

## ICO E O DIREITO BRASILEIRO

Provavelmente você já ouviu falar de criptomoedas e *blockchain* (se não, [clique aqui](#)), além das diversas possibilidades que essas inovações trazem para o mundo dos negócios. É possível, inclusive, que você já tenha ouvido falar de **Initial Coin Offering** ou, simplesmente ICO, como uma das inúmeras e mais recentes possibilidades de negócios a partir do *blockchain*.

ICO é um novo modelo de captação de recursos que vem chamando a atenção do mundo, principalmente do setor de *venture capital* (capital de risco). Alguns já chamam o fenômeno de *new venture capital*. Embora tenha sido utilizado prioritariamente por startups de *blockchain* para captação de recursos, a possibilidade de sua utilização por qualquer interessado em levantar fundos é ilimitada. Seu sucesso decorre de uma implementação rápida, o que permite o alcance de um sem-número de pessoas ao redor do planeta aptas a prestar apoio financeiro mediante uns poucos cliques - basta que haja conexão com internet.

Citado como grande fenômeno pela Harvard Business Review<sup>1</sup>, a mídia tem posto as ICOs em destaque, por conta dos expressivos valores levantados para as empresas que fazem uso da novidade. De acordo com o Financial Times, startups já arrecadaram quase US\$ 1,3 bilhão de dólares até julho de 2017 por meio de ICOs<sup>2</sup>.

Temos alguns exemplos consideráveis neste sentido. Antes desconhecidos para o grande público, projetos como o Gnosis conseguiram levantar milhões de dólares em 15 minutos<sup>3</sup>. Em outro caso, a startup Brave conseguiu levantar, em menos de 30 segundos, US\$ 35 milhões de 130 investidores<sup>4</sup>. São dados impressionantes.

Mas nem tudo são flores. ICOs desenvolvem-se sobre a infraestrutura do *blockchain*, cuja segurança é incontestável quando se trata de protocolos bem estabelecidos como Bitcoin e Ethereum, por exemplo. Entretanto, pode ser que as aplicações *blockchain* estruturadas para algumas ICOs contenham brechas de segurança, um prato cheio para ladrões digitais<sup>5</sup>. Existem, portanto, riscos

<sup>1</sup> <https://hbr.org/2017/03/what-initial-coin-offerings-are-and-why-vc-firms-care>

<sup>2</sup> <https://www.ft.com/content/1a164d6c-6b12-11e7-bfeb-33fe0c5b7eaa>

<sup>3</sup> <https://www.forbes.com/sites/rogeraitken/2017/04/24/gnosis-prediction-market-scores-12-5m-in-record-breaking-crypto-auction/#4666f7a3e87d>

<sup>4</sup> <http://fortune.com/2017/06/01/startup-crypto-currency/>

<sup>5</sup> Foi o caso da ICO da CoinDash. Poucos minutos após o lançamento da oferta, a CoinDash percebeu que sua ICO estava comprometida, pois os hackers haviam alterado o site da ICO, mais precisamente o endereço para o qual os pagamentos deveriam ser enviados pelos compradores. Esse novo endereço foi direto para a carteira dos hackers, que roubaram cerca de 7 milhões de dólares do projeto. Fonte: <http://fortune.com/2017/07/18/ethereum-coindash-ico-hack/>

tecnológicos de segurança em ICOs que devem ser seriamente considerados ao avaliar o investimento.

Independente disso, grandes consultorias já estão atentas à esta inovação. Em março de 2017, a Deloitte CIS e a Waves Platform - desenvolvedora de soluções em *blockchain* - assinaram um memorando de entendimentos para prover aos seus clientes possíveis ICOs e serviços customizados relacionados ao *blockchain*<sup>6</sup>. Está muito claro que a viabilidade econômica das ICOs já despertou o interesse de big players.

Se tudo isso ainda é muito abstrato para você, voltemos ao conceito de ICO para entendermos melhor como funciona o fenômeno.

