

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO

PEDRO MARUO PALIS

Tokens, Criptoativos e Contratos de Investimento Coletivo: análise de casos

Rio de Janeiro, novembro/2020

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO

PEDRO MARUO PALIS

Tokens, Criptoativos e Contratos de Investimento Coletivo: análise de casos

Trabalho de Conclusão de Curso
sob a orientação do professor João
Manoel de Lima Junior
apresentado à FGV DIREITO
RIO, como requisito parcial para a
conclusão do curso de bacharel em
Direito da Escola de Direito do Rio
de Janeiro da Fundação Getulio
Vargas.

Rio de Janeiro, novembro/2020

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO

Tokens, Criptoativos e Contratos de Investimento Coletivo: análise de casos

Elaborado por: PEDRO MARUO PALIS

Trabalho de Conclusão de Curso sob a orientação do professor João Manoel de Lima Junior apresentado à FGV DIREITO RIO, como requisito parcial para a conclusão do curso de bacharel em Direito da Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas.

Comissão Examinadora:

Nome do Orientador: **João Manoel de Lima Junior** (FGV Direito Rio)

Nome do Examinador 1: **Nelson Eizirik** (FGV Direito Rio)

Nome do Examinador 2: **José Gabriel Assis de Almeida** (UERJ e UniRio)

Assinaturas:

João Manoel de Lima Junior (Professor Orientador)

Nelson Eizirik (Examinador 1)

José Gabriel Assis de Almeida (Examinador 2)

Nota Final: _____

Rio de Janeiro, ____ de _____ de 2020.

RESUMO

O presente trabalho possui como objetivo verificar se tokens e criptoativos são valores mobiliários e em quais hipóteses isso ocorre. Primeiramente foram identificados os conceitos de valores mobiliários e de criptoativos e foi feita uma breve exposição sobre os contratos de investimento coletivo (CICs), seus elementos constitutivos e a mudança legislativa que os incluiu no rol de valores mobiliários regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A seguir, foi apresentada a análise das ofertas Niobium Coin, OriginalMy e HashBrasil, que envolviam tokens e criptoativos, em processos administrativos na CVM, e analisadas as decisões das Áreas Técnicas e do Colegiado da CVM quanto sua caracterização como ofertas públicas de CICs. Sucessivamente, foram abordados os elementos do teste de CIC, conforme entendimentos da doutrina, as práticas do mercado e pronunciamentos da CVM envolvendo ofertas de tokens e outros CICs. Por fim houve conclusão acerca do enquadramento dos tokens no conceito de CIC, quando presentes todos os elementos previstos no artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76.

Palavras-chave: CVM. Processos administrativos. CIC. Tokens.

ABSTRACT

The aim of this study was to verify if tokens and crypto assets are securities and under what circumstances this occurs. First of all, the concepts of securities and crypto assets were identified and a brief presentation was made on collective investment contracts (CICs), its constitutive elements and the legislative change that included them in the list of securities regulated by the Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Then, was presented the the analysis of the offers Niobium Coin, OriginalMy e HashBrasil, that involved tokens and crypto assets in administrative processes at CVM, and the decisions of the Technical Areas and the CVM Collegiate were analyzed regarding their characterization as public offerings of CICs. Subsequently, the elements of the CIC test were addressed, according to understandings of the doctrine, market practices and CVM pronouncements involving token offerings and other CICs offerings. Finally, there was a conclusion about the framing of tokens in the CIC concept, when all the elements provided by the article 2º, of Law 6.385/76, were present.

Keywords: CVM. Administrative processes. CIC. Tokens.

LISTA DE ABREVIATURAS E SÍMBOLOS

CIC	-	Contrato de investimento coletivo
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
ICO	-	Initial Coin Offering
ICVM	-	Instrução CVM
SAC	-	Serviço de Atendimento ao Cidadão
SEC	-	Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	4
1.1 Valores mobiliários	4
1.2 Criptoativos	6
1.3 Contratos de investimento coletivo	10
2 CAPÍTULO I	12
2.1 Processo CVM SEI 19957.010938/2017-13 – Niobium Coin.....	13
2.2 Comentários ao Processo CVM SEI 19957.010938/2017-13.....	16
2.3 Processo SEI CVM 19957.010366/2017-72 – OriginalMy.....	18
2.4 Comentários ao Processo SEI CVM 19957.010366/2017-72.....	22
2.5 Processo CVM SEI 19957.011844/2017-61 – HashBrasil.....	23
2.6 Comentários ao Processo CVM SEI 19957.011844/2017-61.....	28
3 CAPÍTULO II.....	29
3.1 Elementos do CIC previstos no artigo 2º, IX da Lei nº 6.385/76.....	30
3.1.1 Investimento.....	31
3.1.2 Investimento formalizado por um título ou contrato	31
3.1.3 Investimento coletivo.....	32
3.1.4 Investimento que gere direito de participação, parceria ou remuneração	33
3.1.5 Remuneração resultante do esforço do empreendedor ou de terceiros.....	34
3.1.6 Investimento ofertado publicamente	35
3.2 Local da Oferta de tokens valores mobiliários	36
3.3 Limites à expansão do significado dos elementos do CIC	38
3.4 Limites aos poderes das áreas técnicas da CVM	39
3.5 Marco temporal para responsabilização na CVM a respeito de oferta irregular de <i>token</i> CIC	41
3.6 Acesso à poupança popular por meio de oferta de bem que não seja considerado valor mobiliário	45
4 CONCLUSÃO	46
REFERÊNCIAS	48

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho possui como objetivo responder à pergunta: “Os criptoativos são valores mobiliários?”. Para respondê-la, primeiramente serão identificados os conceitos de valores mobiliários e de criptoativos. Em seguida, ainda nesta introdução será feita uma breve exposição sobre os contratos de investimento coletivo (CIC), seus elementos constitutivos e a mudança legislativa que os incluiu no rol de valores mobiliários regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A seguir, no Capítulo 1, será apresentada a análise de casos de ofertas de *tokens* e criptoativos, ocorridas entre 2017 e 2020, e expostos os pronunciamentos e entendimentos das Áreas Técnicas e do Colegiado da CVM quanto sua caracterização como ofertas públicas de CIC.

No Capítulo 2, serão abordados os elementos do teste de CIC, conforme entendimentos da doutrina, as práticas do mercado e pronunciamentos da CVM envolvendo ofertas de *tokens* e outros CICs, e questões referentes à sua regulação.

Ao final haverá Conclusão acerca do enquadramento dos *tokens* no conceito de CIC.

1.1 Valores mobiliários

De acordo com a doutrina de Eizirik (2011, p. 25-26), os valores mobiliários se diferem de outros bens por diversas razões, dentre elas, por não possuírem um valor intrínseco, não serem bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos, e por terem a aptidão para serem gerados e distribuídos em massa, ainda que forneçam diferentes direitos e atendam a diversas finalidades.

Ainda, de acordo com Eizirik (2011, p. 26-27), como os valores mobiliários, por sua natureza, costumam financiar investimentos de risco, e possuem como finalidade o acesso das sociedades à poupança popular, por essa razão foi necessária sua regulamentação específica.

Isso ocorre pois as demais normas de direito civil, comercial e consumerista não foram capazes de prover ao investidor a adequada proteção. Assim, foi editada a Lei nº 6.385/76 que regulamenta especificamente o mercado de valores mobiliários e confere competências de edição de normas, de fiscalização e processamento administrativo à Comissão de Valores Mobiliários.

Em entendimento similar a respeito da vulnerabilidade dos investidores, Mattos Filho (1985, p. 45-46) salienta que a falta de conhecimento destes e a pouca ou nenhuma influência no poder de decisão sobre empreendimento, os coloca no polo mais frágil no contrato de investimento, em relação ao seu administrador, situação essa que gera a necessidade do aparecimento do papel regulador do Estado. Nesse sentido, são estabelecidos uma série de normas que impõem obrigações aos emissores e intermediários que buscam a oferta pública de valores mobiliários.

À semelhança do direito brasileiro, a regulação do mercado de valores mobiliários em Portugal, conforme destaca Antunes (2017, p. 36), apresenta uma série de deveres aos quais os intermediários financeiros estão sujeitos, como os deveres de informar os investidores, de assegurar tratamento transparente e equitativo aos clientes e de atuação buscando a prevalência do interesse destes.

No Brasil, artigo 1º, da Lei nº 6.385/76, atualizado pela Lei nº 10.303/01, estabelece uma série de atividades sujeita ao seu regime, nos termos abaixo:

Artigo 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;

II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;

III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;

IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;

V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;

VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;

VII - a auditoria das companhias abertas;

VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

A definição de valor mobiliário, ainda segundo os autores possui natureza instrumental, pois tem como finalidade identificar quais ofertas de bens estão submetidas ao alcance da intervenção estatal (EIZIRIK, 2011; MATTOS FILHO, 1985). Caso não se trate de oferta, distribuição, negociação ou intermediação de valores mobiliários, não incidirá a regulamentação da CVM (EIZIRIK, 2011, p. 28).

Na hipótese de oferta de bens que não se enquadrem como valores mobiliários, mas sejam considerados ativos financeiros, estes estarão submetidos à fiscalização do Banco Central (EIZIRIK, 2011, p. 28).

No que diz respeito à doutrina estrangeira, Ascensão (2001, p. 31) define os valores mobiliários no direito português como “direitos representados, integrados em categorias de idêntico conteúdo, de modo a permitir a negociação em massa, que sejam de tipo previsto por lei ou admitido pela entidade de supervisão”.

Atualmente, no Brasil, os valores mobiliários estão listados no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, atualizado pela Lei nº 10.303/01, conforme a seguinte redação:

Artigo 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

1.2 Criptoativos

O conceito de *token* é utilizado, no presente trabalho, em sua acepção ampla, como um bem digital. A justificativa dessa escolha se dá em função das práticas do mercado, que muitas vezes ignoram, não utilizam ou aplicam os detalhes técnicos que os diferenciam de outras espécies de ativos digitais, sendo para a maioria das pessoas os termos criptomoedas e *tokens* sinônimos (Chrono.tech, 2017; M. 2020; WON, 2020). Esse uso comum que engloba ambos os sob a mesma definição, apesar de confuso e impreciso, é o mais comumente utilizado nas

ofertas desses bens, apesar de haver relevantes distinções entre as terminologias, para estudiosos do tema e investidores mais cautelosos (Karamat, 2018).

Schechtman (2019), expõe de maneira exemplificativa espécies nas quais *tokens*, conforme a ampla na definição usada pelo mercado, se dividem, como por exemplo, criptomoedas, *utility tokens*, *asset tokens*, *utility tokens*, *security tokens*, entre outros. O autor define criptomoeda como bem digital que funciona como meio de troca e utiliza alguma forma de criptografia para autenticar e controlar suas transações, e ressalta que o conceito de criptomoeda não impede que o bem em si confira algum outro direito a seu detentor, havendo diversas variações possíveis.

Segundo a publicação da CVM (2018a) “Criptoativos Série Alertas”, no sítio do portal do investidor, os criptoativos são ativos virtuais, protegidos por criptografia, presentes exclusivamente em registros digitais, cujas operações são executadas e armazenadas em uma rede de computadores. Além disso, esses ativos teriam como finalidade permitir que indivíduos ou empresas efetuem pagamentos ou transferências financeiras eletrônicas diretamente a outros indivíduos ou empresas, sem a necessidade da intermediação de uma instituição financeira.

Segundo Stella (2017, p. 150), o conceito de criptomoeda abrange as moedas digitais que são emitidas de forma descentralizada e denominadas em unidade de conta própria e que têm a liquidação de suas transações efetivada em livro razão distribuído, sem a atuação necessária de contrapartes centrais. Ainda, de acordo com Stella (2017, p. 150), no momento de publicação de seu artigo, não havia lei ou norma infralegal que estabeleça uma definição específica para esses instrumentos no Brasil.

Hoje, constata-se que sob a definição de criptoativos, estão englobados diversos bens, que além de suas características comuns possuem muitas outras peculiaridades que os diferem entre si, uma vez que cada um deles opera com conjunto de regras próprias, estabelecido por seus desenvolvedores. Dentre as centenas de criptoativos existentes, o pioneiro e mais conhecido é o bitcoin (CVM, 2018a, p. 2), que funciona simplesmente como um meio de troca, não conferindo ao seu possuidor nenhum tipo de direito intrínseco, conforme aponta Schechtman (2019).

Ainda, a respeito do bitcoin, Balduccini et al. (2015) ao realizarem a análise de suas características, apontam que ele não atende aos requisitos para ser considerado moeda, valor

mobiliário e título de crédito, de modo que, segundo os autores, o bitcoin se enquadra mais adequadamente na categoria de bem imaterial ou bem intangível.

Para fins do presente trabalho, especialmente nos casos a serem abordados no Capítulo I, será dada preferência à utilização do termo *tokens*, definição esta que abrange tanto ativos digitais, criptoativos e criptomoedas. Apesar de essa aceção geral englobar uma grande diversidade de bens, para a análise de casos concretos torna-se mais vantajoso utilizar termos mais abrangentes do que o conceito de criptomoeda, que por vezes é utilizado erroneamente pela CVM quando esta se refere a determinado *token* que possui características diversas dos referidos meios de troca.

Além disso, vale destacar que não se devem confundir os criptoativos em si, com as tecnologias por eles utilizadas. Assim, ainda que inovações como *blockchain* estejam associados aos criptoativos em geral, elas podem ter diversas aplicações em outras searas, inclusive com potencial de inovação de produtos bancários ofertados e de mudança na condução da gestão monetária pelo Banco Central do Brasil (MOURA; OLIVEIRA, 2019, p. 33).

O *blockchain*, conforme a definição Talarico (2019), seria uma espécie de *software* que permite o registro e armazenamento de ativos digitais e informações em uma base de dados descentralizada e incorruptível, permitindo transações entre as partes, sem a necessidade de um intermediário-garantidor, de modo confiável, acessível e transparente.

