



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 19/2017-CVM/SRE

Rio de Janeiro, 27 de dezembro de 2017.

Ao SGE,

Assunto: **ICO - Niobium.**

Senhor Superintendente Geral,

1. O presente processo foi instaurado a fim de verificar se a "Initial Coin Offering" ("ICO") da criptomoeda denominada Niobium Coin ("Niobium"), relativa às atividades da denominada Bolsa de Moedas Digitais Empresariais de São Paulo - BOMESP ("Bomesp"), representava uma oferta pública de valores mobiliários e, desta forma, estaria sob a competência da CVM.
2. Após a análise do caso (descrita no Memorando nº 92/2017-CVM/SRE/GER-3 - doc. SEI nº 0405609), inclusive tendo sido obtida manifestação da pessoa responsável pelo ICO, a SRE entendeu que o Niobium **não** poderia ser caracterizada como valor mobiliário, afastando a competência da CVM em relação a sua oferta.
3. Adicionalmente, foi solicitada a manifestação da Procuradoria Federal Especializada da CVM sobre a questão. A PFE, através do Parecer n. 00151/2017/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e dos Despachos n. 00190/2017/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e n. 00708/2017/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. SEI nº 0413729), 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*" e "*sua oferta pública não atrai a competência da CVM de sorte a gerar a edição de uma stop order*".
4. Sem prejuízo do exposto, tendo em vista (i) a crescente adoção de estruturas de ICO no mundo todo e a intenção de sua realização no Brasil, (ii) o fato de que vários ICOs envolvem *utility tokens*, bem como (iii) o caráter institucional da questão (discussão sobre a eventual competência da CVM em relação a ICOs de *utility tokens*), sugiro o encaminhamento do presente processo ao Colegiado, para dar ciência dos entendimentos aqui exarados e, caso seus membros entendam pertinente, proporcionar a oportunidade de discussão sobre o tema.
5. Sugiro ainda que o caso seja relatado pela SRE na próxima reunião ordinária do Colegiado, pois, de acordo com o "White Paper" do ICO da Niobium (doc. SEI nº 0405480), seu "crowdsale" deverá ocorrer entre 15/01/2018 a 21/02/2018.

6. Finalmente, encaminho o presente processo à SMI para ciência, porque a Bomesp pretende, no futuro próximo, ser uma plataforma de negociação de criptomoedas que devem incluir valores mobiliários (as chamadas "Blue Coins", conforme descrito no "White Paper").

Atenciosamente,

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

PATRICK VALPAÇOS FONSECA LIMA

Superintendente Geral em exercício



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 27/12/2017, às 18:36, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Patrick Valpaços Fonseca Lima, Superintendente Geral em exercício**, em 28/12/2017, às 15:08, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0413820** e o código CRC **3ECF62A4**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0413820** and the "Código CRC" **3ECF62A4**.*

**Referência:** Processo nº 19957.010938/2017-13

Documento SEI nº 0413820

Criado por [drawet](#), versão 10 por [drawet](#) em 27/12/2017 18:35:35.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 7/2018-CVM/SRE/GER-3

Rio de Janeiro, 17 de janeiro de 2018.

Ao SGE,

Assunto: **ICO - Niobium.**

Senhor Superintendente Geral,

1. O presente Memorando complementa a análise consubstanciada no Memorando nº 19/2017-CVM/SRE (doc. SEI nº 0413820), a respeito da eventual caracterização da criptomoeda ou token denominada Niobium Coin ("Niobium") como valor mobiliário e a consequente atração da competência da CVM em relação ao "Initial Coin Offering" ("ICO") de tal instrumento.
2. Cabe reiterar, conforme já apontado no Memorando referido no parágrafo 1, que a submissão ao Colegiado deste processo de Supervisão, relacionado a um caso concreto e contemplando manifestação da área técnica bem como da PFE CVM (PARECER n. 00151/2017/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU, doc. SEI nº 0413729), teve como intuito, além de conferir ciência sobre a interpretação dada pela área técnica, possibilitar a ampliação da discussão sobre o tema, o qual se apresenta atualmente como um grande desafio para os reguladores do mercado financeiro e de capitais não apenas no Brasil mas em outras jurisdições, por decorrência da inovação inerente a este novo modelo de instrumento, suscitando interpretações diversas, e ainda em constante evolução, em relação a sua natureza econômica e jurídica. Nesse sentido depreende-se a importância institucional do tema, justificando a ampliação formal do debate, já bastante intenso no âmbito do FinTech Hub<sup>1</sup>, ao Colegiado, à luz da competência daquele órgão sobre a interpretação das normas em relação às quais cabe à CVM a atividade de supervisão.
3. Nesse sentido, na reunião do Colegiado realizada em 09/01/2018 o processo foi relatado pela SRE.
4. Após o relato, representantes do FinTech Hub apresentaram algumas considerações sobre o caso concreto, as quais podem ser segmentadas em duas vertentes: i. foram citadas supostas divergências entre as informações colhidas no processo e outras disponíveis ao público em redes sociais mantidas em nome da BOMESP e Niobium Foundation e ii. interpretação do conceito de valor mobiliário previsto no inciso IX do art. 2º da Lei 6385/76.
5. Diante da eventual inconsistência das informações constantes no processo, as quais subsidiaram as manifestações da SRE bem como da PFE a respeito da não caracterização do Niobium

enquanto valor mobiliário, o Colegiado retirou de pauta a apreciação do presente processo, solicitando diligências adicionais.

