



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003406/2019-91

Reg. Col. nº 1629/2019

**Acusado:** Iconic Intermediação de Negócios e Serviços Ltda.

Jonathan Doering Darcie

**Assunto:** Realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/2003, ou sem a dispensa prevista no inciso I do § 5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Nesse processo julgamos se as ofertas de criptoativos realizada pela ICONIC<sup>1</sup> configurou uma oferta irregular de valor mobiliário.
2. Entendo não haver dúvida quanto ao fato de que os criptoativos foram publicamente ofertados. Afinal de contas, durante o período coberto pela acusação, a ICONIC divulgava em sua página na rede mundial de computadores a realização da sua *Initial Coin Offering*<sup>2</sup>, ou ICO.
3. Igualmente incontroverso o fato de que a referida oferta não foi registrada na CVM nem se valeu de qualquer dispensa de registro prevista na regulamentação editada pela autarquia.
4. A controvérsia resume-se, portanto, em saber se o criptoativo que estava sendo ofertado pela ICONIC (denominado NIC) deve ser considerado um valor mobiliário na legislação brasileira. Como não se trata de nenhum dos valores mobiliários listados nos incisos I a VIII do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, resta analisar se o NIC era um contrato de investimento coletivo.

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório que antecede este voto.

<sup>2</sup> Com o perdão pelos anglicismos, optei neste voto por não traduzir as expressões em inglês que são recorrentemente utilizadas pela indústria de criptoativos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### II. O CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO E SUA APLICAÇÃO PARA OS CRIPTOATIVOS (E DEMAIS ATIVOS DIGITAIS)

#### II.1. *Howey tropical*: o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976

5. Até 1998, o conceito de valor mobiliário no Brasil era baseado em uma lista taxativa definida no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, que poderia ser complementada, a critério do Conselho Monetário Nacional, por outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas<sup>3</sup>.

6. A Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001, foi o primeiro diploma a estabelecer que, quando ofertados publicamente, os contratos de investimento coletivo constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976. Posteriormente, a Lei nº 10.303/2001 alterou o rol de valores mobiliários constante da Lei nº 6.385/1976, incluindo os contratos de investimento coletivo.

7. Segundo o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advenham do esforço do empreendedor ou de terceiros são valores mobiliários, sujeitos ao regime daquela lei.

8. O conceito de contrato de investimento coletivo foi declaradamente transplantado dos Estados Unidos, sendo inspirado na decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no célebre caso *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.* (“Howey”), julgado em 1946. O caso envolvia a oferta de pequenos terrenos nos quais seria desenvolvido o cultivo de laranja, combinada com a contratação opcional de um contrato de prestação de serviço para cultivo e operação da propriedade.

9. Como bem destacado por Luiz Antonio Sampaio Campos, a recepção desse conceito pelo direito brasileiro “representou verdadeira revolução copérnica na regulação do mercado de valores mobiliários (...), pois significa o abandono de uma concepção fechada de valor mobiliário, para a adoção de uma concepção funcional-instrumental do que seria valor mobiliário, acabando por alargar sobremaneira sua definição, bem como a competência da CVM”<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Art. 2º, III, da redação original da Lei nº 6.385/1976.

<sup>4</sup> PA CVM nº RJ2003/0499, j. em 28.08.2003.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

10. O conceito de contrato de investimento coletivo tem, portanto, natureza nitidamente instrumental, servindo para delimitar a competência do regime mobiliário e, conseqüentemente, da CVM<sup>5</sup>. Ele abarca negócios com diversos formatos nos mais variados setores. A jurisprudência norte-americana é repleta de casos pitorescos, que incluem a criação de castores<sup>6</sup>, fazendas de ostras<sup>7</sup> e destilarias de *bourbon*<sup>8</sup>, para citar apenas alguns. No Brasil, a CVM se deparou com uma lista menos extensa, mas bastante variada, que abrange desde o célebre caso do “boi gordo”, a, por exemplo, criações de avestruz<sup>9</sup>, cédulas de crédito bancário<sup>10</sup>, empreendimentos condohoteleiros<sup>11</sup>, investimento em frações de tempo em empreendimento imobiliário estruturado sob o modelo de multipropriedade (ou *time sharing*)<sup>12</sup>, vagas de garagem<sup>13</sup>, participação em direitos de jogadores de futebol<sup>14</sup> e eco-empendedorismo em modelo de marketing multinível<sup>15</sup>.

11. A caracterização de determinado produto como um contrato de investimento coletivo depende, portanto, da sua subsunção aos requisitos do chamado *Howey Test* – no caso brasileiro,

---

<sup>5</sup> Sobre esse aspecto cf. GEORGAKOPOULOS, Nicholas. *The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2017. Para uma discussão acerca da recepção do conceito no Brasil cf. p. ex.: CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. “A reforma do mercado de valores mobiliários”. In: LOBO, Jorge (coord). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – Regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “O Conceito de Security no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 14, 1974. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. “O Conceito de Valor Mobiliário”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 59, 1985. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015. VERÇOSA, Haroldo Malheiros. “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi Gordo e outros”)”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Malheiros, nº 108, 1997. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

<sup>6</sup> *Continental Marketing Corporation v. Securities and Exchange Commission*, 387 F.2d 466.

<sup>7</sup> *Securities and Exchange Commission v. Cultivated Oyster Farms Corp*, 1 S.E.C. Judicial Decisions 1934-1939 672 (S.D. Fla. 1939).

<sup>8</sup> *Securities and Exchange Commission v. Bourbon Sales Corp.*, 47 F. Supp. 70 (W.D. Ky. 1942).

<sup>9</sup> PAS CVM nº 23/04, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 28.09.2006.

<sup>10</sup> PA CVM nº RJ2007/11593, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 21.01.2008.

<sup>11</sup> PA CVM nº 19957.004122/2015-99, j. em 12.04.2016.

<sup>12</sup> Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41. Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.04.2019.

<sup>13</sup> PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 07.05.2019.

<sup>14</sup> PA CVM nº RJ2014/11253, j. em 30.06.2015.

<sup>15</sup> PAS CVM nº RJ2016/8381 (19957.008445/2016-32), Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ao preenchimento dos elementos contidos na definição de valor mobiliário trazida no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976.

### II.2. *Howey* digital: contratos de investimento coletivo em criptoativos e os valores mobiliários criptográficos

12. Ao longo dos últimos anos, testemunhamos o surgimento de uma nova forma de criar, armazenar e transmitir ativos: as tecnologias de registro descentralizado de transações (*distributed ledger technologies* – DLT). Trata-se de um paradigma para a representação digital de dados em rede, que tem como características essenciais<sup>16</sup>: a ausência de um repositório central único de informações, a imutabilidade e a rastreabilidade das transações e a exigência de consenso, pelos participantes da rede, sobre a inserção de novas informações<sup>17</sup>.