Contudo, apesar dos benefícios e trazidos pelos *tokens* e suas tecnologias, a CVM (2018a) recomenda cautela aos investidores, pois além de apontar uma série de riscos a respeito da compra desses bens, ressalta em sua Série de Alertas que:

os criptoativos, especialmente quando criados para realização de pagamentos ou transferências financeiras, como é o caso do Bitcoin, não são emitidos, controlados, garantidos ou regulados por qualquer autoridade monetária, o que significa dizer que eles compõem um universo totalmente separado das moedas oficiais, como o dólar ou o real. (CVM, 2018a, p. 3)

Assim, ainda que haja a necessidade de informar à Receita Federal operações que os envolvam (BRASIL, 2019), verifica-se que, esses ativos, por não serem moedas oficiais emitidas por autoridade monetária, estão sujeitos a diversos riscos, nos termos do Comunicado nº 31.379 do Banco Central, de 16/11/2017:

Considerando o crescente interesse dos agentes econômicos (sociedade e instituições) nas denominadas moedas virtuais, o Banco Central do Brasil alerta que estas não

são emitidas nem garantidas por qualquer autoridade monetária, por isso não têm garantia de conversão para moedas soberanas, e tampouco são lastreadas em ativo real de qualquer espécie, ficando todo o risco com os detentores. Seu valor decorre exclusivamente da confiança conferida pelos indivíduos ao seu emissor. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2017)

Por constituírem novidade no mercado, não há regulamentação que trate especificamente de criptoativos como valores mobiliários, verificando-se nesse caso atual o entendimento de Mattos Filho (1985, p. 43) de que “difícilmente o legislador poderá prever todas as hipóteses nas quais o valor mobiliário poderá aparecer. [Pois] A imaginação humana é mais ágil e anárquica que o ordenamento legislativo”.

Por outro lado, considerando que diversas pessoas adquirirem *tokens* e criptoativos com a finalidade de investimento, e que dentre eles há aqueles que possuem todas as características de valores mobiliários, ou mais especificamente de contratos de investimento coletivo (Artigo 2º, IX, Lei nº 6.385/76), há de se entender que, nessa hipótese, estariam sob o âmbito da intervenção estatal, nos termos da Lei nº 6.385/76.

No mesmo sentido desse entendimento, a CVM publicou em seu sítio três comunicados a respeito das Initial Coin Offerings (ICOs).

Primeiramente, no comunicado de 11/10/2017, a CVM (2017a) destaca que os ICOs são captações públicas de recursos, junto ao público investidor, e têm como contrapartida a emissão de ativos virtuais, também conhecidos como *tokens* ou *coins*. Esses ativos virtuais, por sua vez, a depender do contexto econômico de sua emissão e dos direitos conferidos aos investidores, podem representar valores mobiliários, nos termos do artigo 2º, da Lei 6.385/76. Nesse caso, sujeitam-se à legislação e à regulamentação específicas, sob a pena das sanções administrativas aplicáveis. Por outro lado, também há operações de ICO que não se encontram sob a competência da CVM, por não se configurarem como ofertas públicas de valores mobiliários. (CVM, 2017a).

Em sua segunda publicação acerca dos ICOs, em 16/11/2017, a CVM (2017b) destaca que quando os ativos virtuais conferem ao investidor, por exemplo, direitos de participação no capital, acordos de remuneração pré-fixada sobre o capital investido ou de voto em assembleias que determinam o direcionamento do empreendimento, esses ativos poderiam claramente ser compreendidos como algum tipo de valor mobiliário. Já nos casos em que ocorre a emissão de um *utility token*, ativo virtual que confere ao investidor acesso à plataforma, projeto, bem ou

serviço, nos moldes de uma licença de uso ou de créditos, a caracterização da emissão de um valor mobiliário não restaria tão clara. (CVM, 2017b).

Por fim, em 07/03/2018, a CVM (2018b) publicou que suas análises e decisões tomadas pela Autarquia não ratificam ou recomendam uma oferta de valores mobiliários. Essas e outras ações têm como objetivo verificar se as operações de ICOs estão enquadradas nas definições de oferta pública de valores mobiliários, e, sendo a resposta positiva, serão tomadas pela CVM as medidas cabíveis. (CVM, 2018b).

Desse modo, verifica-se que caso determinados criptoativos se enquadrarem como contratos de investimento coletivo, e, portanto, possuírem as características de valores mobiliários, estarão submetidos ao regramento aplicável a estes. Ademais, assim como nos demais valores mobiliários, os investidores também se encontrariam em situação de assimetria de informação e de impotência quanto à gestão do empreendimento. Desse modo, estariam igualmente presentes as razões que justificam a regulação estatal, que imporia obrigações aos empreendedores que garantiria proteção aos investidores e segurança ao mercado.

1.3 Contratos de investimento coletivo

O contrato de investimento coletivo, conforme publicação da CVM (2019a), é definido como:

um instrumento utilizado para captação de recursos dos investidores, para aplicação em determinado empreendimento, a ser implantando e gerenciado exclusivamente pelo empreendedor, com a promessa de distribuir entre os investidores os lucros do empreendimento. (CVM, 2019a, p. 86)

O contrato de investimento coletivo passou a ser considerado valor mobiliário a partir da edição da Medida Provisória nº 1.637/98, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001 (EIZIRIK, 2011, p. 56). A partir da publicação da Lei nº 10.303/2001, em sentido de complementar as reformas trazidas pela Lei nº 10.198/2001, dentre outras alterações, o contrato

de investimento coletivo foi incluído expressamente na atual redação do artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, conforme se verifica abaixo:

Artigo 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Assim, conforme se verificam os elementos presentes na redação do artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, serão valores mobiliários os títulos ou contratos que possuam todas as seguintes características, conforme o entendimento de Eizirik (2011):

- (a) caracterizem modalidade de investimento coletivo;*
- (b) em que haja fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica) por parte do investidor;*
- (c) em que haja gestão dos recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados;*
- (d) tratem de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente;*
- (e) em que exista uma expectativa de obter lucros, ou seja, o investidor, ao decidir pela alocação de seus recursos em um valor mobiliário, visa à obtenção de algum tipo de ganho, benefício ou vantagem econômica, em função do contrato de investimento de risco realizado. Esses lucros podem ser auferidos através de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços; e*
- (f) em que o investidor assuma os riscos de financiador do negócio (ou os riscos do empreendimento), que são diversos dos riscos comuns comerciais, ou seja, os riscos poderão resultar na perda total ou parcial dos recursos investidos. (EIZIRIK, 2011, P. 57-58)*

Ou, ainda, conforme entendimento consolidado no entendimento do Colegiado da CVM, referente ao Processo CVM Nº RJ2007/11.593, julgado em 22/01/2008, no voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto, o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.386/76, estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários:

- i. deve haver um investimento ('IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...');*
- ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ('IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...');*
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ('IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...');*
- iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de 'remuneração', termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...");*
- v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ('IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros'); e*

vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ('IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ... '). (CVM, 2007, p.2)

As alterações legislativas, que incluíram os CICs como valores mobiliários, foram necessárias porque antes delas, na falta de clareza sobre regulamentação desses títulos e contratos, algumas ofertas de investimentos coletivos foram realizadas no mercado sem qualquer tipo de registro ou acompanhamento.

Dentre essas ofertas, destacam-se os contratos de boi-gordo, nas quais os investidores aplicavam seus recursos em empreendimentos rurais com a promessa de rentabilidade em prazo determinado. Contudo, pela falta de acompanhamento e fiscalização, vários empreendimentos não se mostraram capazes de gerar os lucros inicialmente prometidos, causando prejuízos a milhares de investidores (CVM, 2019a, p. 86), o que levou à realização de alteração legislativa, que incluiu os contratos de boi-gordo, juntamente com outros negócios, sob a regulamentação da CVM, tendo como objetivo inicial conferir maior proteção quanto a investimentos ligados à pecuária (VERÇOSA, 1997), caso preenchidos os elementos do CIC.

Assim, verifica-se que a partir da nova regulamentação, os contratos de investimento coletivos passaram a se sujeitar às normas e à fiscalização da CVM, que passou a exigir o registro dos emissores e das distribuições públicas, com todas as regras de divulgação de informações daí decorrentes, permitindo maior transparência para os investidores. (CVM, 2019a, p. 87).

Considerando que, no Brasil, para que um determinado bem possa ser enquadrado como contrato de investimento coletivo, aquele deve preencher todos os seus elementos. Assim, serão analisados casos concretos recentes nos quais as áreas técnicas e o Colegiado da CVM avaliaram as singularidades de determinados criptoativos e manifestaram seus entendimentos acerca de sua caracterização como valores mobiliários.

2 CAPÍTULO I

Neste tópico, serão analisados os pronunciamentos das áreas técnicas da CVM, dentre elas a Gerência-3 da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (GER-3/SRE) e a Procuradoria Federal Especializada (PFE), e decisões do Colegiado da CVM sobre a temática de *tokens* e investimentos a eles relacionados, analisadas sob o prisma de serem considerados ou não ofertas de contratos de investimento coletivo.

O acesso aos processos citados no presente capítulo se deu por meio de pedidos de vistas feitos ao Serviço de Atendimento ao Cidadão (SAC) da CVM, com finalidade exclusivamente acadêmica. Além disso, considerando a existência de informações sigilosas e dados pessoais, no bojo dos processos analisados, os pedidos foram deferidos parcialmente, assim, não foi obtido acesso a dados tarjados e a documentos excluídos da concessão dos pedidos de vista.

Tendo em vista essas considerações, seguem, abaixo, os entendimentos da CVM sobre a caracterização de oferta de valores mobiliários, em processos que envolviam oferta de *tokens*, seguidos de comentários sobre a análise realizada pela Autarquia.

2.1 Processo CVM SEI 19957.010938/2017-13 – Niobium Coin

O referido processo tratou da análise da GER-3/SRE sobre possível oferta de valores mobiliários, com base no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, exclusivamente no que se refere ao ICO do *token* denominado Niobium Coin, utilizado na implementação da Bolsa de Moedas Digitais Empresariais de São Paulo - BOMESP, e no pagamento de seus serviços, conforme o conteúdo dos sítios <https://niobiumcoin.io/> e <http://bomesp.org/>. (CVM, 2017c, p.1)

A esse respeito, com o intuito de obter maiores informações acerca da oferta divulgada, a GER-3/SRE encaminhou o Ofício nº 192/2017/CVM/SRE/GER-3, de 23/11/2017, aos investigados. (CVM, 2017c, p.1)

A partir das respostas e dos documentos encaminhados, a SRE analisou a proposta de investimento do ICO da Niobium Coin, buscando pelas características de valor mobiliário conforme o artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, com base no teste aplicado pelo Colegiado da

Autarquia no processo RJ-2007-11593, em 22/01/2008, e concluiu que, por estarem ausentes dois dos elementos do teste, não se trataria de valor mobiliário, conforme se verifica abaixo: (CVM, 2017c, p.1-2)

Há investimento? Sim. Os investidores aplicariam recursos em troca do recebimento de Niobium Coin, nos termos de seu White Papper, a partir de sua compra por *bitcoins*, *ether* e outras criptomoedas que podem ser adquiridas com recursos financeiros. (CVM, 2017c, p.2)

Esse investimento é formalizado por um título, ou por um contrato? Sim. De acordo com a Resposta ao Ofício 192, a formalização do investimento se daria por meio de fornecimento pelo adquirente, de seu e-mail e de conta Ethereum compatível com Niobium, em seguida, o adquirente do criptoativos receberia um e-mail padrão com a indicação do procedimento para efetuar a troca de *ether* por Niobium. (CVM, 2017c, p.2).

O investimento é coletivo? Sim, na medida em que seria oferecido e poderia ser adquirido indistintamente pelo público em geral. (CVM, 2017c, p.2).

Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores? Não. De acordo com os documentos divulgados, não haveria remuneração, ou forma de participação ou parceria oferecida aos investidores. As informações constantes no White Papper e prestadas pelos intimados apontam que o Niobium seria um *utility token*, pois teria como finalidade sua utilização como crédito para pagamento por serviços prestados na plataforma da BOMESP ou aquisição de outras moedas virtuais. Além disso, os investigados afirmam que eventual ganho patrimonial decorrente da valorização do bem decorreria da apreciação que a sociedade faria acerca do valor intrínseco da moeda, dentro da lei da oferta e da procura, não sendo decorrente de um direito de participação, de parceria ou de remuneração. (CVM, 2017c, p.2).

A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros? Não. Não seria oferecida remuneração. (CVM, 2017c, p.2).

Os contratos são ofertados publicamente? Sim, a proposta de investimento, que de acordo com o *website* <https://niobiumcoin.io/> estava em fase de pré-venda, sendo ofertado ao público em geral por meio de *site* na internet. (CVM, 2017c, p.2).

Como se percebe no teste acima, dois dos questionamentos aplicados retornaram com respostas negativas. Tendo em vista que apenas uma resposta negativa seria o bastante para a

descaracterização do objeto de análise como valor mobiliário, a GER-3/SRE concluiu que, a princípio, a Niobium Coin não se configuraria como valor mobiliário. (CVM, 2017c, p.3).

Após sua manifestação, a GER-3/SRE realizou consulta à PFE a respeito do caso em análise (CVM, 2017c, p.4). A PFE, em 27/12/2017, por meio de seu parecer, corroborou o entendimento da SRE, no sentido de que:

o Niobium constitui um utility token e, portanto, não possui a natureza jurídica de valor mobiliário na feição de Contrato de Investimento Coletivo. [...] sua oferta pública não atrai a competência da CVM de sorte a gerar a edição de uma stop order (MILLER, 2017a, p. 5).

Ainda assim, a SRE entendeu que o processo deveria ser encaminhado ao Colegiado, para dar ciência dos entendimentos da SRE e da PFE a respeito do tema, tendo em vista a relevância das questões envolvidas, dentre elas: (i) a crescente adoção de estruturas de ICO no mundo e a intenção de sua realização no Brasil; (ii) o fato de que vários ICOs envolvem *utility tokens*; e (iii) o caráter institucional da questão sobre a eventual competência da CVM em relação a ICOs de *utility tokens*. (CVM, 2017d, p. 1).

O tema foi tratado no Colegiado pela primeira vez em reunião do dia 09/01/2018, que decidiu por devolver o processo à área técnica para a realização de diligências adicionais. (CVM, 2018c, 2018d).

Uma vez realizadas as diligências, o processo foi reencaminhado pela GER-3/SRE ao Colegiado da CVM (CVM, 2018e), que em reunião realizada em 30/01/2018 deixou registrado em ata que acompanhou as manifestações das áreas técnicas no sentido de que a criptomoeda ou *utility token* Niobium Coin, até aquela data, não se caracterizava como valor mobiliário, razão pela qual a CVM não teria competência em relação à sua pretendida oferta inicial de distribuição (CVM, 2018f, p.2). No entanto, o Colegiado ressaltou que essa decisão circunscrever-se-ia somente à análise da Niobium Coin, e em nada impactaria a atuação Autarquia em relação a ofertas que envolvam produtos que, independentemente de sua denominação, sejam caracterizados como valores mobiliários (CVM, 2018f, p.3). O Colegiado ressaltou, por fim, que plataformas de negociação constituídas para negociar, ainda que de forma não exclusiva, valores mobiliários deveriam verificar se estão sujeitas à legislação brasileira e à regulação editada pela CVM (CVM, 2018f, p.3).