6. A SRE procedeu novamente à verificação das páginas de Facebook e Youtube relacionadas à BOMESP e Niobium Foundation bem como dos apontamentos obtidos junto ao representante do FinTech Hub, citados na reunião do Colegiado, em especial:

a) Vídeo divulgado no Facebook da Niobium Foundation em 06.12.2017 no qual o representante da BOMESP afirma que o Niobium seria classificada como uma "Gold Coin";

b) Post Facebook da Niobium Foundation em 10.11.17 citando regras de governança definidas no "smart contract" da BOMESP e

c) Post Facebook da Niobium Foundation em 20.10.17 citando recebimento de "dividendos [...] distribuídos com inteligência aos seus investidores de acordo com suas apostas".

7. Cabe pontuar que, especificamente em relação aos dois últimos tópicos, verificou-se que em uma leitura contextualizada dos mesmos, juntamente à manifestação da BOMESP (doc. SEI nº 0405480), não prosperam as alegadas divergências informacionais. Isto porque: i. a referência a dividendos associa-se à remuneração que poderá ser obtida em algumas das "Colorfull Coins" cujos ICOs, no futuro, os desenvolvedores esperam que sejam realizados através da BOMESP; ao passo em que ii. as regras de governança dizem respeito aos parâmetros estabelecidos em smart contracts registrados na rede blockchain "Ethereum" os quais governarão as funcionalidades e a operação da BOMESP, caracterizada como uma Organização autônoma descentralizada ou DAO.

8. Não obstante tal constatação, novo Ofício foi encaminhado à BOMESP solicitando pontualmente manifestação em relação às questões citadas no parágrafo 6º, Ofício nº 2/2018 /CVM/SRE (doc. SEI nº 0418417), ainda em 09/01/2018.

9. Em 11/01/2018 foi apresentada a manifestação (doc. SEI nº 0420849) em atenção ao Ofício citado, da qual destacam-se os seguintes trechos:

*[...] apesar de ter utilizado o vocabulo governanca, o fez de forma atecnica e equivocada [...] A real intenção da frase foi informar que a BOMESP tera uma reserva de Niobiuns em sua posse, a ser utilizada como Utility Token na sua plataforma. E esse o sentido que o documento da ao termo governanca ainda que tal termo destoe do significado usualmente aplicado a ele, principalmente no ambito do direito societario e do mercado de capitais.*

*[...] o fato de poder ser classificada, sob esse angulo, como uma "goldcoin", não faz com que deixe de ter as características que a identifiquem como um Utility Token conforme, inclusive, é peremptoriamente e imediatamente afirmado em sequencia: "... ela vai ser uma moeda de utilidade dentro da bolsa.*

*Assim, o conceito (fuido) de "goldtoken" ndo se limita a Tokens que possam ser consideradas, ainda que em tese, valores mobiliarios ou equiparados. A efetiva analise deve se pautar - - como ja inclusive analisado pela área técnica - na presença dos requisitos legais para tanto. E, conforme já anteriormente esclarecido, ao adquirente do Niobium nao e prometido nenhum ganho, lucro ou participação; mas apenas a aquisicao de um ativo que podera ter uma utilidade especffica quando da implementacao futura da BOMESP.*

*Nesse ponto, trata-se de infeliz manutenção, por parte da equipede marketing, ao misturar, equivocadamente, as possiveis funcionalidades que os smart contracts podem conferir a uma criptomoeda, como a propria Niobium.*

*Entretanto, mais uma vez, é importante nos limitarmos ao que esta explicito no White Paper - documento que efetivamente regula a emissao em questão. O Niobium nao conferira qualquer remuneracao aos seus detentores, a qualquer titulo, incluindo a titulo de dividendos.*

10. Tendo em vista as apurações realizadas, acima descritas, entendemos conveniente o retorno do presente processo ao Colegiado, com relato pela SRE, sendo certo que o debate sobre

possíveis interpretações divergentes daquela manifestada no âmbito deste processo pela área técnica, corroborada pela PFE, é pertinente àquele fórum.

11. Cabe entretanto, consignar no presente memorando algumas considerações sobre a possibilidade de que a obtenção de lucro, advindo da expectativa de valorização dos Niobiums, seja caracterizada como o "direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros", conforme previsto no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6385/76.