13. *Blockchain* é o exemplo paradigmático de *distributed ledger technology*, pois o termo – literalmente “cadeia de blocos” – denota em parte o modo pelo qual os dados são gravados sucessivamente no registro descentralizado. Contudo, há outras implementações e tecnologias que se valem das características elencadas no parágrafo anterior e que expandiram as aplicações iniciais da tecnologia *blockchain*<sup>18</sup>.

14. Hoje há uma grande quantidade de ativos que existem apenas digitalmente. A designação “ativos digitais” abrange qualquer ativo representado digitalmente, independentemente da tecnologia subjacente. Já os criptoativos são ativos digitais baseados em DLT<sup>19</sup> e costumam ser

---

<sup>16</sup> ARSLANIAN, Henri; FISCHER, Fabrice. *The Future of Finance: the impact of fintech, AI and crypto on financial services*. Palgrave Macmillian, 2019, p. 113-115.

<sup>17</sup> Para uma introdução ao tema, cf. DANTAS, Robinson; CARVALHO, Marcos; COSTA, Isac Silveira da Costa. “Você tem alguns minutos para ouvir a palavra do blockchain?” In: COSTA, Isac Silveira da; PRADO, Viviane Muller; GRUPENMACHER, Giovana Treiger (Org.). *CryptoLaw: Inovação, Direito e Desenvolvimento*. São Paulo: Almedina, 2020, no prelo.

<sup>18</sup> “A distributed ledger is a consensus of replicated, shared, and synchronized digital data geographically spread across multiple sites, countries, and/or institutions. Distributed Ledger Technologies (DLT) are technologies used to implement distributed ledgers. There is a wide range of DLT. For the purpose of this chapter, and in line with the approach of the financial services industry, we use the term DLT to include blockchain technologies and shared ledgers. As explained below, shared ledgers are quite different from the blockchain concept”. Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, p. 51. Madrid, 2017, p. 47-48. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em 23.10.2020.

<sup>19</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. *Blockchain Primer*. Paris, 2018. Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/OECD-Blockchain-Primer.pdf>. Acesso em 23.10.2020; EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY – ESMA. *Own Initiative Report on Initial Coin*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

classificados conforme a função que desempenham como **(i)** as criptomoedas (ou *payment tokens*), que buscam emular as funções de moeda; **(ii)** os *tokens* de utilidade (*utility tokens*), que representam direitos de aquisição de produtos e serviços; e, por fim, **(iii)** os valores mobiliários criptográficos (*security tokens*), que representam direitos de participação em resultados de um empreendimento ou mesmo direitos de voto. Importada da língua inglesa, a expressão “*token*” designa a representação do ativo digital. Em uma tradução livre, pode ser compreendida como sendo um “cupom digital”<sup>20</sup>.

15. Há, ainda, uma função adicional que pode ser desempenhada por qualquer um dos tipos de criptoativo indicados acima, quando sua cotação é vinculada a um ou mais ativos reais ou digitais. São as chamadas *stablecoins*, criadas para mitigar o problema da alta volatilidade dos preços de criptoativos e que foram objeto de estudo da IOSCO acerca de seu impacto no regular funcionamento do mercado de capitais<sup>21</sup>.

16. A classificação de um ativo digital como um *payment token*, um *utility token* ou um *security token*, dependerá não do seu rótulo, mas de sua função. Essas categorias, cabe ressaltar, não são estanques, de modo que um único criptoativo pode se enquadrar em uma ou mais modalidades, a depender das funções que desempenha e dos direitos a ele associados.

17. Do mesmo modo, o fato de uma oportunidade de investimento ser representada digitalmente, inclusive por meio criptográfico, é irrelevante para fins de determinar se se trata ou não de um contrato de investimento coletivo.

18. A conclusão não é nova. Em comunicados divulgados em 11.10.2017<sup>22</sup> e 16.11.2017<sup>23</sup>, a CVM indicou que os *tokens* emitidos no contexto de emissões públicas – chamadas de *Initial Coin*

---

*Offerings and Crypto-Assets*. Paris, 19.10.2018. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/msg-advice-own-initiative-report-initial-coin-offerings-and-crypto-assets>. Acesso em 23.10.2020.

<sup>20</sup> De acordo com a IOSCO, “tokenização” é o processo de representar digitalmente um ativo ou propriedade de um ativo. Sobre o assunto cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, p. 51.

<sup>21</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Global Stablecoin Initiatives*. Madrid, Mar 2020. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD650.pdf>. Acesso em 23.10.2020.

<sup>22</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Initial Coin Offerings (ICOs)*. Rio de Janeiro, 11.10.2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>. Acesso em: 14.10.2020.

<sup>23</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Initial Coin Offerings (ICOs)*. Rio de Janeiro, 16.11.2017. Disponível em: [www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html](http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html). Acesso em: 13.10.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*Offerings* (ICO) – são valores mobiliários caso confirmam ao investidor direito “de participação no capital ou em acordos de remuneração pré-fixada sobre o capital investido ou de voto em assembleias que determinam o direcionamento dos negócios do emissor.” Desde então, a autarquia editou diversas deliberações envolvendo contratos de investimento coletivos relacionados a criptoativos<sup>24</sup>.

19. Mais recentemente, no julgamento do PAS CVM nº 19957.007994/2018-51<sup>25</sup>, este Colegiado firmou o entendimento de que (i) um criptoativo pode, a depender das suas características, configurar um contrato de investimento coletivo, cuja oferta pública no Brasil, por consequência, está sujeita a registro ou à dispensa de registro na CVM e, ainda, que (ii) oportunidades de investimento em criptoativos que não são valores mobiliários podem, a depender de suas características, consistir em contratos de investimento coletivo.

20. As manifestações da CVM, vale dizer, estão em linha com aquela feita pela IOSCO de que os criptoativos podem representar “uma moeda soberana, uma mercadoria ou um valor mobiliário ou, ainda, um derivativo”<sup>26</sup>.

21. Concluo estas considerações iniciais reconhecendo que a emissão de ativos digitais – baseados em tecnologias descentralizadas ou não – pode ser lícita e não deve ser tomadas, de plano, como propensas à prática de infrações ao mercado de valores mobiliários. Contudo, a liberdade dos agentes econômicos deve ser exercida em conformidade com a legislação vigente, devendo ser observados os requisitos de registro de emissor de valores mobiliários e de registro de ofertas públicas de valores mobiliários, os quais desempenham função primordial na proteção dos investidores e do regular funcionamento do mercado.