Ademais, posteriormente ao pronunciamento do Colegiado, a GER-3/SRE tomou conhecimento de mensagens referentes ao Niobium Coin, publicadas por meio de rede social (CVM, 2018g, p. 3), que diziam:

- como pod ser furada se a própria CVM disse que é legal e passou pelo Crivo da CVM!!! Vc esta desenformado amigo!!! Estude mais o mercado... comprei a 2 essa moeda e estou contente com o resultado já nas corretoras!!!!!! (CVM, 2018g, p. 5) (grifei)
- não tava proibido (...)?
- a CVM analisou e liberou. Veja a matéria do Valor Econômico <https://niobiumcoin.io/na-midia/article-about-niobium-on-valor-economico-website/>
- não esteve proibido! A Niobium foi a primeira moeda brasileira que passou pelo Crivo da CVM (CVM, 2018g, p. 6) (grifei)

Tal fato, provocou o envio do Ofício nº 29/2018/CVM/SRE/GER-3, solicitando informações e esclarecimentos a respeito do ocorrido, além de a área técnica da CVM ter esclarecido e alertado que o entendimento manifestado pela Autarquia não autoriza, por não ser verdadeira, a afirmação de que o Niobium e/ou sua oferta receberam qualquer tipo de crivo, chancela, autorização, liberação, permissão, licença ou equivalente por parte da CVM (CVM, 2018g, p. 6). Alertaram ainda para o fato de que a utilização de afirmações falsas ou diversas das que deveriam ser descritas poderiam acarretar consequências jurídicas adversas nas esferas administrativa e penal (CVM, 2018g, p.6-7).

Em resposta encaminhada à autarquia, o administrador responsável pela oferta do Niobium Coin se comprometeu a orientar sua equipe de modo a não incorrer no equívoco cometido nas declarações em rede social e alegou não ter como afirmar se os perfis autores das postagens são verdadeiros ou oficiais. (CVM, 2018g, p. 7).

Por fim, a GER-3/SRE propôs o encerramento do processo, sem prejuízo de sua eventual reabertura caso fato novo assim o enseje. Esse entendimento encontra-se embasado nas manifestações da SRE, PFE e Colegiado da CVM de que, nos moldes apresentados, o Niobium não se configura como um valor mobiliário. (CVM, 2018g, p. 7).

2.2 Comentários ao Processo CVM SEI 19957.010938/2017-13

Como comentários relevantes a respeito desse processo, percebe-se que nele as áreas técnicas e o Colegiado da CVM atuaram de modo coerente com os comunicados da Autarquia a relativos aos ICOs, de 11/10/2017 e de 16/11/2017 (CVM, 2017a, 2017b). Nesse sentido, no referido processo, a GER-3/SRE (CVM, 2017c) e a PFE (MILLER, 2017a) realizaram uma análise do caso concreto, envolvendo oferta de criptoativo, e após não terem sido encontrados dois dos elementos caracterizadores do contrato de investimento coletivo, se manifestaram sobre a não caracterização do *utility token* analisado como valor mobiliário. No mesmo sentido das áreas técnicas, houve a decisão do Colegiado, restrita somente à análise da Niobium Coin, concluindo pela não ocorrência de oferta de valor mobiliário (CVM, 2018f).

Outro acontecimento que merece atenção, no presente processo, é o fato de que mesmo havendo concordância entre a GER-3/SRE, PFE e os ofertantes dos criptoativos, a respeito de que não haveria oferta de valor mobiliário, ainda assim, o caso foi levado para decisão do Colegiado da CVM, em função da relevância das ofertas de *utility tokens* e de falta de clareza das áreas técnicas sobre a competência da CVM com relação a estas (CVM, 2017d, p. 1).

O deslinde desse processo indica por parte da CVM, certa padronização de um curso de ação em casos que envolvam ofertas de criptoativos, optando a Autarquia por uma análise caso a caso, sobre se determinado *token* preenche ou não os requisitos para que seja enquadrado como valor mobiliário (CVM, 2018f). Assim, prevaleceu na CVM, a opção pela não aplicação de entendimentos apriorísticos que incluíssem ou excluíssem a totalidade dos criptoativos da competência da Autarquia. A escolha regulatória adotada foi acertada, uma vez que sob a denominação de criptoativos, *tokens*, ou mesmo criptomoedas, é ofertada uma ampla variedade de ativos, com diversas características, e que conferem diferentes direitos aos seus possuidores, de modo que tais bens possuem tantas diferenças entre si que seria equivocada a adoção de um entendimento único com relação a todos eles.

Por fim, mais um evento relevante nesse processo foi a ocorrência de equívoco de certos investidores e/ou ofertantes em rede social, a respeito do significado de a CVM ter manifestado que o Niobium Coin não se enquadra como valor mobiliário (CVM, 2017c, p. 5-6). De modo que foi necessário à Autarquia alertar que não conferiu chancela, permissão ou recomendação alguma à oferta em questão, na mesma linha do comunicado a respeito dos ICOs publicado em 07/03/2018 (CVM, 2018b).

2.3 Processo SEI CVM 19957.010366/2017-72 – OriginalMy

O processo 19957.010366/2017-72 foi gerado, de ofício, pela GER-3/SRE, para analisar a se haveria oferta de valor mobiliário quanto ao ICO do ABC Token, a ser ofertado pela OriginalMy, conforme divulgação de matéria jornalística publicada no endereço eletrônico <http://www1.folha.uol.com.br/tec/2017/10/1929948-start-up-originalmy-fara-ofertade-moedas-digitais.shtml>, em 25/10/2017. (CVM, 2018h, p. 1).

Com o intuito de obter maiores informações acerca da oferta divulgada, a GER-3/SRE encaminhou o Ofício nº 169/2017/CVM/SRE/GER-3, de 25/10/2017 e Ofício nº 178/2017/CVM/SRE/GER-3, de 07/11/2017, aos seus responsáveis. (CVM, 2018h, p. 1).

A partir da resposta e dos documentos encaminhados pelos investigados, em 13/11/2017, observou-se que até aquele momento as vendas não haviam se iniciado, e que, portanto, quem tivesse interesse em adquirir o ABC Token, não conseguiria fazê-lo. No *website* <https://originalmy.com/ico>, somente era possível registrar-se, informando o nome, e-mail e intenção de compra do criptoativo. (CVM, 2018h, p. 1).

De acordo com a análise da GER-3, com base nas informações obtidas no Whitepaper, a plataforma OriginalMy ofereceria serviços relacionados a identificação, assinatura e certificação de documentos por meio de blockchain, sendo o ABC Token o único meio de acesso às funcionalidades do *website*. (CVM, 2018h, p. 1).

Apesar de o cronograma apresentado no Whitepaper informar que a pré-venda se iniciaria em 20/10/2017 e a venda em 12/12/2017, de acordo com a resposta da OriginalMy ao Ofício nº 178/2017/CVM/SRE/GER-3, encaminhada em 13/11/2017, o processo foi postergado. Além disso afirmaram que não houve venda de nenhum ABC Token nem de direitos sobre sua aquisição, atuais ou futuros. (CVM, 2018h, p.1-2).

Ainda assim, a GER-3/SRE adotou o entendimento de que a oferta já fora divulgada, tendo em vista a reportagem supracitada e o conteúdo do site <https://originalmy.com/ico>. Desse modos, a partir documentos e informações divulgadas sobre a oferta e com fundamento nos elementos indicados na decisão do Colegiado de 22/01/2008, relativa ao processo RJ- 2007-

11593, a SRE analisou a proposta de investimento ofertada pela OriginalMy e nela não observou todas as características de valor mobiliário nos termos do artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, conforme o teste abaixo: (CVM, 2018h, p. 2).

Haverá investimento? Sim. Os investidores aplicariam recursos financeiros como constava no website <https://originalmy.com/ico>: (CVM, 2018h, p.2)

O total de tokens a ser ofertado em fases de crowdsale corresponderá a 33% da totalidade dos tokens ABC emitidos, sendo que destes 20 milhões, correspondentes a 10% do total de ABC tokens, estarão disponíveis para venda nesta oportunidade, ao valor de \$0.25 cada token. O pagamento pelos ABC tokens poderá ser feito por meio de Bitcoin (BTC) ou Ether (ETH), não sendo aceitas outras formas de pagamento. (CVM, 2018h, p. 2)

Esse investimento será formalizado por um título, ou por um contrato? Sim. De acordo com o website <https://originalmy.com/ico>, os "TERMOS E CONDIÇÕES" seriam divulgados em breve. Ao concordar com os Termos e Condições da oferta no momento de realizar uma ordem de compra, o adquirente formalizaria o investimento. (CVM, 2018h, p. 2)

O investimento será coletivo? Sim, na medida em que seria oferecido e poderia ser adquirido por diversas pessoas. (CVM, 2018h, p. 2)

Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores? Não. De acordo com as informações apuradas, o detentor do *token* teria os direitos descritos no item 7.3. do Whitepaper: (CVM, 2018h, p. 2)

Com o sucesso do crowdsale, todas as funcionalidades disponibilizadas por meio da Plataforma OriginalMy passarão a ser acessíveis apenas por meio do ABC token (vide Roadmap para implantação). Nesse sentido, o ABC token dará direito à utilização de todas as aplicações disponíveis na Plataforma OriginalMy e poderá ser parte de programas específicos de fomento de rede, adquirido dos participantes do crowdsale (via mercado secundário) ou diretamente da OriginalMy, por meio de balcão a ser implementado (OTC OriginalMy). (CVM, 2018h, p. 2).

A remuneração oferecida terá origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros? Não. Não seria oferecida remuneração. (CVM, 2018h, p. 2).

Os contratos serão ofertados publicamente? Sim, a proposta de investimento seria ofertada ao público em geral por meio de site na internet, conforme trecho que constava do website <https://originalmy.com/ico>: (CVM, 2018h, p. 2).

O Token Sale ocorrerá exclusivamente através do site <https://originalmy.com/ico>, onde poderão ser adquiridos os ABC tokens desde que respeitadas as regras do crowdsale. A OriginalMy não se responsabiliza por qualquer oferta, compra e/ou venda ocorrida ou de qualquer forma negociada fora do ambiente do site ora mencionado. (CVM, 2018h, p. 2-3).

Verifica-se que no teste aplicado pela GER-3/SRE, dois dos questionamentos retornaram com respostas negativas. Tendo em vista que apenas uma resposta negativa é o bastante para a descaracterização do objeto de análise como valor mobiliário, a GER-3/SRE manifestou entendimento de que, a princípio o caso em análise não se configuraria como valor mobiliário, de modo semelhante ao ocorrido no caso da Niobium Coin, no âmbito do Processo SEI 19957.010938/2017-13. (CVM, 2018h, p. 3).

Entretanto, apesar desse entendimento, em 13/12/2017, a GER-3 enviou o Ofício nº 201/2017/CVM/SRE/GER-3 à OriginalMy, por meio do qual solicitou esclarecimentos quanto aos seguintes pontos do *Whitepaper*: i) como se daria o fomento de rede e de que forma o detentor do *token* poderia ser parte de programa específico de fomento de rede, ii) o que seria o sistema de recompensas para validadores e usuários, iii) como se daria o sistema de incentivos específicos citado no item 7.5 do *Whitepaper*, e iv) explicar o trecho "de 80% (oitenta por cento) superior ao valor médio", presente no item 7.4 do *Whitepaper*. (CVM, 2018h, p. 3).

Em 18/12/2017, a OriginalMy respondeu ao ofício, esclarecendo, quanto aos itens i), ii) e iii), que em sua plataforma seria desenvolvido protocolo próprio descentralizado com uma *blockchain* própria, e que seria criado algoritmo que incentive aqueles que realizem validações para a rede. Esse mecanismo seria chamado de “sistema de recompensas” ou “incentivos”, e visaria a remunerar aqueles que se dispusessem a processar transações nessa nova rede a ser criada, de maneira similar ao *proof of work* realizado em alguns protocolos, como o do Bitcoin. Nesse sentido, também seria definida futuramente a possibilidade, não uma promessa, de que alguns tokens seriam distribuídos de maneira gratuita e/ou descontada, similarmente a uma distribuição de brindes, aos que realizarem testes e validações da rede. (CVM, 2018h, p. 3-4).

Por fim, quanto ao item iv), esclareceram que a OriginalMy poderia eventualmente disponibilizar um programa de recompra dos tokens abaixo do valor de eventual mercado secundário, caso exista. Nesse caso, o preço de aquisição pela OriginalMy não superaria 80% do valor médio dos tokens, valor este ponderado de acordo com o volume de tokens negociado nos últimos 30 (trinta) dias em mercado secundário relevante que registre maior volume de

negociações do token (conforme fórmula determinada no item 7.4 do *whitepaper*). (CVM, 2018h, p. 4).

Ressaltaram, ainda, que a OriginalMy não seria responsável por realizar vendas secundárias de tokens, e que em momento algum foi garantido qualquer tipo de retorno financeiro ou receita mínima aos adquirentes dos tokens. Todavia, dado que se tratava de tecnologia em fase de desenvolvimento, a empresa afirma que considerou prudente prever a possibilidade de recompra caso seja necessário “cancelar” e/ou “substituir” estes *tokens*. (CVM, 2018h, p. 4).

Após análise dos esclarecimentos prestados pela OriginalMy, a SRE entendeu não haver qualquer informação que alterasse o entendimento inicial de que o criptoativo analisado não seria um valor mobiliário. Segundo a avaliação feita pela SRE, o fomento de rede, incentivo e sistema de recompensas, não se confundiriam com remuneração por esforço do empreendedor ou de terceiros, uma vez que seriam uma espécie de contraprestação pelo serviço de validação de documentos prestado pelo investidor. (CVM, 2018h, p. 4).

Da mesma forma, no que diz respeito a possibilidade de recompra dos *tokens* por parte da OriginalMy, tendo em vista que o projeto prevê a recompra do *token* pelo valor de 80% do praticado do mercado, não pareceu razoável à SRE entender que isso caracterizaria uma remuneração garantida. (CVM, 2018h, p. 4).

Além disso, em visita ao *website* da OriginalMy, realizada em 02/03/2018, a GER-3/SRE não encontrou menção à oferta dos referidos *tokens*. (CVM, 2018h, p. 4).