12. Notadamente citam-se aqui os aspectos do instrumento relacionados: i. ao limite da quantidade emitida destes tokens; bem como ii. ao fato de que tais tokens serão utilizados em uma plataforma que será desenvolvida a partir dos recursos levantados no seu ICO, pelos desenvolvedores do projeto, acarretando que seu valor de uso decorrerá do bom andamento do projeto. Tais aspectos em conjunto poderiam sugerir a interpretação de que o instrumento Niobium conferiria ao seu detentor o direito à remuneração advinda do esforço do empreendedor, materializada na expectativa de valorização destes.

13. Ainda que esta seja uma compreensão possível, a qual inclusive encontra respaldo na interpretação dada pela SEC no âmbito da conceituação de *Security* no recente caso da Munchee Inc.<sup>2</sup>, é importante observar que esta perspectiva foi contemplada na análise conduzida pela Procuradoria Federal Especializada da CVM. Com efeito, afirmou a PFE em seu parecer que o conceito de *security*, em nosso ordenamento jurídico, foi positivado, adquirindo contornos legais que limitam a sua configuração, de modo que, embora haja expectativa de lucro, o instrumento em tela em princípio não se enquadra na definição de CIC, à luz do previsto no art. 2º, IX, da Lei 6.385/76<sup>3</sup>.

14. Nesses termos, reitera-se a importância da ampla ciência do Colegiado sobre a interpretação proposta pela área técnica sobre o tema, com respaldo da PFE, colocando-o em debate neste órgão, ao qual caberia conferir interpretação mais extensiva que aquela ora manifestada. Ressalte-se que, em se tratando de um processo de Supervisão, relacionado a um caso concreto, caso o Colegiado interprete que se trata o Niobium de valor mobiliário, se fará necessária a edição de uma *stop order* em face da oferta irregular de valores mobiliários, caso venha a ser configurada.

Atenciosamente,

RODRIGO DE S. V. CAMARGO

Analista - GER-3

GERALDO PINTO DE GODOY JUNIOR

Gerente de Registros - 3

De acordo.

LUIS MIGUEL R. SONO

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários em exercício

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

**PATRICK VALPAÇOS FONSECA LIMA****Superintendente Geral em exercício**

- 1) Fórum da Autarquia que tem como atribuição acompanhar o desenvolvimento e a aplicação de novas tecnologias financeiras, instituído em 7/6/2016.
- 2) Conforme consta no ORDER INSTITUTING CEASE-AND-DESIST PROCEEDINGS PURSUANT TO SECTION 8A OF THE SECURITIES ACT OF 1933, MAKING FINDINGS, AND IMPOSING A CEASE-AND-DESIST ORDER de 11/12/2017: "As expectativas dos investidores foram influenciadas pelos esforços de marketing da oferta do token MUN. Para promover a oferta do token MUN, a Munchee e seus agentes criaram o site Munchee e o MUN White Paper, fizeram publicações em fóruns de discussão, mídias sociais e em outros veículos. Descreveram o quanto aprimorariam o app Munchee e como o novo "ecossistema" geraria demanda por tokens MUN. [...] direcionaram esforços de marketing para pessoas interessadas nesses ativos – e nesses lucros - em vez de focar em pessoas que, por exemplo, poderiam querer deter tokens MUN para comprar espaço publicitário ou aumentar sua classificação enquanto crítico gastronômico no app Munchee. Em face da conduta da Munchee e de seus agentes, bem como dos materiais de marketing, os investidores teriam tido uma crença razoável de que poderiam confiar que a Munchee e em seus agentes envidariam significativos esforços gerenciais e de empreendedorismo para tornar o token MUN um sucesso" (tradução livre).
- 3) "Nada obstante, a operação, a princípio, não se enquadra na definição de CIC, face ao disposto no art. 2º, IX, da Lei 6.385/76, exatamente pela ausência de direito de participação, parceria ou remuneração, fundado em empreendimento comum[...]. Nesse passo, não se pode olvidar que o conceito de security, em nosso ordenamento jurídico, foi positivado, adquirindo contornos legais que limitam a sua configuração. Em vista do exposto, entende-se que a Niobium, em si mesma considerada, pode ser qualificada como um utility token e, como tal, atua como instrumento de troca que não se subsume ao conceito de contrato de investimento coletivo, embora haja expectativa de lucro, ainda que de caráter especulativo."



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo de Santana Villalba Camargo, Analista**, em 17/01/2018, às 15:12, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Geraldo Pinto de Godoy Junior, Assistente Técnico**, em 17/01/2018, às 15:16, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro em exercício**, em 17/01/2018, às 15:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Patrick Valpaços Fonseca Lima, Superintendente Geral em exercício**, em 17/01/2018, às 15:58, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0423353** e o código CRC **79AFD4D9**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0423353 and the "Código CRC" 79AFD4D9.*