Você pode pensar a ICO como uma combinação de crowdfunding (financiamento coletivo de projetos) e *blockchain*, cuja tecnologia permite o armazenamento e transferência de valores de modo descentralizado.

Como o *blockchain* tem se mostrado um meio eficiente, seguro e econômico para armazenar e transferir valores, as empresas – especialmente as startups – têm começado a utilizar a tecnologia para alavancar os seus projetos. O fazem por meio de uma espécie de financiamento coletivo, do qual surgiu o fenômeno ICO. Por isso, ICOs são também chamadas de *crowdsales*.

No detalhe, o que surge da interseção entre *crowdfunding* e *blockchain* são ativos similares a *bitcoins*, os quais, contudo, podem servir a outros propósitos. São justamente tais ativos – conhecidos como criptomoedas ou tokens – que são vendidos em uma ICO, conferindo aos compradores uma série de direitos.

A comparação entre ICO e IPO (Initial Public Offering ou Oferta Inicial de Ações) é quase irresistível, e realmente em alguns casos a semelhança não se limita à fonética.

As figuras diferenciam-se da seguinte forma: em uma ICO, empresas oferecem ao mercado tokens sob a tecnologia *blockchain*; em um IPO, por outro lado, são oferecidas ações que serão negociadas em bolsas de valores. Além disso, ao contrário das ações, os tokens de uma ICO não costumam

---

<sup>6</sup> “Deloitte CIS and Waves Platform, a leading developer of blockchain solutions, signed a memorandum on strategic partnership. The partnership is aimed at providing clients with comprehensive initial coin offering (ICO) services and customized blockchain solutions tailored for specific business tasks”. Fonte: <https://www2.deloitte.com/ru/en/pages/about-deloitte/press-releases/2017/Deloitte-i-platforma-Waves-izmenjat-budushhee-blokchejna.html>

conceder direitos de propriedade ou participação na empresa emissora, segundo reportagem da revista britânica Economist<sup>7</sup>.

Esta última premissa, no entanto, não é absoluta. Em algumas ICOs, as empresas têm vendido tokens para financiar os seus projetos, entregando aos compradores participação no negócio. Os compradores, que seriam meros apoiadores do projeto, transformam-se em verdadeiros investidores.

A essa altura você já percebeu o porquê de as ICOs estarem sob a mira dos órgãos reguladores, alguns mais explicitamente, outros menos.

Nesse particular, o fenômeno ICO está sendo discutido pela Securities and Exchange Commission - SEC, órgão regulador e fiscalizador de valores mobiliários (securities) dos Estados Unidos<sup>8</sup>. Em 25 de julho de 2017, o órgão publicou comunicado afirmando categoricamente que, caso os tokens possuam direitos semelhantes a valores mobiliários, suas ICOs estarão sujeitas às normas para ofertas públicas. Foi o que ocorreu com projeto The DAO, cujos tokens foram considerados valores mobiliários pela mesma SEC<sup>9</sup>.

Por ora, não há lei ou mesmo regulamentação brasileira específica sobre ICOs. Nem mesmo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regula este mercado, manifestou-se propriamente sobre o tema, embora o racional desenvolvido pela SEC possa ser aplicado no país. As ICOs estão inseridas, por assim dizer, em uma área cinzenta do universo do mercado de capitais, cujas regras podem ou não incidir sobre a prática de ICOs.

Neste sentido, a chave para determinar esta incidência está em saber quais direitos os tokens vendidos para o financiamento conferem aos seus compradores. Isso porque, como afirmamos anteriormente, o token pode terminar representando um valor mobiliário - atraindo, desta forma,

---

<sup>7</sup> "ICO 'coins' are essentially digital coupons, tokens issued on an indelible distributed ledger, or blockchain, of the kind that underpins bitcoin, a crypto-currency. That means they can easily be traded, although unlike shares they do not confer ownership rights. Instead, they often serve as the currency for the project they finance: to pay users for a correct prediction, as does Gnosis; or for the content users contribute. Investors hope that successful projects will cause tokens' value to rise".  
Fonte: <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21721425-it-may-also-spawn-valuable-innovations-market-initial-coin-offerings>