Ainda assim, a SRE encaminhou consulta à PFE a respeito da caracterização do ABC *token* como valor mobiliário. (CVM, 2018h, p. 4). Em resposta encaminhada através de parecer, a PFE concluiu que “os elementos constantes dos autos não permitem aferir a existência de indícios de oferta de contrato de investimento coletivo, nos termos do artigo 2º, IX, da Lei 6.385/76” (MILLER, 2018a, p. 4), e que como a SRE não encontrou menção à oferta dos ABC Tokens no *website* da OriginalMy, em 02/03/2018, caso essa informação seja confirmada “restará caracterizada, ainda, a inexistência de oferta efetiva.” (MILLER, 2018a, p. 4).

Assim, de acordo com o entendimento compartilhado pela SRE e PFE de que, nos moldes apresentados, o ABC Token não se configura como valor mobiliário, a SRE propôs o arquivamento do processo, sem prejuízo de sua eventual reabertura caso fato novo assim o enseje. (CVM, 2018i, p. 5).

2.4 Comentários ao Processo SEI CVM 19957.010366/2017-72

Nesse processo, cabe destacar como ponto relevante que o teste realizado pela GER-3/SRE, a respeito da não caracterização da oferta do ABC Token pela OriginalMy como valor mobiliário (CVM, 2018h, p. 2-3), não foi atualizado conforme os novos esclarecimentos prestados pelos investigados, apesar de ter havido análise da área técnica sobre tal explanação (CVM, 2018h, p. 4).

Desse modo, ainda que não reste configurada a oferta de valor mobiliário, a não atualização do teste com as informações adicionais sobre o criptoativo ofertado gera divergências quanto à caracterização de determinados elementos do contrato de investimento coletivo. Nesse sentido, percebe-se que no referido caso, uma nova aplicação do teste do contrato de investimento coletivo apontaria que estaria presente o elemento de remuneração do investimento. Contudo, como tal remuneração decorreria do serviço de validação de rede prestado pelos investidores que se realizassem essa tarefa, assim, permaneceria afastado o elemento da origem da remuneração no esforço do empreendedor ou de terceiros.

Ainda, tendo em vista que a oferta do ABC Token estava em fase de pré-venda, e que foi retirada do ar, conforme visita ao seu *website* pela GER-3/SRE, em 02/03/2018, caso se mantivesse suspensão, também estaria ausente o elemento de oferta pública, essencial para a caracterização do contrato de investimento coletivo.

Vale ressaltar, também, que em virtude de o Colegiado da CVM já ter se manifestado no Processo CVM SEI 19957.010938/2017-13, a respeito de que compete à CVM realizar análise caso a caso sobre se determinado *token* seria valor mobiliário (CVM, 2018f), considerada a concordância da GER-3/SRE e da PFE a respeito da ausência de oferta de valor mobiliário, quanto ao ABC Token, o Processo SEI CVM 19957.010366/2017-72, foi encerrado pela GER-3/SRE (CVM, 2018i, p. 5), sem que fosse encaminhado ao Colegiado. Entende-se que esse arquivamento foi realizado de modo coerente com as atribuições conferidas à SRE e à PFE, uma vez que antes de encerrar o processo, a área técnica consultou a procuradoria a

respeito das questões jurídicas envolvidas, e que serão mais detalhadas no item 3.4 do presente trabalho.

2.5 Processo CVM SEI 19957.011844/2017-61 – HashBrasil

O presente processo originou-se na Gerência de Orientação aos Investidores 2, da Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (GOI-2/SOI), a partir de denúncias acerca do conteúdo do *website* <https://hashbrasil.com.br>. O referido endereço eletrônico tratava da oferta de cotas por meio das quais o investidor passaria a receber lucro proveniente da mineração de criptoativos, referente ao poder de processamento contratado. (CVM, 2018j, p. 1).

Além disso, a oferta também vinha sendo divulgada através de redes sociais, nos endereços eletrônicos <https://www.facebook.com/hashbrasil/> e <https://twitter.com/hashbrasil>. O processo foi encaminhado para a GER-3/SRE, que a partir do conteúdo do *website* da oferta, analisou a proposta de investimento anunciada, buscando pelas características de valor mobiliário conforme o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76. (CVM, 2018j, p. 1).

Em 08/01/2018, a GER-3/SRE enviou ao ofertante o Ofício nº 3/2018/CVM/SRE/GER-3, alertando que o investimento oferecido poderia se enquadrar no conceito de valor mobiliário definido pelo inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 e solicitando maiores informações acerca da oferta. (CVM, 2018j, p. 1-2).

Em resposta, a HashBrasil encaminhou documentos relativos à oferta e alegou ser meramente uma empresa que realiza a intermediação de negócios entre seus usuários e a empresa mineradora de criptoativos denominada Realbit, localizada em Hong Kong. Segundo a alegação, a Realbit desenvolveria a atividade de mineração de criptoativos por meio de máquinas de sua propriedade, com *hardwares* específicos e dedicados, então os usuários realizariam a compra ou locação por tempo determinado dessas máquinas por intermediação da HashBrasil. (CVM, 2018j, p. 2).

Alega ainda, que essa aquisição ou locação foi denominada pela HashBrasil como “cota”, e o coletivo de clientes que participaram da mineração de uma máquina recebeu a denominação de “grupo”. Tais grupos seriam determinados exclusivamente pela Realbit. O método de contratação consistia em informar expressamente ao cliente/usuário sobre as comissões que seriam cobradas, e caso aceitasse a contratação dos serviços e efetuasse a locação ou aquisição da máquina de mineração, informaria sua conta de criptoativos e passaria a receber o resultado da mineração, excluídas as comissões da HashBrasil e da Realbit. (CVM, 2018j, p. 2).

Por fim HashBrasil afirmou realizar atividade semelhante às empresas Groupon e Peixe Urbano, pois se considerava como uma empresa de prestação de serviços de criação de grupos para aquisição de produto, no caso, sendo este as máquinas mineradoras. (CVM, 2018j, p. 2-3).

A GER-3/SRE entendeu que o fato de a mineração ser realizada pela Realbit Limited, de Hong Kong, não exime a HashBrasil de exercer o papel de ofertante da oportunidade de investimento no Brasil, uma vez que, (i) conforme o contrato firmado entre as duas, a Realbit concede a HashBrasil o direito para representar e intermediar vendas e (ii) o website utilizado para a divulgação da oportunidade apresentava rendimento mensal estimado. (CVM, 2018j, p. 3).

Assim, diferentemente do que foi alegado pela HashBrasil, a GER-3/SRE afirmou que a referida oferta não tratava de uma simples criação de grupos para aquisição de produto, mas sim de um investimento acompanhado da perspectiva de remuneração, formalizado por contrato com uma prestadora do serviço de mineração de criptoativos de Hong Kong. (CVM, 2018j, p. 3).

A partir dos documentos e informações divulgadas da oferta e com fundamento nos elementos indicados na decisão do Colegiado de 22/01/2008, relativa ao processo RJ- 2007-11593, a SRE analisou a proposta de investimento ofertada pela HashBrasil e nela observou todas as características de valor mobiliário conforme o artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, conforme o teste abaixo: (CVM, 2018j, p. 3).

Há investimento? Sim. Os investidores aplicavam recursos financeiros para adquirir cotas, a aquisição de uma cota, por exemplo, custava R\$ 100,00. O site <https://hashbrasil.com.br> continha a seguinte afirmação: "O valor aproximado de uma cota de mineração do grupo é de R\$ 100,00 que decresce de acordo com o tempo de operação do grupo." (CVM, 2018j, p. 3).

Esse investimento é formalizado por um título, ou por um contrato? Sim, conforme constava no site <https://hashbrasil.com.br>: "O contrato de termos de uso com a HashBrasil prevê a garantia do fornecimento do hashrate até a finalização do contrato, caso haja o descumprimento desta garantia cabem medidas jurídicas." (CVM, 2018j, p. 3).

O investimento é coletivo? Sim, na medida em que foi oferecido indistintamente e pôde ser adquirido por vários investidores. (CVM, 2018j, p. 3).

Alguma forma de remuneração é oferecida aos investidores? Sim. De acordo com informações que estavam presentes no site <https://hashbrasil.com.br>: "O rendimento mensal estimado é de 9% ao mês" e " Os rendimentos provenientes da mineração são pagos em Bitcoin, portanto, o cliente tem total controle sobre o melhor momento de vender seu ativo digital." (CVM, 2018j, p. 3).

A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros? Sim, a remuneração seria decorrente do esforço de terceiros, no caso em análise, da Realbit Limited, contratada pelo HashBrasil. (CVM, 2018j, p. 3).

Os contratos são ofertados publicamente? Sim, a proposta de investimento foi disponibilizada no website <https://hashbrasil.com.br> e ofertada ao público em geral, e, também foi divulgada nos websites <https://www.facebook.com/hashbrasil/> e <https://twitter.com/hashbrasil>. (CVM, 2018j, p. 3-4).

A GER-3/SRE, após identificar todos os elementos do contrato de investimento coletivo nos termos do artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, concluiu que a oferta HashBrasil constituiu oferta pública e irregular de valor mobiliário (CVM, 2018j, p. 4). Em seguida, encaminhou seu entendimento à PFE e a consultou quanto à pertinência da edição de *stop order* por parte do Colegiado da CVM, para alertar os investidores em geral acerca da referida oferta irregular (CVM, 2018j, p. 4).

Em 22/02/2018, a PFE encaminhou seu parecer, no qual, e concluiu que existiam indícios de oferta de contrato de investimento coletivo, nos termos do artigo 2º, IX, da Lei 6.385/76, sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/03 (ICVM 400), e sem a dispensa prevista no inciso I, do § 5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 4º da ICVM 400, o que consistiria em infração grave nos termos do inciso II do artigo 59 da mesma instrução (MILLER, 2018b, p. 3). Nesse sentido afirmou que seria justificada a edição de *stop order*, inclusive dado seu caráter cautelar, e

entendeu pertinente a comunicação ao Ministério Público Federal, nos termos do artigo 9º da Lei Complementar nº 105/2001, acerca da existência de indícios dos crimes tipificados no artigo 7º, II, da Lei 7.492/86 (MILLER, 2018b, p.3).

Assim, em 23/02/2018, após a manifestação da PFE, a SRE propôs ao Colegiado a edição de deliberação de suspensão de oferta de contratos de investimento coletivo relacionados à oferta da HashBrasil, sob cominação de multa, e a comunicação do ato ao Ministério Público Federal. (CVM, 2018k, p. 3).

Por meio da Deliberação nº 790 de 28 de fevereiro de 2018 (Deliberação nº 790/2018), publicada no Diário Oficial da União, em 01/03/2018, o Colegiado da CVM deliberou por:

I. alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral que a L. JANISZEWSKI - HASHBRASIL - ME, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 27.671.624/0001-97, bem como seu responsável, o Sr. Leonardo Janiszewski, inscrito no CPF/MF sob o número 089.110.489-50, não se encontram habilitados a ofertar publicamente títulos ou contratos de investimento coletivo relacionados à oportunidade de investimento relacionada a cotas em grupo de investimento em mineração de Bitcoin ("HashBrasil"), conforme definição constante do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385, de 1976, tendo em vista tratar-se de pessoa não registrada como emissora de valores mobiliários, e de oferta pública sem registro (ou dispensa deste) na CVM;

II. determinar a todos os sócios, responsáveis, administradores e prepostos da pessoa jurídica acima referida que se abstenham de ofertar ao público títulos ou contratos de investimento coletivos relacionados à oportunidade de investimento relacionada a cotas em grupo de investimento em mineração de Bitcoin ("HashBrasil") sem os devidos registros (ou dispensas deste) perante a CVM, alertando que a não-observância da presente determinação acarretará multa cominatória diária, no valor de R\$ 5.000,00 (cinco mil reais), sem prejuízo da responsabilidade pelas infrações já cometidas, com a imposição da penalidade cabível, nos termos do artigo 11 da Lei nº 6.385, de 1976; e

III. que esta Deliberação entra em vigor na data de sua publicação. (BRASIL, 2018, p. 32)

Também, em 28/02/2018, a GER-3/SRE comunicou os investigados a respeito da edição de *stop order* pelo Colegiado da CVM, encaminhando cópia da Deliberação nº 790/2018 via e-mail, no Ofício nº 34/2018/CVM/SRE/GER-3. (CVM, 2018l, p. 1)

Em 03/04/2018, a GER-3/SRE, após verificar interrupção da referida oferta pelos investigados, em obediência às disposições da Deliberação nº 790/2018, os comunicou, por meio do Ofício de Alerta nº 6/2018/CVM/SRE/GER-3, sobre o arquivamento do referido processo, sem prejuízo de sua eventual reabertura caso fato novo assim o enseje (CVM, 2018m, p. 1). Além disso, a GER-/SRE também os alertou sobre a necessidade de se observar a legislação vigente em ocasiões futuras, a fim de evitar a instauração de eventual procedimento de natureza sancionadora. (CVM, 2018m, p. 1).

A GER-3/SRE, em 04/04/2018, informando que, por força da Deliberação CVM nº 790/2018, a HashBrasil suspendeu a oferta em questão, e que foi encaminhado o Ofício de Alerta nº 6/2018/CVM/SRE/GER-3 aos investigados, e tendo em vista que o processo foi originado por meio de denúncias na GOI-2/SOI, sugeriu o encaminhamento deste processo à SOI para as providências cabíveis. (CVM, 2018n, p. 2).

Em 10/05/2018, a GOI-2/SOI comunica a SRE, que pós a publicação da Deliberação CVM nº 790/18, foi recebida nova denúncia, em que o delator alega ter havido violação da *stop order* pelos ofertantes do CIC (CVM, 2018o, p. 1). Ele se baseia em supostas conversas gravadas e na alegação de que um dos ofertantes estaria vendendo todos os seus bens e prestes a deixar o Brasil (CVM, 2018o, p. 1).

Contudo, na avaliação da GOI-2, não havia nos áudios provas de realização pela HashBrasil de novas ofertas públicas de investimento, com data posterior ao da publicação da *stop order*, que comprovariam seu descumprimento (CVM, 2018o, p. 1). Ainda assim, a GOI-2 encaminhou o processo à SRE para apuração de possível emissão de CIC sem registro na CVM, que poderia estar relacionado com o investimento ofertado pela HashBrasil, no que se refere à oferta do GMT Token, por meio do *website* em língua portuguesa <https://globalminingtoken.com/> (CVM, 2018o, p. 1-2).

A GER-3, em 04/04/2019, em resposta à GOI-2, verificou que o referido *website*, <https://globalminingtoken.com/>, não se encontrava mais em funcionamento na rede mundial de computadores, e fez as seguintes considerações: (CVM, 2019b, p. 1).