### III. ANÁLISE DO CASO

#### III.1. Preliminares

22. Os acusados alegam que a decisão do Colegiado no Processo CVM RJ2007/11593, de 22.01.2008, mencionada pela SRE em sua análise quanto à caracterização do NIC como um

<sup>24</sup> Deliberações CVM nº 785/2017; 821/2019; 826/2019; 828/2019; 830/2019; 831/2019; 837/2019; 839/2019.

<sup>25</sup> PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.06.2020.

<sup>26</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms*. Final Report. Madrid, 2020. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD649.pdf>. Acesso em 22.04.2020





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

contrato de investimento coletivo, deveria ter sido juntada aos autos, por ser elemento estranho a este PAS.

23. A alegação não merece acolhida. Todas as decisões do Colegiado são públicas, e todas as decisões tomadas pela CVM nos últimos anos, incluindo o precedente em questão, estão disponíveis na página da autarquia na rede mundial de computadores. Assim, não houve qualquer prejuízo à defesa, que, caso desejasse, tinha todas as condições de se manifestar sobre o teor da decisão do Colegiado da CVM no referido precedente.

24. Dito isso, é importante frisar que este caso não tem por objetivo revisitar um antigo precedente, mas analisar se o criptoativo ofertado pela ICONIC preenche os elementos contidos na definição de valor mobiliário trazida no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976.

25. Ainda, os Acusados alegaram o não atendimento do requisito do inciso III do artigo 6º da Deliberação CVM nº 538/2009, uma vez que não haviam sido incluídos nos autos deste processo os elementos de prova referidos pela Acusação no tocante ao Processo Administrativo CVM nº 19957.004215/2018-66, que originou este PAS. Para sanar o problema apontado, proferi despacho<sup>27</sup> determinando que fossem trazidos aos autos os referidos documentos. Após a juntada da documentação referida, os Acusados foram regularmente intimados para se manifestarem, a fim de complementar suas razões de defesa<sup>28</sup>.

26. Pelo exposto, rejeito as preliminares de nulidade do PAS por alegada presença de elementos apócrifos e pela suposta ausência dos elementos comprobatórios da acusação.

27. Adicionalmente, em sede de pedido de diligências, os acusados solicitam que seja certificada a existência ou não de denúncias contra reles, realizadas por particulares, no âmbito da CVM. Normalmente, denúncias sobre um mesmo tema e pessoa são agregadas no mesmo processo administrativo pela SOI. Independentemente de provocação por meio de denúncias nos Canais de Atendimento ao Cidadão ou qualquer outro canal, a CVM tem o poder-dever de investigar, de ofício, a atuação de indivíduos e empresas no mercado de capitais quando houver indícios de infrações à legislação vigente. Foi exatamente o que ocorreu no presente caso, quando, após notícia veiculada na mídia, a CVM solicitou esclarecimentos aos acusados e, posteriormente, a SRE formulou sua convicção acerca da autoria e materialidade da infração, elaborando Termo de Acusação. Nesse contexto, entendo que a existência ou não de denúncias realizadas por

---

<sup>27</sup> Doc. SEI nº 0951046.

<sup>28</sup> Doc. SEI nº 0951875.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

particulares, no âmbito da CVM, envolvendo os acusados é irrelevante para a decisão no âmbito deste PAS.

### III.2. A atuação da CVM e a liberdade econômica

28. Os acusados sustentam que os incisos I, V e VI do artigo 3º da Lei de Liberdade Econômica<sup>29</sup> (Lei nº 13.874/2019) devem nortear o julgamento deste processo, ressaltando os direitos de **(i)** exercer atividade econômica de baixo risco e que se vale exclusivamente de propriedade privada própria ou de terceiros consensuais, sem a necessidade de quaisquer atos públicos de liberação da atividade econômica; **(ii)** gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica e, em caso de dúvida, as normas jurídicas devem ser interpretadas de modo a preservar a autonomia privada; e **(iii)** oferecer novas modalidades de produtos e serviços quando as normas infralegais se tornarem desatualizadas por força de desenvolvimento tecnológico consolidado internacionalmente.

29. Os acusados afirmam também, que, diante da ausência de atos normativos ou definições claras acerca da competência da CVM em matéria de criptoativos, não seria razoável punir alguém por oferecer novas modalidades de investimento e infringir normas que supostamente ainda não existiriam. A atuação da CVM, nesse cenário, representaria um óbice à segurança jurídica no exercício da atividade econômica, contrariando o que se pretendeu com a edição da Lei nº 13.874/2019.

30. Entendo que a defesa construiu seus argumentos a partir de uma interpretação equivocada da Lei de Liberdade Econômica e sua coexistência com outros diplomas legais, em especial com a Lei nº 6.385/1976.

31. Nesse sentido, lembro que o que se discute neste caso é se os acusados realizaram uma oferta pública de valores mobiliários sem obter o prévio registro na CVM ou sem se valer de uma

---

<sup>29</sup> Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: I - desenvolver atividade econômica de baixo risco, para a qual se valha exclusivamente de propriedade privada própria ou de terceiros consensuais, sem a necessidade de quaisquer atos públicos de liberação da atividade econômica; (...) V - gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial, econômico e urbanístico serão resolvidas de forma a preservar a autonomia privada, exceto se houver expressa disposição legal em contrário; (...) VI - desenvolver, executar, operar ou comercializar novas modalidades de produtos e de serviços quando as normas infralegais se tornarem desatualizadas por força de desenvolvimento tecnológico consolidado internacionalmente, nos termos estabelecidos em regulamento, que disciplinará os requisitos para aferição da situação concreta, os procedimentos, o momento e as condições dos efeitos;





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

das dispensas previstas nas normas editadas pela autarquia.

32. Ora, se o NIC ofertado pela ICONIC consistia em um contrato de investimento coletivo, nos termos do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, e, conseqüentemente, se o ICO em questão tiver consistido em uma oferta pública irregular de valor mobiliário, me parece de todo despropositado o argumento de que se estava exercendo uma “atividade econômica de baixo risco” para a qual não haveria “necessidade de quaisquer atos públicos de liberação da atividade econômica”, para citar os termos do artigo 3º, I, da Lei nº 13.874/2019.

33. Do mesmo modo, não me parece correto dizer que a atual regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nega, com seus requisitos, a presunção de boa-fé de que gozam os atos praticados no exercício da atividade econômica, nos termos do inciso V do artigo 3º da Lei nº 13.874/2019.

