

O conceito de valor mobiliário: o passar do tempo, as inovações de mercado e os desafios constantes do regulador

Edição #87 30.06.2025 5 minutos de leitura

Autores

Camila Goldberg

Áreas relacionadas

Mercados Financeiro e de Capitais

Assuntos

CVM | BMA Review | Mercados
Financeiro e de Capitais
Criptoativos

Em qualquer jurisdição onde haja um mercado de capitais estruturado e regulado, o conceito de valor mobiliário é objeto de constante acompanhamento e discussão pelo regulador, uma vez que a caracterização de determinado ativo como valor mobiliário e o seu uso como instrumento para acessar a poupança pública justifica a intervenção dos respectivos fiscalizadores com o fim de proteger o público em geral.

No Brasil (e no mundo), com o crescente desenvolvimento tecnológico e seu impacto no mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) vem enfrentando o desafio de (re)interpretar e atualizar esse conceito frente a novas realidades econômicas e à existência dos hoje já largamente utilizados ativos digitais.

Ao longo das últimas décadas, vivenciamos a globalização e a democratização da internet, a migração da economia para o mundo digital, a força das “big techs” e o surgimento dos ativos virtuais, para não falar da revolução que vem se iniciando com os (rápidos) avanços da inteligência artificial. Todas essas transformações impactaram a própria estrutura das sociedades e economias globais e, como não poderia deixar de ser, trouxeram enormes consequências legais e regulatórias. No caso dos ativos digitais em particular, sua popularização exigiu uma sofisticação no debate sobre a definição de valor mobiliário e os limites da atuação da CVM. Como veremos, enquanto há vinte anos as discussões giravam em torno do uso da internet na oferta e intermediação de valores mobiliários, hoje o foco recai no enquadramento ou não dos ativos digitais, como os criptoativos, na categoria de valores mobiliários, e sua consequente sujeição ao arcabouço regulatório da CVM.

Neste momento especial em que refletimos sobre o que vivenciamos no BMA e no mercado nos nossos 30 anos de existência, desnecessário dizer que a evolução regulatória foi astronômica. Há quase 20 anos, em novembro de 2005, na edição nº 14 da BMA Review, tivemos a oportunidade de comentar uma das principais discussões que ocupavam o regulador naquele momento. A CVM examinava então o uso da internet na oferta e intermediação de valores mobiliários, e da oferta e intermediação de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições. Por meio da edição dos Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33, de 30 de setembro de 2005 (ambos ainda vigentes), a CVM expôs seu entendimento à época quanto:

(i) à caracterização de uma oferta pública de valores mobiliários no Brasil, quando a internet é utilizada como meio de comunicação e/ou quando a emissora se localiza no exterior; e

(ii) ao exercício de atividade sujeita à autorização da CVM, quando exercida

pela internet ou quando há a intermediação, junto a investidores residentes no Brasil, de valores mobiliários emitidos e negociados no exterior.

No Parecer nº 32, a CVM ressaltou que, via de regra, a utilização da internet para a divulgação da oferta de valores mobiliários configura uma oferta pública por força da Lei nº 6.385/1976 e da Instrução CVM nº 400/2003 (substituída posteriormente pela Resolução CVM nº 160). Por sua vez, o Parecer nº 33 considerou que uma oferta pública pode ser caracterizada, mesmo inexistindo intenção de atingir o público em geral, quando há a utilização de meios de comunicação que permitam atingir tal público e não sejam tomadas cautelas para evitar tal fato.

Vinte anos depois, embora o foco da CVM seja outro, a essência de seu entendimento é a mesma: o enquadramento (ou não) de ativos virtuais como valores mobiliários. Em 2022, a CVM divulgou o Parecer de Orientação nº 40, que trata dos criptoativos. A autarquia esclareceu que o fato de um serviço ou ativo ser desenvolvido ou ofertado digitalmente é irrelevante para o seu enquadramento como valor mobiliário ou para a submissão de determinada atividade à sua regulamentação. Assim, embora a tokenização em si não esteja sujeita a prévia aprovação ou registro na CVM, caso ocorra oferta pública, tanto os emissores quanto as ofertas estarão sujeitos à regulamentação aplicável. Ou seja, para a caracterização de um valor mobiliário, não importa a natureza do ativo, e sim se ele é objeto de oferta ao público em geral ou não, e os meios através dos quais tal oferta é feita.

Seguindo essa premissa, o Colegiado da CVM se debruçou recentemente sobre a categorização do *token DYN*, emitido pela Dynasty Global Investments BR Ltda., como valor mobiliário. A discussão do Colegiado levou em consideração o inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, que traz um conceito “amplo” de valor mobiliário, capaz de colocar sob a fiscalização da CVM aqueles títulos e contratos que, quando ofertados publicamente, geram direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

O Colegiado discutiu se o modelo “*buyback and burn*”, utilizado pela Dynasty para estabilizar o valor do token, geraria expectativa de lucro pelos detentores do ativo. Em decisão dividida, o Colegiado concluiu que o token DYN não poderia ser caracterizado como valor mobiliário, uma vez que (i) a preservação do poder de compra dos DYNs não pode ser confundida com uma promessa de remuneração; e (ii) as medidas adotadas pela Dynasty não eram suficientes para gerar um benefício intrínseco ao ativo, decorrente de um direito de participação, parceria ou remuneração, conforme exige o art. 2º da Lei nº 6.385/1976.

Ou seja, 20 anos se passaram, com grandes inovações e notáveis avanços nos planos econômico, legal, regulatório e tecnológico, sendo nesse contexto que o conceito de valor mobiliário permanece em constante acompanhamento pela CVM. O grande desafio da autarquia é garantir a proteção dos investidores em meio às novas realidades tecnológicas e constantes inovações de mercado, sem perder de vista os critérios legais do nosso ordenamento que fundamentam a caracterização do valor mobiliário.

artigos.

› **PROFISSIONAIS**

Profissionais que aliam visão jurídica e visão de mercado



Camila Goldberg