(i) a ausência de outros elementos substanciais na denúncia, (ii) a ausência de outras denúncias de potenciais investidores lesados por esta possível oferta de investimento, (iii) as análises feitas oportunamente pela GOI-2 sobre esta última denúncia, (iv) as medidas anteriormente adotadas neste processo e que (iii) o site da HashBrasil, <https://www.hashbrasil.com.br/>, também permanece fora no ar, entendemos que, devido à baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado, não há justa causa para medidas adicionais de investigação, e em linha com o dispositivo legal exposto no § 4º do artigo 9º da Lei 6.385, propõe-se o encerramento do presente processo nesta superintendência e seu retorno à SOI para adoção das medidas que julgar cabíveis. (grifei) (CVM, 2019b, p. 1).

A GOI-2/SOI, em 12/06/2019, informou que a CVM, em 10/04/2019 realizou comunicação ao Ministério Público Federal, acerca da existência de indícios dos crimes tipificados no artigo 7º, II, da Lei 7.492/86, nos termos do artigo 9º da Lei Complementar 105/2001, conforme o Parecer da PFE (MILLER, 2018b, p. 3), e em concordância com o

Despacho da GER-3/SRE, de 04/04/2019 (CVM, 2019b, p. 1), encerrou o Processo CVM SEI 19957.011844/2017-61. (CVM, 2019c, p. 1-2).

2.6 Comentários ao Processo CVM SEI 19957.011844/2017-61

O processo ora analisado possui relevância, uma vez que nesse caso, houve concordância entre a GER-3/SRE (CVM, 2018j, p. 4) e a PFE (MILLER, 2018b, p. 3) sobre a caracterização de uma oferta relacionada criptoativos realizada pela HashBrasil, no que se refere à venda de cotas em grupos de mineração de Bitcoin, como uma oferta irregular de contratos de investimento coletivo. Além disso, destaca-se que o Colegiado da CVM, a pedido de suas áreas técnicas, deliberou por suspender a oferta realizada pela HashBrasil, em caráter cautelar, sob pena de multa de R\$ 5.000,00 por dia de descumprimento da decisão (BRASIL, 2018, p. 32).

Um detalhe que merece destaque no entendimento das áreas técnicas sobre o presente processo, foi a caracterização do elemento da remuneração dos investidores com base no esforço de terceiros, com fundamento na divulgação pelo ofertante de estimativa de rentabilidade mensal aos investidores, e que esta seria exclusivamente resultante do esforço da Realbit Limited, em minerar criptoativos.

Assim, este caso diferenciar-se-ia do OriginalMy, uma vez que naquele ou não haveria remuneração, conforme teste realizado pela GER-3/SRE, ou seria resultante dos próprios esforços dos investidores ao validarem operações em rede, conforme esclarecimentos prestados pelo ofertante e aceitos pela GER-3/SRE.

Mais um acontecimento que merece consideração foi o encerramento do presente processo, com fundamento no artigo 9º, §4º, da Lei nº 6.385/76, alterado pela Lei 13.506/17, cuja redação é:

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá

deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

Conforme entendimento das áreas técnicas da CVM, a caracterização do investimento ofertado pela HashBrasil como uma oferta irregular de contratos de investimento coletivo, havendo, inclusive com edição de *stop order* pelo Colegiado da Autarquia, não foi suficiente para dar origem a um processo administrativo sancionador, considerando os demais elementos do caso concreto.

Esse entendimento, a princípio, abriria precedente para outros casos concretos, uma vez que as áreas técnicas da CVM, além de terem de apontar as infrações administrativas, deverão enfrentar os requisitos legais apontados no artigo 9º, §4º, da Lei nº 6.385/76, para somente então prosseguirem em eventual processo administrativo sancionador ou optarem pelo arquivamento do processo de investigação. Ademais, há outras questões relacionadas à aplicação do artigo 9º, §4º, da Lei nº 6.385/76 pelas áreas técnicas que serão abordadas no item 3.4 do presente trabalho, como a necessidade de consulta à PFE a respeito das questões jurídicas envolvidas.

3 CAPÍTULO II

Tendo em vista os conteúdos dos processos analisados, serão abordados aspectos do teste de CIC e sua aplicação à oferta de *tokens*. Além disso, os pronunciamentos da CVM, apresentados no Capítulo I deste trabalho, serão analisados e contrapostos com os entendimentos da doutrina e as práticas do mercado sobre o tema.

A respeito do papel da doutrina, Rodrigues Junior (2010) salienta que:

A vocação da doutrina em nosso tempo é perturbar, criticar, insurgir-se, denunciar e obrigar a reflexão sobre o Direito. Ela deve exercer essas funções sobre a sociedade, o Estado e os agentes mais ligados à produção jurídica, o legislador e o juiz. (...) Doutrinar é convencer, persuadir, influenciar com idéias, pelo efeito de sua qualidade e do mérito de quem as produz. Gérard Cornu faz um interessante jogo de palavras sobre o fundamento da autoridade da doutrina: Non ratione auctoritatis sed auctoritate rationis (não em razão da autoridade, mas pela autoridade da razão). (RODRIGUES JUNIOR, 2010, p. 16)

Inicialmente, cabe apontar que parte da doutrina destaca que o teste de contratos de investimentos coletivos, aplicado pela CVM, se encontra desatualizado, e, portanto, inadequado à oferta de *tokens*. Nesse sentido, Brandão et al. (2019) destacam que a CVM deveria adentrar com maior profundidade na análise do empreendimento comum desenvolvido por meio de esforços do empreendedor, em casos concretos, quando da aplicação do teste de CIC.

De fato, quando da análise dos processos na CVM em que se aplica o teste de contrato de investimento coletivo, percebe-se que a autarquia por vezes não adentra profundamente acerca do elemento do CIC de existência de empreendimento ou sua viabilidade. Esse fato corrobora a tese dos autores, quanto a necessidade de maior fundamentação da autarquia a respeito do atendimento a este requisito.

Contudo, diferentemente do entendimento de Brandão et al. (2019), no presente trabalho conclui-se que críticas apontadas ao método aplicado pela autarquia para verificar o enquadramento de determinado ativo na definição do artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, não implica que o teste em si seja inadequado. Ademais, não restou demonstrado pelos autores o porquê de *tokens* serem tão diferentes da generalidade de ativos a ponto de tornar o teste do CIC uma métrica imprecisa para verificar se a eles se aplica a regulação da CVM.

A definição legal de contrato de investimento coletivo, como cláusula aberta prevista no artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, permite que sejam enquadrados em seu âmbito de incidência uma ampla gama de investimentos, desde que o esteja presente a totalidade do conjunto de elementos elencados na lei. Assim, independentemente do nome que se dê ao bem ou contrato ofertado, se estiverem presentes todas as características do CIC, aplicar-se-ia a ele o regime mobiliário, ainda que haja outros aspectos externos ao teste que diferenciem *tokens* de outros contratos de investimento coletivo sobre os quais a CVM já tenha se manifestado.

3.1 Elementos do CIC previstos no artigo 2º, IX da Lei nº 6.385/76

Sob o ponto de vista regulatório e acadêmico, a avaliação dos elementos caracterizadores do CIC pela CVM é da maior importância, pois tais elementos definem se

determinada venda de bens seria ou não uma oferta de valores mobiliários, acarretando consequências sobre a regulação aplicável. Portanto, recomenda-se que tal teste seja realizado pela autarquia com aprofundamento em cada um dos elementos do CIC, atendendo ao significado de cada elemento descrito na definição do artigo 2º, IX da Lei nº 6.385/76, sob pena de possivelmente acarretar a expansão irregular da competência da CVM em descumprimento da referida lei.

Ademais, quando da aplicação do direito devem ser levadas em consideração o entendimento dos doutrinadores, pois, segundo Rodrigues Junior (2010, p. 22), cabe a eles “sistematizar, criar, criticar e produzir conhecimento”, especialmente tendo em consideração que a respeito dos CIC a lei traz uma cláusula aberta com diferentes requisitos.

Quanto a esses elementos, previstos nos termos do artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, será feita uma comparação com o entendimento da CVM e da doutrina, a respeito de cada um deles:

3.1.1 Investimento

Quanto à existência de investimento, a CVM entende que este requisito se encontra atendido quando há alocação de recursos por parte do investidor em determinado ativo, título ou contrato. Esses recursos podem ser dinheiro ou bens conversíveis em recursos financeiros, como, por exemplo, as criptomoedas *ether* e *bitcoin*. No mesmo sentido, Eizirik (2011, p. 58) entende como satisfeito o elemento do investimento quando “haja fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica) por parte do investidor”.

3.1.2 Investimento formalizado por um título ou contrato

O preenchimento deste requisito, conforme o entendimento da CVM, requer um grau de formalização do investimento por meio de algum documento, seja por meio de contrato, de termos de uso, de termos e condições da oferta, ou mesmo de e-mail padrão com a indicação do procedimento para efetuar o investimento.

A respeito desse requisito, vale lembrar que alguns dos elementos do contrato de investimento coletivo tiveram inspiração no conceito de *securities* do direito norte-americano (CVM, 2007), nesse sentido, Eizirik (2011, p. 34) afirma que os tribunais norte-americanos aplicavam o *Howey test* “tendo em vista a substância do ‘negócio’ e não exatamente a sua forma. O que importava, efetivamente, era a realidade econômica subjacente.” Nesse sentido, de modo semelhante às cortes nos EUA na busca pela presença da essência dos valores mobiliários, a CVM tem aceitado que uma ampla variedade de documentos atende ao critério

da formalização do investimento por um título ou contrato, visando, dessa maneira, a prosseguir na verificação dos demais elementos do CIC. Havendo, quanto a esse ponto concordância entre aplicadores e estudiosos do direito.

3.1.3 Investimento coletivo

A CVM considerou como atendido o elemento da coletividade do investimento quando vários investidores investem suas poupanças no negócio, conforme decisão do Colegiado no PAS CVM RJ2007/11.593, ou quando o investimento é oferecido indistintamente e poderia ser adquirido por várias pessoas, nos termos dos entendimentos das áreas técnicas da autarquia, nos Processos CVM SEI 19957.010938/2017-13, 19957.010366/2017-72 e 19957.011844/2017-61.

Parte majoritária da doutrina concorda com a definição, da CVM a respeito de investimento coletivo para fins de caracterização do CIC, nesse sentido estão Eizirik (2011, p. 58) e Brandão et al. (2019, p. 121) ao considerarem-no como multiplicidade de investidores no caso concreto.

Contudo, em entendimento diverso do acima mencionado, Andrade (2019) defende que para estar constituído o elemento da coletividade do investimento no CIC devem estar presentes os subitens: i) oferta indistinta, não havendo distinções ou restrições na oferta, bastando que haja interesse do investidor em investir; ii) o investimento não poderá ser limitado a um número de investidores, devendo haver a possibilidade de aquisição por uma coletividade de investidores; iii) o investimento deve ser padronizado e direcionado à coletividade, assim, caso houvesse segregação do investimento e sua gestão de acordo com cada perfil de investidor e de acordo com o montante investido, tais requisitos não seriam preenchidos, não caracterizando investimento coletivo.

A classificação proposta por Andrade (2019) é criticada no presente trabalho, pois conclui-se que a não limitação do número de investidores não é um critério adequado para verificar se um investimento é coletivo. O critério proposto pelo autor tornaria inviável o enquadramento de diversos empreendimentos, direcionados a e adquiridos por diversas pessoas, mas que em função de diversos fatores, físicos, econômicos e de organização da oferta, limitam a quantidade máxima de indivíduos que poderão adquirir determinado CIC.

Caso fosse adotado pela CVM o entendimento de Andrade (2019), provavelmente condo-hotéis cuja quantidade de contratos de investimento limita-se ao número de quartos do

empreendimento, e contratos de boi-gordo restritos ao número de animais existentes no pasto, não seriam considerados investimentos coletivos, ainda que oferecidos indistintamente e adquiridos por uma coletividade de investidores. Tal situação seria antagônica ao entendimento da doutrina e da CVM, contrariando inclusive sua missão institucional (CVM, [2020c]) e os valores da autarquia (CVM, [2020d]), pois não seria dada proteção do investidor ou uma atuação regulatória que visa a atender às necessidades do mercado e sua evolução, em situações que a demandariam.

3.1.4 Investimento que gere direito de participação, parceria ou remuneração

A CVM considera presente o elemento da remuneração de forma mais ampla do que o conceito de “lucro” utilizado pelos tribunais norte-americanos quando da análise de um potencial *security*, conforme se manifestou o Colegiado no PAS CVM RJ2007/11.593. Nesse sentido a presença de estimativas de rentabilidade quando da divulgação de um investimento já seria suficiente para caracterizar o elemento da remuneração, conforme ocorreu no caso HashBrasil, Processo CVM SEI 19957.011844/2017-61.

Além disso, vale relembrar que no caso OriginalMy, Processo SEI CVM 19957.010366/2017-72, apesar de o elemento da remuneração não estivesse presente no texto do teste de contrato de investimento coletivo aplicado naquela ocasião, verificou-se que haveria remuneração dos investidores que participassem dos processos de validação de rede, conforme esclarecimentos prestados pelos investigados.

Segundo Barbuio et al. (2011), o conceito de remuneração nos CIC engloba o pagamento de qualquer quantia em dinheiro. A definição de parceria, segundo os autores deve considerar a origem do instituto do contrato de investimento coletivo, que, no contexto de elaboração da MP 1.637/98, foi inicialmente concebido para abarcar os contratos de boi-gordo, e, assim, restringir-se ia às formas de remuneração adotadas na parceria rural como a partilha dos frutos segundo o investimento de cada parte. Já quanto ao termo “direito de participação”, afirmam que estaria delimitado à possibilidade de usufruir do empreendimento, inclusive recebendo uma prestação de serviços não devendo ser confundido com a intervenção do investidor no empreendimento.

O entendimento de Eizirik (2011), possui uma definição de parceria mais abrangente do que a defendida por Barbuio et al. (2011), apesar disso, ambas encontram-se em harmonia com o conceito defendido pela CVM, uma vez que para o autor o elemento da remuneração

encontrar-se-ia atendido quando se verificasse que o investidor aplicou seus recursos com o intuito de obter:

algum tipo de ganho, benefício ou vantagem econômica, em função do contrato de investimento de risco realizado. Esses lucros podem ser auferidos através de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços; (EIZIRIK, 2011, p. 58).

3.1.5 Remuneração resultante do esforço do empreendedor ou de terceiros

A respeito desse requisito, a CVM tem entendido que este estaria preenchido se a remuneração do investimento fosse resultante do esforço do empreendedor e/ou de terceiros e não decorresse do esforço do investidor. Nesse sentido, no caso HashBrasil a autarquia considerou estar presente tal elemento, quando verificou que a remuneração daquele investimento seria resultante do esforço da Realbit Limited em operação de mineração de criptoativos por meio de computadores.