34. Nesse ponto, é importante ressaltar que o regime mobiliário brasileiro, em especial a determinação de que uma oferta pública de valores mobiliários seja previamente registrada junto à CVM ou se valha de uma das hipóteses em que o referido registro é dispensado nada tem de novo ou de exótico, estando em linha com a regulação dos mercados mais desenvolvidos e sendo fiel ao espírito da regulação construída a partir do princípio do *full and fair disclosure*.

35. Ainda que seja salutar uma ampla revisão das normas que disciplinam as ofertas de valores mobiliários e o regime informacional dos emissores com o objetivo de torná-las mais flexíveis, mais amigáveis e menos custosas – e já há em curso na CVM um trabalho com esse objetivo – não vejo como dizer que os dispositivos legais e regulamentares em vigor presumem a má-fé dos particulares ou interferem de modo desarrazoado em atividades econômicas de baixo risco. Com efeito, as regras existentes não devem ser vistas como encargos que sufocam novos modelos de negócio, mas como instrumentos necessários para proteger os investidores de emissões fraudulentas e contribuir para a manutenção da credibilidade no mercado pelos agentes econômicos.

36. Há, por fim, o argumento de que a oferta de criptoativos se valeu de uma tecnologia que não existia à época em que os diplomas legais e regulamentares que cuidam da matéria foram editados: diz-se, em resumo, que as normas alegadamente violadas teriam se tornado desatualizadas ou obsoletas em face do surgimento das tecnologias descentralizadas e, por essa razão, seriam inaplicáveis ao caso.

37. Esse tipo de construção tem se tornado mais comum à medida que o mercado de capitais vai se tornando cada vez mais digital e deve ser analisado com um grão de sal. São argumentos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que costumam apelar para o fascínio que o novo e o desconhecido – no caso, a tecnologia – exercem sobre as pessoas e que, em muitas das vezes, não são de todo equivocados, mas pecam por serem simplistas e tendenciosos.

38. De um lado, é inegável que novas tecnologias às vezes surgem para solucionar problemas e, ao mesmo tempo, criam pontos de tensão com as respostas regulatórias existentes. Assim, é importante que os requisitos legais e normativos que restringem a liberdade dos particulares sejam constantemente reavaliados a fim de se verificar se eles ainda são necessários à luz de eventuais desenvolvimentos<sup>30</sup>.

39. De outro lado, não há (ainda?) soluções tecnológicas (ao menos de eficácia garantida) para todos os riscos e problemas que a regulação busca prevenir ou mitigar. Esse ponto, que parece tão óbvio, é muitas vezes negligenciado, seja por desconhecimento sobre o funcionamento das tecnologias existentes, seja por desconhecimento da regulação existente ou dos pressupostos que levaram a sua edição. O que se vê, em certos casos, é um certo tipo de pensamento “mágico”, pouco refinado, que acredita que uma tecnologia criada para solucionar determinado problema resolve, também, problemas que sequer buscou enfrentar.

40. Penso que a defesa de que os sistemas DLT tornaram desnecessária a tutela estatal das ofertas públicas de valores mobiliários criptograficamente representados é um exemplo que ilustra bem o que acabo de dizer. Afinal de contas, a exigência de que as ofertas sejam registradas tem por objetivo principal garantir que os investidores recebam informações necessárias para decidir se investem na aquisição ou subscrição de novos valores mobiliários. Por outro lado, as tecnologias DLT buscam dar segurança para a criação, armazenamento e transmissão de ativos e não para os problemas relacionados às informações necessárias para a tomada informada de uma decisão de investimento. É possível que o desenvolvimento tecnológico em algum momento justifique a revisão de dispositivos legais e normativos que regem o funcionamento do mercado de capitais, inclusive das disposições relativas às ofertas públicas, mas deve haver correspondência entre o que se assegura com a tecnologia e aquilo de que se abre mão na regulação.

41. O argumento de que as regras existentes não seriam aplicáveis aos ativos criados e ofertados por meio das novas tecnologias ignora, ainda, que o conceito de contrato de investimento coletivo tem caráter instrumental e preconiza uma análise dos produtos ofertados ao público com

---

<sup>30</sup> Nesse espírito, é possível ir além, criando ambientes para testar se novas tecnologias podem, de fato, substituir velhas soluções – e aqui cabe referência a outra recente iniciativa da casa, a Instrução CVM nº 626/2020, que estabeleceu a constituição e o funcionamento de um ambiente regulatório experimental (*sandbox*).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

base na sua essência econômica. Trata-se de um conceito construído de modo propositadamente flexível – como visto na seção II deste voto, a natureza jurídica do vínculo entre o promotor e os investidores e a tecnologia utilizada para a estruturação do investimento ou sua representação são fatores de pouca ou nenhuma relevância para a análise acerca da existência de um contrato de investimento coletivo.

42. De fato, o legislador trouxe uma definição ampla de valor mobiliário que de modo algum pode ser considerada obsoleta ou ultrapassada. Alegar que, em respeito à presunção de boa-fé de que gozam os particulares, o regulador teria que aprioristicamente estabelecer quais investimentos estariam sujeitos ao regime mobiliário seria, na verdade, negar validade ao conceito de contrato de investimento coletivo – que foi incorporado na legislação brasileira justamente porque se percebeu que uma abordagem exclusivamente baseada em um rol taxativo de conceitos fechados não era suficiente para proteger a poupança popular.

43. O inciso IX do artigo 2º traz um conceito funcional-instrumental de valor mobiliário, cujo funcionamento pressupõe caber ao particular que busca acessar a poupança pública o ônus de averiguar se o produto que está ofertando se enquadra no conceito legal de contrato de investimento coletivo. Nesse sentido, no julgamento do PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, o Colegiado reiterou que “a caracterização de determinado produto como um contrato de investimento coletivo não depende de prévia manifestação da CVM, mas da sua subsunção aos requisitos do chamado *Howey Test*”<sup>31</sup>. Dito isso, não posso deixar de registrar que, à época em que as ofertas em análise foram realizadas, a CVM já havia, em mais de uma oportunidade, ressaltado que os criptoativos poderiam, a depender de suas características, caracterizar contratos de investimento coletivo.

44. Antes de encerrar esta seção, ressalto que a eficácia do inciso VI do artigo 3º da Lei nº 13.874/2019 ainda depende da edição de regulamento disciplinando “os requisitos para aferição da situação concreta [em que a norma infralegal se mostra desatualizada], os procedimentos, o momento e as condições dos efeitos”.

