse sentido, a lista a seguir é exemplificativa, sendo certo que não substitui a regulação vigente. Reforçamos, ainda, que parte das informações sugeridas abaixo servirá estritamente para informação do público-alvo, não sendo papel da CVM impor parâmetros mínimos no que diz respeito ao funcionamento dos criptoativos que não são valores mobiliários.*

### 5.1. Informações sobre os Direitos dos Titulares dos Tokens

*Recomenda-se, dentre outras, a prestação das seguintes informações, em linguagem acessível ao público e ao mercado em geral:*

a) Identificação do emissor dos tokens que será beneficiário dos recursos de oferta e de todos os participantes do procedimento de oferta e seus papéis, explicitando a existência de partes relacionadas;

b) Descrição das atividades do emissor dos tokens ou de terceiros cujo esforço é relevante para a expectativa de benefício econômico, em especial no que concerne a novas emissões, gestão de ativos que servem de lastro aos tokens, contratação de provedores de liquidez, gestão do ciclo de vida do software (ex. decisões acerca de forks), resposta a incidentes cibernéticos, resgate e amortização de pagamentos, envio de informações periódicas ou eventuais aos investidores, ações de marketing e quaisquer outras atividades que possam influenciar na expectativa de benefício econômico;

c) Descrição, se houver, dos direitos conferidos aos titulares dos tokens, especialmente pagamento de remuneração ou participação em resultados, direito de participar de deliberações, direito de remuneração condicionada à realização de determinadas atividades;

d) Todas as informações que embasem expectativas de benefício econômico como resultado da aquisição do token, bem como eventual expectativa por valorização em mercado secundário, na medida em que decorrente de esforços do empreendedor, em especial se houver compromisso do emissor com listagem dos tokens em ambientes de negociação;

e) Mecanismo de consenso e descrição adequada ao público em geral sobre o processo de emissão de tokens, especialmente controles de estabilidade de preços, se aplicável;



*f) Materiais de apoio ao investidor sobre funções e riscos ligados à tecnologia, de modo a mitigar assimetrias de informação decorrente de hipossuficiência técnica, em especial na hipótese em que o ativo comporte complexidades (a título exemplificativo, em tokens recebidos como contrapartida de depósitos em soluções DeFi, quando o protocolo impuser critérios de liquidação compulsória, se houver riscos de inflation bug, impermanent loss e outros), se aplicável;*

*g) Identificação de canais de suporte ao investidor e termos de qualidade mínima do serviço (SLA – service level agreement), se aplicável;*

*h) Eventuais taxas e outros encargos suportados pelo investidor na subscrição de ofertas, negociação ou pela mera titularidade dos tokens, se aplicável.*

## **5.2. Informações sobre Negociação, Infraestrutura e Propriedade dos Tokens**

*Recomenda-se, dentre outras, a prestação das seguintes informações, em linguagem acessível ao público e ao mercado em geral:*

*a) Identificação clara das vantagens da utilização da tecnologia de registro distribuído;*

*b) Descrição das desvantagens da utilização da tecnologia de registro distribuído, em especial sobre desempenho em comparação com mecanismos tradicionais e*

*eventuais efeitos adversos ao meio ambiente;*

*c) Aplicabilidade dos serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, compensação e liquidação de valores mobiliários, custódia de valores mobiliários,*

*e escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários;*

*d) Descrição da gestão da propriedade dos tokens (em especial se o investidor poderá*

*ter o controle da chave privada, se a custódia será delegada, se haverá um prestador de serviços contratado para oferta, a exemplo de intermediário na subscrição de uma*

*oferta, de custodiante ou de depositário) e dos ativos que servem de lastro para os*

*tokens (sejam ativos reais ou puramente digitais, como NFTs – Non-Fungible Tokens)*

*e) Regras de governança do protocolo, indicando os diferentes papéis de participantes da rede, caráter público ou privado da rede, critérios e responsáveis para definição e assunção desses papéis e identificação de participantes relevantes;*

*f) Descrição das regras para identificação dos titulares dos tokens e tratamento de seus dados pessoais;*

*g) Indicação das entidades administradora de mercado organizado autorizada pela CVM ou outras plataformas de negociação nas quais o token será ou poderá ser admitido à negociação;*

*h) Controles de origem dos recursos utilizados para aquisição de tokens e compromisso com a comunicação de operações suspeitas de lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo e/ou financiamento da proliferação de armas de destruição em massa; e*

*i) Planejamento de novas funcionalidades e alteração das regras de governança e mecanismo de consenso, se aplicável.”*

Tais diretrizes são úteis do ponto de vista de produto, e recomendamos a incorporação destes princípios, independente de uma operação envolvendo investimento e criptoativos for ou não legalmente enquadrada como oferta de Valor Mobiliário.

## **CONCLUSÃO**

Como salientamos na introdução deste documento, o objetivo foi apenas lançar o foco sobre pontos relevantes do parecer da CVM, que, possui grande densidade e diversidade de temas, e, requer uma análise pormenorizada sob diferentes aspectos.

Mas, fazia sentido apontar os tópicos que, em nossa visão, consideramos como mais ricos e de aproveitamento amplo, independente da proximidade ou não que suas atividades estão com o “universo cripto”.

# BONS NEGÓCIOS

José Brazuna

Raphael Castro

Patrícia Lima