No mesmo sentido está Andrade (2019) ao afirmar que estariam atendidos os elementos da presença de remuneração e de que esta seria resultado do empreendedor e de terceiros na hipótese de haver sistemas digitais automatizados e próprios de investimento que gerem ganhos econômicos aos investidores.

Contudo, há autores que somente consideram preenchido o critério da remuneração resultante do empreendedor ou de terceiros caso sejam concomitantemente atendidos outros parâmetros. Nesse sentido, Eizirik (2011, p. 58) propõe que adicionalmente devem verificados pela CVM os seguintes itens para a caracterização do contrato de investimento coletivo: i) gestão dos recursos realizada por terceiros, de modo que o investidor não controle o negócio no qual investiu; ii) empreendimento comum, cujo sucesso é buscado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre eles de interesses econômicos comuns interligados juridicamente; e iii) que os riscos de financiador do negócio/empreendimento sejam assumidos pelo investidor.

Brandão et al. (2019, p. 121) também propõem um aprofundamento na análise do empreendimento comum pela CVM para que haja a caracterização do CIC. Os autores, de modo coerente com a análise do empreendimento proposta por Eizirik (2011, p. 58), sugerem que a CVM, à semelhança da jurisprudência norte-americana, utilize as definições de comunidade horizontal e/ou de comunidade vertical para caracterizar a presença do empreendimento comum, quando estivessem presentes, respectivamente, os elementos de: i) copropriedade de ativos e riscos entre os investidores, sendo os seus rendimentos determinados de acordo com o

montante investido; e/ou ii) dependência do esforço do empreendedor ou de terceiros para que os ganhos ocorram.

Conforme Brandão et al. (2019, p. 124) a gestão de riscos e ativos de modo individualizado para cada investidor, seria hipótese de ausência de empreendimento comum, e, portanto, não haveria de se falar contrato de investimento coletivo, nesse caso. Além disso, para esses autores, a mera promessa de rentabilidade por parte dos empreendedores aos investidores não seria suficiente para caracterizar o elemento do ganho resultante dos esforços do empreendedor e de terceiros, uma vez esse elemento somente estaria presente se o dinheiro captado fosse aplicado em alguma atividade econômica ou empreendimento.

Essa tese é corroborada pelo Colegiado da CVM que, ao julgar o PAS CVM nº 09/2014, em 20/12/2019, decidiu que a oferta veiculada pela Filadélfia Empréstimos Consignados Ltda não se tratava de CIC. A conclusão tomada, seguindo o entendimento do voto do relator Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho (CVM, 2019d), encontra-se justificada por não estar presente o elemento do esforço do empreendedor ou de terceiros nesse caso concreto. Isso se deu pela ausência de elementos que comprovassem a existência de uma comunidade horizontal, por não ter havido a partilha de um conjunto de ativos e de resultados econômicos entre investidores, e/ou tampouco ter existido uma comunidade vertical, pois os recursos aplicados pelos investidores não estavam vinculados a um empreendimento gerido pelos empreendedores ou terceiros, cuja possibilidade de ganhos estivesse vinculada ao seu sucesso.

3.1.6 Investimento ofertado publicamente

Ainda que preenchidos os demais elementos dos contratos de investimento coletivo, caso não ocorra a sua oferta pública, não incidirá sobre eles a regulação da CVM. Nesse sentido, conforme salienta Eizirik (2011):

Os contratos de investimento coletivo somente são submetidos à fiscalização da CVM quando forem ofertados publicamente, conforme expressamente dispõe o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Assim, tratando-se de venda privada dos referidos contratos, na qual não estejam presentes os elementos caracterizadores da distribuição pública, a CVM não terá ingerência sobre a transação, ainda que preenchidos os demais requisitos componentes do conceito de valor mobiliário, devido à inaplicabilidade do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 às negociações privadas. (EIZIRIK, 2011, p. 124).

Segundo Eizirik (2011), os elementos que caracterizam uma emissão pública de valores mobiliários, previstos no artigo 19, §3º, da Lei nº 6.385/76, e regulamentados pelos incisos do caput do artigo 3º, da ICVM 400, possuem natureza de rol exemplificativo. Assim, a CVM para

constatar a presença de uma oferta pública não se limita exclusivamente aos meios de oferta citados nos referidos dispositivos legais e regulamentares, devendo verificar se no caso concreto a proposta de investimento foi dirigida à generalidade das pessoas, “Ou seja, a oferta pública tem como destinatários pessoas indeterminadas, não individualizadas, pois qualquer um pode aceitar a oferta a proposta.” (EIZIRIK, 2011).

Em seguida, Eizirik (2011) destaca que quando da análise de uma oferta pública, para que ela seja constatada, além de o valor mobiliário ter sido ofertado a um grupo indeterminado de indivíduos, deve-se verificar o grau de sofisticação dos investidores aos quais a oferta foi dirigida e a disponibilidade de informações sobre a companhia e os valores mobiliários ofertados, em questão.

Assim, em cenários nos quais i) os investidores que receberam a proposta possuem experiência na aplicação de recursos, sendo capazes de avaliar o mérito e o risco do investimento, e ii) estivessem disponíveis informações que cumpririam as exigências para o registro da oferta, ou que fossem suficientes para uma avaliação completa dos riscos do empreendimento, tratar-se-ia de uma oferta privada de valores mobiliários. O referido entendimento exposto por Eizirik (2011) encontra embasamento em sua interpretação do artigo 19, §3º, da Lei nº 6.385/76 e do artigo 3º, *caput*, da ICVM 400 conjuntamente aos artigo 3º, §1º e artigo 4º, §1º, VII, ambos da ICVM 400.

3.2 Local da Oferta de tokens valores mobiliários

Donin (2018), em análise sobre as manifestações da CVM no caso Niobium Coin, critica o não aprofundamento da autarquia na discussão sobre onde ocorreu a oferta. O local seria relevante para o autor, pois, em sua visão, a sede da ofertante do *token*, localizada na Áustria, conforme manifestação da Niobium no processo, excluiria a competência regulatória da CVM. Segundo o autor, ainda que o Niobium Coin tivesse sido considerado um valor mobiliário a CVM não teria competência para regular sua oferta, pois, em seu entendimento, ela foi realizada

no exterior, tendo em vista o local da sede da sociedade ofertante e pela alegada ausência de atos de distribuição realizados em território nacional.

O presente trabalho não adota o posicionamento tomado por Donin (2018), uma vez que entende-se que a oferta do Niobium Coin foi realizada em território nacional, considerando a manifestação da CVM nos Pareceres de Orientação CVM nº 32 e nº 33 (Parecer nº 32 e Parecer nº 33), ambos de 30/09/2005. Essas orientações versam sobre as hipóteses nas quais o uso da internet é considerado meio de distribuição pública de valores mobiliários a investidores nacionais, nos termos do artigo 19, § 3º, III, da Lei nº 6.385/76 e do artigo 3º, IV, da ICVM 400. Caso o *token* ofertado tivesse sido considerado um valor mobiliário, sua oferta realizada por meio da internet seria regulada pela CVM, uma vez que neste caso concreto estavam presentes características de publicidade e direcionamento a investidores nacionais.

A respeito da publicidade da oferta, conforme os autos do processo, não houve menção à presença de elementos que a CVM poderia considerar para descaracterizar a distribuição pública de valores mobiliários feita por meio da internet, nos termos do Parecer nº 32. Nesse caso não foram encontradas medidas efetivas tomadas pelo patrocinador da página da Internet para impedir o acesso do público em geral ao seu conteúdo ou existência de indicação suficientemente clara, de que a página não foi criada para ser livremente acessível. Vale ressaltar, que além das referidas medidas, outros fatores podem ser considerados quando da análise da publicidade da oferta em casos concretos.

Além disso, quanto a oferta ser dirigida a investidores nacionais, a CVM se manifestou no Parecer nº 33 sobre os critérios para que a distribuição de valores mobiliários emitidos no exterior, realizada por meio da internet, não se caracterize como dirigida ao público brasileiro. Para que tais ofertas não estejam sujeitas à regulação e fiscalização da autarquia: i) deve haver aviso, exposto de maneira acessível e clara, de que a distribuição de valores mobiliários se destina exclusivamente aos países em que o patrocinador da página está autorizado a ofertar seus valores mobiliários, conforme lista no *website* da oferta, ii) devem ser tomadas precauções que impeçam o acesso de investidores residentes no Brasil ao conteúdo da página, iii) deve existir indicação suficientemente clara, de que a página não foi criada para investidores que habitem o Brasil e iv) não pode haver de texto para atrair investidores brasileiros, ainda que em idioma estrangeiro. Conforme o Parecer nº 33, utilização de língua portuguesa e a localização física do provedor tem importância menor do que os demais elementos acima mencionados, para fim de verificação de oferta dirigida a investidores nacionais.

Assim, na oferta da Niobium Coin por meio da internet não restou comprovada a tomada das medidas preventivas enunciadas nos Pareceres nº 32 e nº 33. Desse modo, caso o referido *token* fosse um valor mobiliário, o que não é o caso, devido às suas características, estaria presente a competência regulatória e fiscalizatória da CVM, uma vez que não havia elementos que afastassem a tese de haver a sua distribuição pública a investidores nacionais.

Conclui-se, desse modo, que não há óbice para a aplicação dos Pareceres nº 32 e nº 33 na análise pela CVM de possíveis ofertas de valores mobiliários *online* e/ou no exterior, sendo recomendado, inclusive, o enfrentamento de seus elementos. Essa recomendação ganha mais força especialmente considerando as hipóteses de ofertas de *tokens* que poderiam ser considerados como valores mobiliários e cujos atos de distribuição são realizados *online* por empresas ou servidores localizados no exterior a investidores brasileiros.

3.3 Limites à expansão do significado dos elementos do CIC

Outro ponto que merece a atenção, é o fato de que, por vezes as áreas técnicas e o Colegiado da CVM ampliaram o âmbito dos significados dos elementos do teste do CIC e os considerarem atendidos em casos concretos, sem extensa fundamentação, consulta aos agentes de mercado ou diálogo com a doutrina.

A título de exposição de problema semelhante, a respeito da regulação das *securities* do direito norte-americano, Allen (2007) critica a atuação da Suprema Corte por ter expandido o âmbito dos elementos componentes do *howey test*, flexibilizado sua aplicação e inclusive relativizando elemento do empreendimento comum, como ocorreu no caso *SEC v. Charles E. Edwards*, e argumenta que a descaracterização do teste gera incertezas aos regulados. O autor defende, que os aplicadores do direito nos EUA empreguem a casos concretos a ampla definição de *securities* prevista no *Security Act*, e/ou a *family resemblance* quanto à oferta de determinado bem para verificar se são atendidas, *in casu*, as finalidades das leis de regulação de valores mobiliários, nos termos da decisão da Suprema Corte americana no caso *Reves v. Ernst & Young*.

Conforme salientam Alves e Lima Junior (2017, p. 15), nos EUA, considerando que sua legislação contempla de maneira abrangente o conceito de *securities*, foi por meio da criação de métodos em precedentes, como o *howey test*, no caso *SEC v. W. J. Howey*, e o *reves test*, no caso *Reves v. Ernst & Young*, que foram estabelecidos pela Suprema corte dos EUA limites mais objetivos à definição de valor mobiliário no direito norte americano, restringindo a atuação da SEC.

Diferentemente ocorre no Brasil, onde os elementos dos CIC estão previstos em lei, e, portanto, caso as decisões administrativas da CVM a contradigam, alterando os critérios e expandindo o âmbito de atuação da autarquia, não haveria margem de legalidade para tal conduta. Desse modo, recomenda-se que tanto as áreas técnicas quanto o Colegiado da CVM se atenham à aos elementos da definição de CIC prevista no artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, na análise de casos concretos, não contrariando os requisitos gerais elencados na lei. Isso se deve ao fato de o legislador já ter delimitado um conteúdo, ainda que em abstrato, para que haja a caracterização dos CIC como um valor mobiliário.

3.4 Limites aos poderes das áreas técnicas da CVM

A respeito do papel da área técnica responsável pela investigação e acusação na criação de direito no âmbito da SEC, Karmel (1998) salienta que tais órgãos possuem excessiva influência no estabelecimento de precedentes, especialmente nos casos em que o Colegiado está dividido. Dentre as causas desse fenômeno apontadas pela autora, destaca-se que aos órgãos investigativos e acusatórios da SEC compete a coleta, juntada e apresentação de provas no processo, sendo a presença de um suporte probatório mais robusto determinante para a tomada de decisão pelo Colegiado. Além disso, segundo a autora, uma regulação caso a caso, especialmente considerando a atuação do Colegiado moldada pelas teses da acusação e a ela conferindo grandes poderes, pode trazer consequências gravosas resultantes da tendência à condenação dos regulados.

No Brasil, houve situações de delegação de poderes a órgãos de investigação nos processos administrativos da CVM, em detrimento de um processo de tomada de decisão mais centralizado no Colegiado. Um exemplo dessa situação foi a aplicação do artigo 9º, §4º da Lei nº 6.385/76 pelas áreas técnicas da autarquia, no Processo CVM SEI 19957.011844/2017-61. Nesse processo, a SRE interpretou o dispositivo legal, e a GOI-2 seguiu sua interpretação para encerrar o referido processo, sem que houvesse consulta à PFE, quanto a esse ponto. As áreas técnicas entenderam que a oferta irregular de valores mobiliários realizada pela HashBrasil representou baixa lesividade ao bem jurídico tutelado e por isso não haveria justa causa para medidas adicionais de investigação.

Assim, em tese, a crítica apontada por Karmel (1998) ao excesso de poderes dos órgãos de acusação e investigação da SEC também seria aplicável à CVM. Isso ocorreria porque as manifestações da área técnica possuem especial importância, inclusive com poderes de encerrar processo administrativo sem participação do Colegiado. Contudo, no caso brasileiro, não haja evidências de que esse estado das coisas leve, necessariamente, em direção a mais condenações dos regulados.

Ainda que na redação do artigo 9º, §4º da Lei nº 6.385/76 não seja especificada a qual órgão da CVM caberia a competência para deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, esse dispositivo é regulamentado pelo artigo 4º da Instrução CVM nº 607/2019 (ICVM 607), que dispõe nos seguintes termos:

Artigo 4º Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências poderão:

I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que:

b) restar demonstrada a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos;

1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, poderão ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros: (...)

§ 2º Consideram-se instrumentos e medidas de supervisão, para os fins deste artigo, a expedição de ofício de alerta, a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, entre outros.