45. Ademais, o referido comando se refere à desatualização de normas infralegais e o caso em tela se refere, em última instância, a uma determinação legal: a de que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários sejam registradas na CVM ou dispensadas de registro pela autarquia. Para que uma lei seja revogada é necessário que sua vigência seja cessada mediante a

---

<sup>31</sup> Nos termos da manifestação de voto vencedora que proferi em 07.05.2019 no PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

edição de um ato normativo subsequente de hierarquia equivalente ou superior. O referido dispositivo não pode ser interpretado como uma autorização para o *desuetudo* em nosso ordenamento jurídico, afastando o disposto no artigo 2º do Decreto-Lei nº 4.657/1942 (Lei de Introdução)<sup>32</sup>.

### III.3. Porque o NIC é um CIC

46. Passo enfim a examinar se o ICO da Iconic configurou uma oferta pública de valores mobiliários, ou, mais especificamente, se a oferta de *tokens* NIC preencheu os requisitos caracterizadores do contrato de investimento coletivo.

47. Os elementos caracterizadores do contrato de investimento coletivo estão dispostos no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Tendo em vista o desenvolvimento das discussões acerca da matéria ao longo dos anos, parece-me que o exame da questão tem se orientado a partir de cinco questões:

- (a) Buscou-se captar recursos de investidores por meio de uma oferta pública?
- (b) Os investidores aportaram (ou foram chamados a aportar) dinheiro ou outro bem suscetível de avaliação econômica?
- (c) Os recursos captados na oferta (ou que se buscava obter com a oferta) foram (ou seriam) aplicados em um empreendimento coletivo?
- (d) O aporte foi (ou seria) feito na expectativa de lucros, decorrentes de um direito de participação, de parceria ou alguma forma de remuneração (inclusive resultante de prestação de serviços)?
- (e) Os resultados esperados do investimento adviriam, exclusiva ou preponderantemente, dos esforços do empreendedor ou de terceiros?

#### **1º Elemento: Oferta Pública**

48. Com relação à primeira pergunta, parece-me não haver dúvidas de que houve amplo esforço de divulgação, inclusive por meio de página na internet, da oferta de criptoativos – ou, para usar a terminologia específica, da *Initial Coin Offering*, ou ICO, sem adoção de qualquer

---

<sup>32</sup> Art. 2º Não se destinando à vigência temporária, a lei terá vigor até que outra a modifique ou revogue.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

mecanismo para evitar a disseminação indiscriminada da oferta para um público desconhecido. Resta, portanto, caracterizada a oferta pública.

### ***2º Elemento: Aporte (de dinheiro ou de outro bem suscetível de avaliação econômica)***

49. Com relação ao segundo ponto, a oferta da Iconic previa que os investidores pagariam pelos NICs subscritos com outros criptoativos.

50. Os acusados alegam que criptomoedas não são moedas fiduciárias e, portanto, não constituem poupança pública, situando-se fora do âmbito de proteção da CVM. Nesse sentido, a noção de poupança pública estaria relacionada à acepção tradicional de moeda. Ademais, afirmam que não receberam qualquer tipo de moeda fiduciária como contrapartida à aquisição de *tokens*.

51. Tal argumento não merece acolhida.

52. A CVM já concluiu em outras oportunidades que o investimento não precisa ser realizado em dinheiro, mas em qualquer bem suscetível de avaliação econômica<sup>33</sup>. Isso também vale para os rendimentos a serem recebidos pelos investidores, que não precisam ser expressos em moeda fiduciária<sup>34</sup>. Apesar da inexistência de qualificação jurídica geral e prévia para qualquer criptoativo ou criptomoeda – indefinição já reconhecida pela CVM em suas manifestações sobre o tema até o presente momento – é indiscutível que estamos diante de um ativo suscetível de avaliação econômica, sendo, assim, uma expressão da poupança popular, ao contrário do que afirmam os acusados.

### ***3º Elemento: Empreendimento coletivo***

53. O terceiro elemento necessário para a caracterização de um CIC é que os recursos captados sejam destinados a um empreendimento comum. Segundo Eizirik et al., “[a] noção de empreendimento comum contida na *Howey definition* remonta à ideia de que, em geral, o valor mobiliário é oferecido a diversas pessoas, que partilham um mesmo conjunto de ativos, com a

---

<sup>33</sup> PAS CVM nº SP2007/111, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 11.11.2014; PA CVM nº 19957.009524/2017-41, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019; PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.06.2020.

<sup>34</sup> PAS CVM nº RJ2016/8381 (19957.008445/2016-32), Dir. Rel. Flavia Sant’Anna Perlingero, j. em 18.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

expectativa de auferir lucros decorrentes dos esforços do promotor do negócio ou do instrumento que está sendo ofertado.”<sup>35</sup>

54. Os recursos captados pela ICONIC com a emissão de *tokens* NIC em fevereiro, março e maio de 2018 foram destinados à implementação do projeto Iconic Ecosystem, uma plataforma criada com o objetivo de aproximar empreendedores de investidores pela emissão de criptoativos, bem como viabilizar sua negociação em mercado secundário e permitir a supervisão das atividades dos empreendedores pelos investidores.

55. Conforme se verifica no relatório, cada NIC corresponde a uma fração ideal do fundo de lastro. Parte dos recursos desse fundo seria utilizada para financiar novos projetos, escolhidos pelos titulares de NIC. Ademais, 35% do lucro líquido da ICONIC em criptomoedas e *tokens* dos projetos que tiver lançado seria periodicamente destinado ao fundo de referência. Assim, parece claro que os recursos captados no ICO foram aplicados em um empreendimento comum, restando, portanto, também preenchido o terceiro elemento necessário para a caracterização de um CIC.

### **4º Elemento: Expectativa de lucro**

56. Passo agora a examinar se os NICs foram adquiridos na expectativa de lucros, decorrentes de um direito de participação, de parceria ou alguma forma de remuneração.

57. Os acusados argumentam que o NIC é meramente um *utility token*. Nesse ponto, vale lembrar que a classificação do *token* como de pagamento (*payment token*), de utilidade (*utility token*) ou representativo de um valor mobiliário (*security token*) decorre da função que ele desempenha e não do rótulo que lhe foi atribuído pelo seu desenvolvedor ou pelos seus promotores e que as três categorias não são excludentes. Ou seja, é possível que um *token* se enquadre em mais de uma das categorias a depender das suas funções.

58. Nessa perspectiva, entendo que o NIC é de fato um *utility token*, mas também desempenha funções que não são abrangidas por essa categoria.

59. O NIC é um *token* de utilidade pois serviria como moeda exclusiva para aquisição de determinados serviços na plataforma. É, ainda, um *token* de pagamento, na medida em que serve

---

<sup>35</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia., HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime jurídico*. 4ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 72-73.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

como moeda preferencial para aquisição de outros *tokens* dentro do Iconic Ecosystem, bem como para operacionalizar as demais transações (dividendos e resgates).

60. Não se pode, contudo, ignorar que o NIC era ofertado como uma alternativa de investimento e adquirido, ao menos por parte dos investidores, na expectativa de lucro. Começo a minha análise sobre esse ponto lembrando o entendimento estabelecido por este Colegiado no Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41:

“De outro lado, é importante ressaltar que, para a caracterização do contrato de investimento coletivo, **o lucro esperado pode estar associado tanto aos resultados do empreendimento a ser desenvolvido, quanto à valorização do título ou contrato que representa o investimento.** Nessa segunda hipótese, não se pode falar em contrato de investimento coletivo quando a expectativa de valorização é associada a fatores externos, que fogem do controle do empreendedor, mas **apenas quando o promotor do empreendimento ou um terceiro indicam que envidarão esforços com o objetivo de – ou tendentes a – valorizar o investimento inicialmente realizado”.**

61. Na minha visão, existem diversos elementos que denotam que o NIC era vendido e adquirido como um investimento.

62. Em primeiro lugar, destaco que cada NIC corresponde a uma fração ideal do fundo de lastro, que receberá parte (35%) do resultado da ICONIC. Trata-se, portanto, como já referido, de adquirir direito de participação em um empreendimento comum.

63. O *whitepaper* da ICONIC faz reiteradas referências às perspectivas de lucro do projeto – traz, inclusive, projeções financeiras para os anos de 2018, 2019 e 2020, estimando um substancial aumento nas receitas e no lucro da companhia<sup>36</sup> – e de valorização do NIC<sup>37</sup>, destacando que esses

---

<sup>36</sup> Doc. SEI nº 0583474: “Ofício\_295-2018\_-\_Anexo\_II\_-\_whitepaperPT10.pdf” (doravante, o *Whitepaper*), p. 10.

<sup>37</sup> V. fls. 45 do *Whitepaper*: “Acreditamos que são os fundamentos que fazem de uma moeda um meio de troca sólido e forte, com a capacidade de sustentar uma tendência marcada de valorização no curso do tempo. (...)”

Para alcançar essa força e solidez, a Iconic irá lastrear os NICs a um fundo que será proprietário de 35% da equidade da empresa. Por acumular a cada período de apuração da Iconic o equivalente a 35% do seu resultado em criptomoedas sólidas e já consolidadas e dos tokens de projetos lançados pela Iconic, o lastro do NIC crescerá permanentemente, agregando valor e estabilidade à moeda. Além do acréscimo quantitativo, sempre que os ativos do fundo valorizarem – sejam criptomoedas ou os tokens de projetos lançados pela Iconic – estaremos diante de uma valorização da base do NIC, o que significa a sua própria valorização.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

estariam prontos para negociação no mercado secundário pouco após a ultimação da oferta (ICO)<sup>38</sup>.

64. Adicionalmente, o resgate de NIC, pelos seus titulares, à conta do patrimônio do fundo de lastro é uma forma indireta de recebimento de lucro sobre o valor investido, pois o mecanismo permite o acesso aos recursos depositados naquele fundo pela ICONIC – provenientes de seu resultado operacional – e os rendimentos decorrentes do esforço de terceiros que executaram os projetos financiados pelo fundo. Trata-se, vale dizer, de outro aspecto enfatizado no *whitepaper*<sup>39</sup>.

65. Um terceiro aspecto relevante para o exame é a existência do fundo de lastro e o modo pelo qual esse foi descrito no *whitepaper*.

66. Sobre esse ponto, noto em primeiro lugar que a existência do referido fundo de lastro dá ao *token* NIC a feição de *stablecoin*, por permitir razoável expectativa de estabilidade de suas cotações. Segundo o *whitepaper*, “[o]s NICs acabarão por se transformar, com isso, em alguma medida, em um ativo também indicador da saúde do mercado de criptomoedas em geral” (fls. 46). Trata-se, na minha avaliação, de mais um elemento que corrobora que os NICs eram ofertados como oportunidades de investimento<sup>40</sup>.

67. Todos esses aspectos demonstram, a meu ver, que o ICO em questão não era apenas uma oferta de um *utility token*. De fato, o *whitepaper* do NIC *token* faz referências breves às utilidades

---

<sup>38</sup> V. fls. 41 do *Whitepaper*: “A liberação dos tokens para as wallets dos consumidores ocorrerá dois dias após a finalização do ICO, obedecendo à ordem informada na tabela de alocação. Tão logo os usuários recebam seus NICs, os tokens estarão disponíveis para a oferta em nas principais exchanges internacionais que serão oportunamente anunciadas durante o período Pré-ICO.”

<sup>39</sup> “Como não poderia deixar de ser, qualquer proprietário de NIC poderá reivindicar, a qualquer momento, a conversão dos NIC que detém no equivalente proporcional dos ativos do fundo de lastro.” *Whitepaper*, fls. 45.

<sup>40</sup> Nesse contexto, vale referência ao caso da Paragon Coin Inc., empresa destinada ao desenvolvimento de um sistema baseado em *blockchain* para a comercialização de *cannabis* e iniciativas para a descriminalização de seu cultivo e comercialização, e ao que disse a SEC ao examinar a matéria.

Naquele, a quantidade de *tokens* emitidos seria gerenciada pela Paragon Coin para tentar estabilizar sua cotação, buscando valorizar o ativo digital pela criação de escassez e aumento da demanda. Parte dos *tokens* seria mantida na carteira da Paragon Coin para viabilizar o mecanismo de estabilização de preços (um algoritmo de deflação e intervenções com eventuais recompras de *tokens*) e outra parte seria destinada a uma reserva de recursos controlada pelos titulares de PRG *tokens* para investimentos em projetos escolhidos pela comunidade.