Conforme site institucional da CVM a respeito da SRE, a tal superintendência cabe fiscalizar a observância de normas sobre atividades relacionadas aos registros de distribuição de valores mobiliários (CVM, [2020b]), e portanto ela poderia exercer as competências previstas pelo artigo 4º da ICVM 607, em seu âmbito de atuação.

Apesar de haver previsão legal e regulamentar para a SRE e a GOI-2 ao aplicarem o artigo 9º, §4º da Lei nº 6385/76, ainda assim estariam presentes outros limites à competência organizacional conferida a tais órgãos na CVM, pois a eles não compete a interpretação do direito. Além disso, sequer houve prévia consulta ou manifestação da PFE quanto a esse ponto, antes de realizarem o arquivamento do processo.

Ademais, apesar de a solicitação de assessoramento jurídico da PFE pelas áreas técnicas nessa hipótese ser tratada como mera faculdade, nos termos do artigo 7º, §4º, da ICVM 607, entende-se que por se tratar de questão de interpretação do direito, a manifestação da referida consultoria jurídica deveria ser obrigatória. Essa conclusão se extrai do artigo 11, da Lei Complementar nº 73/93, aplicável à PFE no que for cabível, conforme página institucional da referida procuradoria (CVM, [2020a]), especialmente os incisos III e V, nos termos abaixo:

Artigo 11 - Às Consultorias Jurídicas, órgãos administrativamente subordinados aos Ministros de Estado, ao Secretário-Geral e aos demais titulares de Secretarias da Presidência da República e ao Chefe do Estado-Maior das Forças Armadas, compete, especialmente:

III - fixar a interpretação da Constituição, das leis, dos tratados e dos demais atos normativos a ser uniformemente seguida em suas áreas de atuação e coordenação quando não houver orientação normativa do Advogado-Geral da União;

V - assistir a autoridade assessorada no controle interno da legalidade administrativa dos atos a serem por ela praticados ou já efetivados, e daqueles oriundos de órgão ou entidade sob sua coordenação jurídica;

Desse modo, recomenda-se a aplicação do artigo 11, da Lei Complementar nº 73/93 para que a PFE atue juntamente à SRE e à GOI-2 no curso e encerramento dos processos investigativos na CVM. O curso de ação sugerido, por exemplo, no caso HashBrasil, seria a juntada, pelas áreas técnicas, de documentação e memorandos que apontassem para cumprimento da *stop order* pelos ofertantes, e, em seguida, haveria a solicitação de parecer jurídico da PFE, acerca da possibilidade de aplicação do artigo 9º, §4º, da Lei nº 6.385/76 ao caso concreto. Após a manifestação da procuradoria da autarquia, favorável ao arquivamento, caberia à SRE ou à GOI-2 encerrar o processo.

3.5 Marco temporal para responsabilização na CVM a respeito de oferta irregular de token CIC

Outra questão relevante acerca dos novos entendimentos da CVM sobre quais atos de distribuição se enquadram em ofertas de CIC, diz respeito ao marco temporal e regulatório a ser aplicado. Nesse sentido, em análise das primeiras decisões do Colegiado da CVM em processos administrativos sancionadores relativos à oferta irregular de contratos de investimento coletivo em condo-hotéis, PAS CVM 19957.008081/2016-91 e PAS CVM 19957.0003266/2016-91, Codorniz e Hebling (2021) apontam as escolhas regulatórias tomadas pela autarquia ao estabelecer períodos determinados nos quais os ofertantes destes investimentos poderiam responsabilizados por sua oferta irregular.

Ainda que, desde a vigência da Medida Provisória nº 1.637/98, já houvesse a previsão dos CIC, contendo todos os seus atuais elementos, como valores mobiliários, a CVM entendeu que não seria razoável aplicar, no caso particular dos CIC relativos a condo-hotéis, o regime mobiliário dos contratos de investimento coletivo em geral. Isso se deu pois, já havia legislação aplicável ao mercado imobiliário, especialmente a Lei nº 4.591/64, que dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias e que disciplinava os contratos firmados entre as partes relativos a essa temática.

A primeira manifestação da CVM a respeito da sua competência regulatória, e consequente necessidade de registro de ofertas públicas de oportunidades de investimento em empreendimentos imobiliários com características que contemplem o artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, somente ocorreu pela publicação do Alerta ao Mercado de 12/12/2013. Posteriormente, por meio da Deliberação CVM nº 734, de 17/03/2015, a CVM especificou os critérios de registro e sua dispensa em ofertas públicas de CICs no âmbito de projetos imobiliários vinculados a empreendimento hoteleiro. Tais marcos temporais foram levados em consideração pelo Colegiado no caso Setin, para estabelecer a partir de qual momento o ofertante desse tipo de CIC poderia ser responsabilizado por sua oferta irregular.

Em decisão no processo PAS CVM 19957.008081/2016-91, em 07/08/2018, o Colegiado da CVM, conforme se extrai da sessão de julgamento (CVM, 2018p): (i) por unanimidade absolveu todos os ofertantes cujos atos de distribuição se deram anteriormente ao Alerta ao Mercado, (ii) também por unanimidade os condenou quanto aos atos de distribuição posteriores à Deliberação CVM nº 734, e (iii) por maioria o Colegiado entendeu por responsabilizar os ofertantes pelos atos de distribuição que ocorreram antes da Deliberação 734

e após o recebimento do Ofício nº 259, enviado pela SRE, que os alertava sobre a possibilidade da referida oferta ser considerada irregular.

Codorniz e Hebling (2021) criticam a decisão do Colegiado tomada por maioria por considera-la desproporcional, especialmente na formação de juízo condenatório, tendo em vista a dificuldade dos ofertantes em assimilar o conceito de CIC e que os ofícios enviados pela SRE tem o condão apenas de gerar um alerta, sendo possível a permanência de dúvidas legítimas quanto à qualificação jurídica dos produtos ofertados.

Ademais Codorniz e Hebling (2021) apontaram que a responsabilização pela oferta de CICs hoteleiros a partir de recebimento de ofícios das áreas técnicas, em casos concretos, gera incertezas sobre o posicionamento da CVM. Desse modo, segundo as autoras, seria mais adequada, em termos de segurança jurídica e de tratamento igualitário, a fixação de marcos temporais objetivos e uniformemente aplicáveis a todos os ofertantes. Para elas, a demarcação clara, objetiva e respaldada por regras somente ocorreria a partir da Deliberação CVM 734, e, portanto, somente após a sua vigência poderia haver responsabilidade pelos atos de distribuição pública de CIC hoteleiro, exceto nas hipóteses de agentes alvo de deliberação do Colegiado da CVM que imponha a suspensão de uma oferta específica.

O estudo dos casos de CIC hoteleiro pelas autoras Codorniz e Hebling (2021) é relevante para o presente trabalho uma vez que há semelhanças a respeito dos marcos temporais potencialmente aplicáveis à oferta de *tokens*, que possam vir a ser considerados como CIC pela CVM, em casos concretos. Atualmente não houve a edição de deliberação específica da CVM versando sobre regular procedimento de registro ou de dispensa na autarquia de oferta de *tokens* valores mobiliários, de modo similar à situação dos CIC condo-hoteleiros anteriormente à vigência da Deliberação CVM 734.

Além disso, os comunicados emitidos pela CVM a respeito de *ICOs* em 11/10/2017, 16/11/2017 e 07/03/2018, ainda que de tenham abordado questões acerca da variedade de *tokens* e da possibilidade de sua regulação pela autarquia, a depender de suas características em caso concreto, fornecem apenas informações e balizas genéricas divulgadas pela CVM. Essas publicações se assemelham à situação dos empreendimentos hoteleiros ao tempo em que somente havia o Alerta ao Mercado publicado pela CVM em 12/12/2013 informando a respeito da potencial regulação pela autarquia sobre investimentos em condo-hotéis.

Assim, considerando a ausência de deliberação da CVM que estabeleça de modo mais detalhado os contornos de quais *tokens* se enquadram como valores mobiliários, e mais especificamente CIC, e seu regular procedimento de registro da sociedade ofertante e da oferta ou sua dispensa na autarquia, o Colegiado, em tese, poderia aplicar seu posicionamento firmado nos PAS CVM 19957.008081/2016-91 e PAS CVM 19957.0003266/2016-91. Desse modo, da mesma forma adotada nos CIC condo-hoteleiros, em eventual processo administrativo sancionador que tenha por objeto atos de distribuição de *token* CIC sem o devido registro ou dispensa, a possibilidade de responsabilização dependeria do recebimento de ofício de alerta da SRE pelos ofertantes em caso concreto.

Quanto a esse ponto, o presente trabalho adota a visão de Codorniz e Hebling (2021) de que a solução casuística adotada pelo Colegiado nesses processos falha em fornecer segurança jurídica, e atribui demasiado poder às manifestações da área técnica, ao utilizá-los como marco temporal a partir do qual poderia haver juízo de condenação em processo administrativo sancionador por oferta irregular de valor mobiliário. Entende-se que estes mesmos argumentos também se aplicam ao atual cenário sobre *tokens* que se enquadram em CIC.

Ademais, a exceção mencionada pelas autoras e também se encontra em sintonia com os *tokens* que sejam CICs, pois em casos em que o Colegiado tenha editado *stop order* específica a determinado ofertante irregular de *token* valor mobiliário, e caso a oferta em questão permaneça em curso, em descumprimento da deliberação que impôs a suspensão dos atos de distribuição, em tese, seria cabível a sua responsabilização perante processo administrativo sancionador na CVM. Isso ocorre pois nesses casos tanto a PFE quanto os diretores da CVM se debruçaram sobre o ato de distribuição em específico, tendo o Colegiado proferido decisão de natureza cautelar a respeito da oferta em concreto, que fora descumprida.

Assim, ainda que não se trate de decisão de mérito em PAS, a *stop order* do Colegiado possui força de convencimento e de coerção muito maior do que o envio de ofício aos ofertantes pela SRE, que não envolve atuação do Colegiado e por vezes é realizado previamente à manifestação da PFE no processo. A decisão do Colegiado sobre suspensão cautelar da oferta goza de maior poder de persuasão e *enforcement* pois representa o entendimento da autarquia em deliberação de seu órgão de cúpula e porque há possibilidade de estabelecimento de multa cominatória diária pelo período de seu descumprimento.

3.6 Acesso à poupança popular por meio de oferta de bem que não seja considerado valor mobiliário

Conforme salienta Alves (2017) e Lima Junior (2017, 2020), na hipótese haver acesso à poupança popular por meio oferta pública de valor mobiliário, nos termos do artigo 2º, da Lei nº 6.385/76, esta será regulada pela CVM, pois se trata de sua competência específica. Não se tratado de oferta de valor mobiliário e ainda assim havendo o acesso à poupança popular, aplica-se o artigo 7º da Lei nº 5.768/71, que atribui ao Ministério da Economia e à atual Secretaria de Avaliação, Planejamento, Energia e Loteria (SEFEL), que sucedeu a antiga Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), conforme site institucional oficial (BRASIL, [2020]), a competência residual para regular qualquer forma de captação de poupança popular que não constitua oferta de um valor mobiliário.

Conclui-se, de modo semelhante a Alves (2017) e Lima Junior (2017, 2020), uma vez que a Lei nº 5.768/71 permanece em vigor e abrange e regula as hipóteses de acesso à poupança popular por outros meios, que não sejam os valores mobiliários regulados pela CVM, nos termos da Lei nº 6.385/76, tornando o Ministério da Economia o órgão competente para normatizar e supervisionar essas hipóteses. Ademais, como já defendido no curso deste estudo, a atuação da CVM estaria restrita a exercer suas competências nos limites estabelecidos pela lei, não tendo sido a ela conferido o poder de regulamentar e fiscalizar quaisquer formas de captação de poupança popular que não sejam valores mobiliários.

Assim, em caso de a CVM, em análise de determinada oferta de *token* que obtenha acesso à poupança popular, não constatar que estejam presentes todas as características de um CIC e que tampouco ele constitua contrato derivativo ou algum dos demais valores mobiliários previstos no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, a competência para regular a emissão deste bem deveria ser exercida pela SEFEL.

4 CONCLUSÃO

Tendo em consideração os fatos, documentos, e argumentos expostos no presente trabalho, conclui-se que caso atendida a totalidade dos elementos do contrato de investimento coletivo, um determinado *token* seria considerado como um contrato de investimento coletivo. Nesse sentido, recomenda-se que o teste de CIC, quando aplicado pela CVM a um bem, seja ele um *token* ou não, não contrarie a cláusula aberta prevista pelo artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76. Essa análise deveria continuar a ser realizada pela autarquia caso a caso, em função da unicidade de cada *token* ofertado. Ademais, sugere-se o diálogo da CVM com a doutrina na tarefa de definir ou atualizar o conteúdo de cada um dos elementos no teste de CIC, nos limites da lei, para que eventuais problemas de aplicação possam, após o debate e a oitiva das críticas, ser solucionados.

Quanto ao enquadramento em CIC dos *tokens* analisados no Capítulo I, objeto dos processos de administrativos na CVM, conclui-se que, no geral, as decisões da CVM nos casos Niobium Coin, OriginalMy e HashBrasil foram acertadas. O acerto das decisões decorreu da aplicação pela CVM, dos elementos de teste de CIC, em harmonia com a cláusula aberta prevista no artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76 e de acordo com o entendimento da doutrina, conforme o Capítulo II, ainda que possa haver discordâncias pontuais.

Contudo, o acerto das decisões, no curso da aplicação do teste de CIC, não exime de críticas a CVM, quanto a aspectos determinados abordados no curso desse trabalho, como: i) a não manifestação da CVM a respeito da aplicação dos Pareceres nº 32 e nº 33, sobre a publicidade da oferta *online* e seu direcionamento a investidores nacionais, quando houve alegação da Niobium Coin, de que sua oferta seria realizada no exterior, pela internet, ii) não atualização das respostas do teste de CIC aplicado ao caso OriginalMy, quando os esclarecimentos adicionais prestados pela ofertante alteraram um dos elementos do teste, ainda que ausente a oferta pública de CIC, e iii) aplicação direta pela SRE e pela GOI-2 do artigo 9º, §4º, da Lei nº 6.385/76, e encerramento do processo relativo à HashBrasil, sem prévia consulta jurídica à PFE, ainda que não existissem indícios de lesão a investidores ou de dano ao mercado.

Neste trabalho a conclusão, no sentido de que deveriam estar presentes as características de comunidade vertical e horizontal em casos concretos para que haja o elemento do

empreendimento comum, do teste de CIC, foi atingida com base fundamento nas teses de Brandão et al. (2019) e Eizirik (2011). Conclui-se também, com base nesse conceito, que este elemento se encontrava presente no caso HashBrasil, uma vez que haveria a dependência do esforço de um terceiro para a realização de atividade econômica que gerasse renda aos investidores, e que a rentabilidade dos investimentos se daria em função do valor das cotas adquiridas e do sucesso do empreendimento.