Ao examinar ao caso, a SEC concluiu que os investidores tinham uma expectativa razoável de retorno com a aquisição de PRG *tokens* se a Paragon Coin fosse bem-sucedida em seus esforços, dentre os quais a manutenção do fundo de estabilização de preços. UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Press Release: Two ICO Issuers Settle SEC Registration Charges, Agree to Register Tokens as Securities*. Washington, 16.11.2018. Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-264>. Acesso em 23.10.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

do referido criptoativo: na maior parte do tempo, enfatizam-se as perspectivas alegadamente favoráveis do empreendimento e, conseqüentemente, do NIC. Ora, quando se oferta um criptoativo que é exclusivamente *token* de utilidade, é esperado que o material de venda dê destaque às utilidades do *token*; que os esforços de venda se concentrem nos possíveis consumidores dos bens e serviços oferecidos pela plataforma ou que possam ser adquiridos com aquele criptoativo; e, por fim, que os valores investidos na aquisição do *token* guardem razoável relação com o volume de consumo esperado dos bens ou serviços em questão<sup>41</sup>.

68. Não é esse, contudo, o caso da oferta em exame, razão pela qual entendo também preenchido o quarto elemento necessário para a caracterização de um CIC.

### ***5º Elemento: Resultados do empreendimento comum advindos exclusiva ou preponderantemente dos esforços do empreendedor ou de terceiros***

69. Por fim, cabe analisar se os resultados do empreendimento comum adviriam exclusiva ou preponderantemente dos esforços do empreendedor ou de terceiros.

70. Parece-me inquestionável que, no caso em tela, os investidores efetivamente contribuem para o sucesso do empreendimento comum. No entanto, o Colegiado já decidiu que a participação pouco expressiva do investidor não teria o condão de descaracterizar o contrato de investimento coletivo, desde que os esforços de terceiros sejam predominantes<sup>42</sup>.

71. A defesa vai além e argumenta que os resultados decorreriam exclusivamente da atuação dos titulares do NIC na escolha de projetos financiados pelo fundo de lastro, destinado a funcionar como uma organização autônoma descentralizada. Ainda, os rendimentos do fundo de lastro decorreriam das decisões dos próprios investidores e a prosperidade do ecossistema decorreria, também, da atuação dos investidores, sem qualquer tipo de ingerência da ICONIC.

72. Do mesmo modo, tenho convicção que a ICONIC desempenhava um papel muito mais relevante do que alega a defesa. A chave do caso reside, portanto, em definir se o papel da promotora tinha a relevância necessária para a caracterização de um contrato de investimento coletivo nos termos do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976.

---

<sup>41</sup> Nesse mesmo sentido, UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*. Washington, 03.04.2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>. Acesso em 23.10.2020.

<sup>42</sup> PA CVM nº 19957.009524/2017-41, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

73. A jurisprudência norte-americana – que teve marcada influência tanto na reforma legislativa que introduziu o conceito de contratos de investimento coletivo no rol de valores mobiliários como em diversos precedentes da CVM acerca da matéria – pode ajudar também nesse exame.

74. Nesse ponto, vale referência ao caso DAO, apreciado pela SEC em 2017<sup>43</sup> e que guarda várias semelhanças com o caso em análise. Por meio de DAO *tokens*, os investidores participavam de votações coletivas acerca de projetos que seriam financiados e, em contrapartida, faziam jus aos resultados destes projetos – tinham, portanto, direito de voto e direitos patrimoniais segundo uma gestão coletiva de recursos. Adicionalmente, os DAO *tokens* poderiam gerar resultados aos seus titulares por meio de negócios realizados em plataformas eletrônicas de negociação, à semelhança de um mercado de bolsa.

75. A SEC concluiu que os DAO *tokens* deveriam ser considerados *securities*, pois seus adquirentes realizaram um investimento em um empreendimento comum com a expectativa de auferir rendimentos (participação nos resultados dos projetos financiados, resgates periódicos e valorização dos ativos digitais) resultantes do esforço de terceiros, especialmente da empresa que criou o sistema. Os resultados dos projetos selecionados dependeriam do esforço de seus responsáveis, portanto de terceiros que não os investidores, a despeito do direito de voto e da participação destes no processo decisório.

76. Outro caso enfrentado pela SEC que contém aspectos semelhantes ao do presente PAS envolve a empresa Munchee e os MUN *tokens*<sup>44</sup>, que serviriam para remunerar usuários de plataforma de compartilhamento de informações por avaliações postadas, informações sobre restaurantes e revisões das avaliações elaboradas pelos seus pares. Os MUN *tokens* também poderiam ser utilizados para consumo nos restaurantes participantes da rede e restaurantes poderiam pagar por anúncios em MUN *tokens*. Ainda, MUN *tokens* poderiam ser negociados em mercado secundário. Ao apreciar o caso e considerá-los como *securities*, a SEC entendeu que os adquirentes dos MUN tinham uma expectativa razoável de obtenção de lucros futuros.

---

<sup>43</sup> UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. Release No. 81207. Washington, 25.07.2017. <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>. Acesso em 23.10.2020.

<sup>44</sup> UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Administrative proceeding No. 3-18304*. Washington, 11.12.2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>. Acesso em 23.10.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

77. Em seu exame, a SEC ressaltou, ainda, que os lucros esperados pelos adquirentes dos MUN *tokens* seriam provenientes do esforço da Munchee, que atualizaria seu aplicativo e criaria o ecossistema em questão utilizando os recursos captados via ICO. Ainda, no *whitepaper* havia a previsão de que a empresa garantiria a negociação do MUN *token* em mercados secundários e que forneceria liquidez negociando seu próprio estoque de *tokens*. No *whitepaper* do NIC, encontramos a promessa de que os *tokens* seriam negociados em mercado secundário, em *exchanges* a serem divulgadas após o ICO<sup>45</sup>.

78. Buscando sistematizar os critérios para analisar se os ativos digitais são contratos de investimento coletivo, a SEC<sup>46</sup> apontou que o maior desafio na análise da qualificação de criptoativos como *securities* consiste na determinação da existência de expectativa de rendimentos decorrentes do esforço do empreendedor ou de terceiros. Para o regulador estadunidense, tais rendimentos podem decorrer da participação de resultados no projeto financiado pela emissão ou, então, pela venda dos criptoativos em mercado secundário, após sua valorização. De acordo com a SEC, é necessário identificar se há uma entidade central ou um grupo de agentes – *Active Participants* (AP) ou, doravante, “participante ativo” – que envidam esforços gerenciais essenciais para o sucesso do empreendimento e que os investidores tenham expectativas de retorno com base nesses esforços.

79. O caso da ICONIC é, em essência, bastante similar aos casos analisados pela SEC. A despeito da participação dos investidores, entendo que a ICONIC é inegavelmente o participante ativo, sendo responsável pelo desenvolvimento, aprimoramento, operação e promoção do Iconic Ecosystem, garantindo seu adequado funcionamento, fomentando a existência de um mercado secundário e, ainda, gerenciando a cotação do NIC por meio de aportes periódicos de parcelas de seu lucro líquido e controlando os resgates solicitados pelos investidores.

80. Destaco, inclusive, que embora parcela do patrimônio evolua conforme os resultados dos projetos financiados supostamente sem interferência da ICONIC, o resultado depende também do

---

<sup>45</sup> Doc. SEI nº 0583474: “Oficio\_295-2018\_-\_Anexo\_II\_-\_whitepaperPT10.pdf”, p. 41. *Whitepaper*, p. 41.

<sup>46</sup> Cf. UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*. Washington, 03.04.2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>. Acesso em 23.10.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

desempenho do fundo de lastro e a ICONIC tem papel de extrema relevância na definição dos ativos que irão compor o referido fundo<sup>47</sup>.

81. A atuação da ICONIC também é determinante para que o NIC seja negociado em *exchanges* de criptoativos, permitindo a existência de um mercado secundário, e para que a sua cotação tenha paridade com o valor dos ativos do fundo de lastro, minimizando a volatilidade do criptoativo e, com isso, contribuindo para atrair investidores.

82. A ICONIC também é protagonista nas ações de marketing para a divulgação da plataforma e na gestão do ecossistema proposto, pelo desenvolvimento do sistema baseado em *blockchain* e sua atualização ao longo do tempo. Ressalto, por fim, que, nos termos do *whitepaper*, compete à ICONIC decidir sobre a habilitação dos chamados *local managers*.

83. Concluo, portanto, haver indicações inequívocas de que a ICONIC, promotora do empreendimento, desempenha um papel chave para o sucesso do negócio e, conseqüentemente, para a valorização dos NICs.

### ***O NIC é (também) um security token e, portanto, um valor mobiliário***

84. Como afirmei anteriormente, o rótulo atribuído a um *token* é irrelevante para sua caracterização como *utility token* ou *security token*, pois o que realmente importa é a sua função.

85. Pelo exposto ao longo deste voto, conclui-se que o NIC, ofertado publicamente, foi adquirido por pessoas que realizaram um investimento em um empreendimento coletivo na expectativa de lucros decorrentes em larga medida dos esforços da ICONIC e de terceiros. Logo, o NIC é um valor mobiliário e, para sua oferta, deveria ter sido obtido o registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/2003, ou, então, ter sido obtida a dispensa prevista no inciso I do § 5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003.

---

<sup>47</sup> O *Whitepaper* da ICONIC sinaliza que os aportes serão feitos pela ICONIC a partir de 35% do seu resultado e que “O fundo de lastro nascerá já com regras claras de governança, estabelecendo as possibilidades e limites de suas relações com o mercado e com a própria Iconic, com gestão transparente construída e executada através de smart contracts”. Ainda, “Para alcançar essa força e solidez, a Iconic irá lastrear os NICs a um fundo que será proprietário de 35% da equidade da empresa. Por acumular a cada período de apuração da Iconic o equivalente a 35% do seu resultado em criptomoedas sólidas e já consolidadas e dos tokens de projetos lançados pela Iconic, o lastro do NIC crescerá permanentemente, agregando valor e estabilidade à moeda”. *Whitepaper*, pp. 45-46.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### IV. DOSIMETRIA E CONCLUSÃO

86. Passo então à dosimetria. Tenho que os bons antecedentes dos acusados constituem circunstância atenuante.

87. Já tive a oportunidade de afirmar que, em casos de ofertas públicas irregulares de valores mobiliários, entendo que o mais adequado e proporcional é a pena de multa<sup>48</sup>. O § 1º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, fornece diversos critérios para fixação do valor da multa, dentre os quais o valor da emissão ou da operação irregular. Trata-se, a meu ver, do critério mais adequado para esse tipo de infração.

88. No presente caso, foram captados US\$75.737,00 na primeira emissão, concluída em 31.03.2018, e US\$27.977,19 na segunda emissão, concluída em 31.05.2018. Os valores convertidos para reais e atualizados pelo IPCA até 30.09.2020 somam R\$387.934,93, conforme tabela constante do Anexo a este voto.

89. A realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do devido registro ou de dispensa configura infração de natureza grave conforme o disposto no artigo 59, II, da Instrução CVM nº 400/2003.

90. Considerando a gravidade da infração e os precedentes desta CVM, em conjunto com a circunstância atenuante, concluo que, sem distinção entre pessoa jurídica e pessoa física e, em razão das circunstâncias do caso, sem distinção entre a participação no capital social da pessoa jurídica, devem os acusados ser condenados à pena de multa pecuniária calculada com base no valor da emissão irregular. Os fatos objeto deste PAS ocorreram já sob a vigência da nova redação do dispositivo, dada pela Lei nº 13.506/2017, publicada em 13.11.2017.

91. Nesses termos, voto:

- a) pela **condenação de Iconic Intermediação de Negócios e Serviços Ltda.** à penalidade de **multa pecuniária de R\$387.934,93**, correspondendo ao valor da emissão irregular, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/2003, e sem a dispensa prevista no inciso I do § 5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003; e

---

<sup>48</sup> V. minha manifestação de voto no já referido PAS CVM nº 19957.006343/2017-63.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- b) pela **condenação** de **Jonathan Doering Darcie** à penalidade de **multa pecuniária de R\$387.934,93**, correspondendo ao valor da emissão irregular, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/2003, e sem a dispensa prevista no inciso I do § 5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003.

92. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal, por meio da Procuradoria Federal do Estado do Rio Grande do Sul, nos termos da Lei Complementar nº 105/2001, em complemento ao ofício anteriormente enviado.

É como voto.

São Paulo, 27 de outubro de 2020.

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### ANEXO ÚNICO

#### Conversão em reais e atualização monetária do valor das emissões

	1ª Emissão	2ª Emissão
Captação em US\$	75.737,00	27.977,19
Encerramento da Emissão	31.03.2018	31.05.2018
US\$/R\$(1)	3,3232 (29.03.2018)	3,7364 (30.05.2018)
Captação em R\$	251.689,20	104.533,97
Correção IPCA até 30.09.2020 (2)	9,001130 %	8,664060 %
Valor Atualizado	274.344,07 (A)	113.590,86 (B)
<b>Total Atualizado (A + B)</b>	<b>387.934,93</b>	

(1) Fonte: Conversor de moedas – BACEN: <https://www.bcb.gov.br/conversao>.

(2) Fonte: Calculadora do Cidadão – BACEN (Índice = IPCA (IBGE) – a partir de 01/1980): <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADA0/publico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores>.