Conclui-se, também, com fundamento nos argumentos de Codorniz e Hebling (2021) relativamente à oferta de CIC em condo-hotel, que deveriam ser estabelecidos pela CVM marcos temporais objetivos para a responsabilização dos ofertantes de um *token* valor mobiliário, especialmente com os fins de gerar segurança jurídica ao mercado e tratamento igualitário aos ofertantes.

Ademais, tendo em consideração a delimitação do tema deste trabalho e variedade de *tokens* existentes, uma possível linha de pesquisa futura, ainda a ser explorada, poderia questionar se a única maneira de a CVM exercer sua competência regulatória sobre os *tokens*, considerando suas características individuais, seria seu enquadramento em CIC ou se seria possível regula-los conforme definição dos outros valores mobiliários previstos nos demais incisos do artigo 2º da Lei nº 6.385/76. Nesse sentido, também caberia questionar os limites do teste de CIC e os meios e critérios para sua superação.

Por fim, conclui-se, com fundamento na teste de Alves (2017) e Lima Junior (2017, 2020) sobre a aplicabilidade da Lei nº 5.768/71, que caso a CVM decida que o *token* ofertado não é um valor mobiliário, sobre ele a autarquia não exerce sua competência regulatória específica. Assim, caberá à SEFEL, do Ministério da Economia exercer sua competência residual para regular esse bem, caso a oferta seja considerada um meio de captação de poupança popular que não constitua um valor mobiliário.

REFERÊNCIAS

ALLEN, Bradley D.. **The Undefined Definition of a Security: Why Investment Contract is the Last Security Standing and a Proposal for the Adoption of a Contextual Analysis to Determine its Reach.** ExpressO, may. 2007. Disponível em: <https://works.bepress.com/bradley_allen/1/>. Acesso em: 16 out. 2020.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LIMA JUNIOR, João Manoel de. **A incidência das normas emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nas companhias fechadas e outros tipos societários.** In: Transformações na ordem social e econômica e regulação, CONPEDI (org.), BARROSO FILHO, José; TAVARES NETO, José Querino (coords.), Florianópolis: CONPEDI, 2017. Disponível em: <<http://conpedi.danilolr.info/publicacoes/roj0xn13/1v8707b4/K5y2C7uG35uD7G6L.pdf>>. Acesso em: 25 nov. 2020.

ANDRADE, Rodolpho. **Contratos de Investimento Coletivo, Criptomoedas e CVM.** Jusbrasil, 16, set. 2019. Disponível em: <<https://rodolphoandrade2313.jusbrasil.com.br/artigos/757194934/contratos-de-investimento-coletivo-criptomoedas-e-cvm?ref=serp>>. Acesso em: 15 set. 2020.

ANTUNES, José A. Engrácia. **Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos.** Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 56, abr. 2017, pp. 31-52.

ASCENSÃO, José de Oliveira. **O actual conceito de valor mobiliário.** Revista da Ordem dos Advogados, ano 61º, vol. I, jan. 2001, pp. 5-32.

BALDUCCINI, Bruno et al. **Bitcoins: os lados desta moeda.** Revista dos Tribunais, São Paulo, n. 953, p. 19-33, mar. 2015.

BARBUIO, Ana Carolina et al. **Os conceitos de parceria, participação e remuneração no âmbito dos contratos de investimento coletivo e a sua definição como valor mobiliário.** Artigo apresentado como requisito parcial para aprovação na Disciplina Regulação do Mercado de Capitais ministrada pelos Profs. José Alexandre Tavares Guerreiro e Francisco Satiro no Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – FDUSP, São Paulo, 2011. Não publicado.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comunicado nº 31.379 de 16 de novembro de 2017. Disponível em:

<<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=31379>>. Acesso em 29 mai. 2020.

BRANDÃO, Caio et al. **Negócios Coletivos de Investimento e a Questão do Empreendimento Comum em Negócios de Investimento em Ativos Digitais**. Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, HANSZMANN, Felipe (org.), Lumen Juris (ed.), Rio de Janeiro, v. 4, 2019.

BRASIL. Diário Oficial da União, n. 41. Deliberação n. 790, de 28 de fevereiro de 2018. CVM: 1 de março de 2018.

_____. Lei Complementar n. 73, de 10 de fevereiro de 1993. Institui a Lei Orgânica da Advocacia-Geral da União e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp73.htm>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Lei Complementar n. 105, de 10 de janeiro de 2001. Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp105.htm>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Lei n. 4591, de 16 de dezembro de 1964. Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4591.htm>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Lei n. 5.768, de 20 de dezembro de 1971. Abre a legislação sobre distribuição gratuita de prêmios, mediante sorteio, vale-brinde ou concurso, a título de propaganda, estabelece normas de proteção à poupança popular, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5768.htm>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 28 mai. 2020.

_____. Lei n. 10.194, de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10198.htm>. Acesso em: 29 mai. 2020.

_____. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 28 mai. 2020.

_____. Lei n. 13.506, 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm>. Acesso em: 01 jun. 2020.

_____. Medida Provisória n. 1.637, de 8 de janeiro de 1998, Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/Antigas/1637.htm>. Acesso em: 29 mai. 2020.

_____. **Operações com criptoativos deverão ser informadas à Receita Federal.** Ministério da Economia: 7 de maio de 2019. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2019/05/operacoes-com-criptoativos-deverao-ser-informadas-a-receita-federal>>. Acesso em: 26 mai. 2020.

_____. **Secretaria de Avaliação, Planejamento, Energia e Loteria.** Brasil: [2020]. Disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/secretaria-de-avaliacao-planejamento-energia-e-loteria>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

CODORNIZ, Gabriela; HEBLING, Julia. **Condo-hotéis: a evolução do entendimento da CVM à luz do caso Setin.** Comissão de Valores Mobiliários – precedentes comentados, BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de (orgs.), Forense (ed.), Rio de Janeiro, 2021, p. 599-616.

CHRONO.TECH. **Token vs Coin - what's the difference?** Chronobank: 1 sep. 2017. Disponível em: <<https://blog.chronobank.io/token-vs-coin-whats-the-difference-5ef7580d1199>>. Acesso em: 27 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Criptoativos Série Alertas.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2018a. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2020.

_____. **CVM alerta para ofertas irregulares de investimento em empreendimentos imobiliários.** CVM: 12 dez. 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131212-1.html>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Deliberação CVM n. 734, de 17 de março de 2015. Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro, nas hipóteses que especifica. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0700/deli734.html>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. **Initial Coin Offering (ICO).** CVM: 11 out. 2017a. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>>. Acesso em: 29 mai. 2020.

_____. **Initial Coin Offerings (ICOs).** CVM: 16 nov. 2017b. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html>>. Acesso em: 29 mai. 2020.

_____. **Initial Coin Offerings (ICOs).** CVM: 7 mar. 2018b. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180307-1.html>>. Acesso em: 29 mai. 2020.

_____. Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Instrução CVM n. 607, de 17 de junho de 2019. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. **Mercado de valores mobiliários brasileiro.** 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019a. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2020.

_____. **O que é a CVM?** CVM, [2020c]. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf>. Acesso em: 26 nov. 2020.

_____. Parecer de Orientação CVM nº 32, de 30 de setembro de 2005. Dispõe sobre uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Parecer de Orientação CVM nº 33, de 30 de setembro de 2005. Dispõe sobre intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. Processo Administrativo nº RJ 2007/11.593. Relator Diretor Sérgio Weguelin. Julgamento em 14/02/2008. Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/363669/mod_resource/content/1/Processo%20CVM%20RJ2007-11593%20-%20Rel.%20Marcos%20Pinto.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2020.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2014 (19957.000457/2020-03). Relator Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Julgamento em 20/12/2019. Voto do Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho. 2019d. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2019/092014.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2020.

_____. Processo Administrativo SEI CVM nº 19957.010938/2017-13.

_____. Processo Administrativo SEI CVM nº 19957.011844/2017-61.

_____. Processo Administrativo SEI CVM nº 19957.010366/2017-72.

_____. **Procuradoria Federal Especializada.** CVM, [2020a]. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/pfe.html>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. **Superintendência de Registro de Valores Mobiliários.** CVM, [2020b]. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/sre.html>. Acesso em: 20 nov. 2020.

_____. **Valores.** CVM, [2020d]. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/valores.html>. Acesso em: 26 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Colegiado. Extrato da Ata da Reunião do Colegiado n. 01/2018. (Processo SEI 19957.010938/2017-13). CVM: 9 jan. 2018d.

_____. Extrato da Ata da Reunião do Colegiado n. 04/2018. (Processo SEI 19957.010938/2017-13). CVM: 30 jan. 2018f.

_____. Extrato da Sessão de Julgamento. (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008081/2016-9, RJ2016/8347). CVM: 7 ago. 2018p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20168347.pdf>>. Acesso em: 27 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Secretaria Executiva. DESACHO-EXE (Processo SEI 19957.010938/2017-13). CVM: 9 jan. 2018c.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores. Despacho - GOI-2. (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 10 mai. 2018o.

_____. Termo de Encerramento de Processo - GOI-2. (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 13 jun. 2019c.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Superintendência de Registros. Despacho - GER-3 (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 4 abr. 2018n.

_____. Despacho - GER-3 (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 4 abr. 2019b.

_____. Memorando nº 92/2017-CVM/SRE/GER-3 (Processo SEI 19957.010938/2017-13). CVM: 12 dez. 2017c.

_____. Memorando nº 19/2017-CVM/SRE. (Processo SEI 19957.010938/2017-13). CVM: 27 dez. 2017d.

_____. Memorando nº 7/2018-CVM/SRE/GER-3. (Processo SEI 19957.010938/2017-13). CVM: 17 jan. 2018e.

_____. Memorando nº 20/2018-CVM/SRE/GER-3. (Processo SEI 19957.010366/2017-72). CVM: 12 mar. 2018h.

_____. Memorando nº 14/2018-CVM/SRE/GER-3. (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 20 fev. 2018j.

_____. Memorando nº 16/2018-CVM/SRE/GER-3. (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 23 fev. 2018k.

_____. Ofício de Alerta nº 6/2018/CVM/SRE/GER-3 (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 3 abr. 2018m.

_____. Ofício nº 34/2018/CVM/SRE/GER-3 (Processo SEI 19957.011844/2017-61). CVM: 28 fev. 2018l.

_____. Relatório nº 33/2018-CVM/SRE/GER-3. (Processo SEI 19957.010938/2017-13). CVM: 6 abr. 2018g.

_____. Termo de Encerramento de Processo - GER-3. (Processo SEI 19957.010366/2017-72). CVM: 25 abr. 2018i.

DONIN, Douglas Oliveira. **A proximidade entre a Securities and Exchange Comission e a Comissão de Valores Mobiliários acerca da regulação das Initial Coin Offerings.** Academia.edu, 2018. Disponível em: <https://www.academia.edu/38312409/A_proximidade_entre_a_Securities_and_Exchange_Comission_e_a_Comiss%C3%A3o_de_Valores_Mobili%C3%A1rios_acerca_da_regula%C3%A7%C3%A3o_das_Initial_Coin_Offerings>. Acesso em: 20 nov. 2020.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico.** 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

KARAMAT, Sheba. **What are cryptocurrency tokens? What is the difference between tokens and cryptocurrencies?** Coin Rivet: 4 jun. 2018. Disponível em: <<https://coinrivet.com/guides/what-are-cryptocurrency-tokens/why-is-a-token-different-to-a-cryptocurrency/>>. Acesso em: 27 nov. 2020.

KARMEL, Roberta S. **Creating Law at the Securities and Exchange Comission: The Lawyer as Prosecutor.** Law and Contemporary Problems, vol. 61, n. 1, Durham: Duke Law, 1998, p. 33-46. Disponível em: <<https://core.ac.uk/download/pdf/207572387.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2020.

LIMA JUNIOR, João Manoel de. **Desafios atuais da Regulação Financeira: o bitcoin é um valor mobiliário ou um ativo financeiro?** 2020, no prelo. A ser publicado na Revista do Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, EIZIRIK, Nelson; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coords.), vol. 13, São Paulo: Almedina, 2021.

LIMA JUNIOR, João Manoel de. **Procter & Gamble vs. Bankers Trust: um estudo sobre contratos derivativos.** Revista do Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, EIZIRIK, Nelson; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coords.), vol.3, mai., São Paulo: Almedina, 2016, p. 359-402.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, vol. 25, n. 2, abr-jun 1985.

MILLER, Luciana Saraiva Schiavoni. Parecer n. 00151/2017/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU (Processo SEI 19957.010938/2017-13). PFE-CVM: 18 de dezembro de 2017.

_____. Parecer n. 00033/2018/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU (Processo SEI 19957.010366/2017-72). PFE-CVM: 21 de março de 2018.

_____. Parecer n. 00017/2018/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU. (Processo SEI 19957.011844/2017-61). PFE-CVM: 20 de fevereiro de 2018.

M., Laura. **Token vs Coin: What's the Difference?** Bitdegree: 11 sep. 2020. Disponível em: <<https://www.bitdegree.org/crypto/tutorials/token-vs-coin>>. Acesso em: 27 nov. 2020.

MOURA, H., OLIVEIRA, M. **Blockchain e Banco Central – Um Contraponto da Tecnologia.** Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, Brasília, vol. 13, n. 2, 2019.

RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz. **Dogmática e crítica da jurisprudência (ou vocação da doutrina em nosso tempo).** Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 99, n. 891, jan. 2010, p. 65-106. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/dl/dogmatica-critica-jurisprudencia.pdf>>. Acesso em: 25 nov. 2020.

SCHECHTMAN, David. **Necessidade de registro de ICO: tokens são valores mobiliários?** Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, HANSZMANN, Felipe (org.), Lumen Juris (ed.), Rio de Janeiro, v. 3, 2019. ePub. 1239kb.

STELLA, Julio Cesar. **Moedas Virtuais no Brasil: como enquadrar as criptomoedas.** Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, vol. 11, n. 2, dez. 2017.

TALARICO, Thamilla. **Blockchain, Transparência e o Direito Societário.** Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, Lumen Juris, Rio de Janeiro, v. 3, 2019. ePub. 1239kb

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **A CVM e os contratos de investimento coletivo: boi gordo e outros.** Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 36, n. 108, p. 91-100, 1997.

WON, Daniel. **Token vs. Coin - Simple Explanation.** Exodus: 12 mar. 2020. Disponível em: <<https://www.exodus.io/blog/token-vs-coin/>>. Acesso em: 27 nov. 2020.