<sup>8</sup> "The Securities and Exchange Commission is said to be taking a hard look at the increased use of such offerings, with the growth of so-called ICOs surging in recent months". Fonte: <http://www.reuters.com/article/bc-finreg-bitcoin-ico-idUSKBN1942HF>

<sup>9</sup> <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

inúmeras regras e requisitos previstos na legislação existente, presentes notadamente a partir do seu enquadramento no art. 2º, inciso IX, da Lei 6.385/76<sup>10</sup>.

Caso os tokens sejam considerados valores mobiliários, aplicam-se as regras de oferta pública estabelecidas na Instrução CVM Nº. 400, de 29 de dezembro de 2003<sup>11</sup>. As exigências regulatórias envolvem a elaboração do prospecto de oferta contendo diversas informações sobre a distribuição, a empresa ofertante, os valores mobiliários, os fatores de risco (que deverão incluir as questões de segurança e volatilidade), entre outros. Sem falar das restrições sobre informação privilegiada (*insider trading*)<sup>12</sup> que afetam todos os envolvidos na oferta pública e os custos para manutenção do departamento de relações com investidores, contratação de serviços de planejamento e de corretagem, taxas da CVM e das Bolsas de Valores, contratação de serviços de auditores independentes, entre outros.

Por outro lado, a oferta de tokens também pode acabar compreendida pelas normas de *equity crowdfunding* editadas pela CVM em 13 de julho 2017 caso, mais uma vez, os tokens representem valores mobiliários. Mas estarão sujeitas aos limites de negociação e oferta lá estabelecidos.

Em sentido oposto, se os tokens de determinada ICO não se encaixarem em qualquer das definições de valor mobiliário previstas no art. 2º da Lei 6.385/76, a operação não estará sujeita à fiscalização e controle da CVM.

De novo, ao nosso entender, a natureza jurídica da ICO dependerá das características e natureza dos tokens.

De forma geral, se a prática é benéfica e inevitável<sup>13</sup>, nos resta apoiá-la. Contudo, não sem antes aconselharmos a adoção de um modelo seguro e ético de ICOs. Isso passa pela atenção com a

<sup>10</sup> "Art. 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".

<sup>11</sup> Dependendo da natureza da oferta pública, poderão incidir outras Instruções da CVM, como a Instrução CVM 332, que trata dos BDRs - Brazilian Depositary Receipts.

<sup>12</sup> "Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

(...)  
II – abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável (...)"

<sup>13</sup> Neste mesmo sentido, Ronaldo Lemos: "Apesar disso, esse é um modelo que veio para ficar. Ele é uma evidência do aceleracionismo que estamos vivendo. Os ICOs decorrem da fluidez e da ausência de possibilidade de controle sobre as moedas virtuais (hoje totalmente conversíveis em dinheiro)". Fonte:

transparência nas características do ativo ofertado e seus riscos e, se for o caso, no cumprimento das regras aplicáveis. Se ajustes nas regras existentes forem necessárias para adaptar o ambiente regulatório à nova modalidade, que os debates comecem.

**Rodrigo Vieira**

Sócio – São Paulo

[rvieira@tozzinifreire.com.br](mailto:rvieira@tozzinifreire.com.br)

**Hugo Marinho**

Advogado – São Paulo

[hmarinho@tozzinifreire.com.br](mailto:hmarinho@tozzinifreire.com.br)

**Vitor Yeung Casais**

Advogado – São Paulo

[vyeung@tozzinifreire.com.br](mailto:vyeung@tozzinifreire.com.br)

**Victor Cabral Fonseca**

Advogado – São Paulo

[vfonseca@tozzinifreire.com.br](mailto:vfonseca@tozzinifreire.com.br)

---

<http://www1.folha.uol.com.br/colunas/ronaldolemos/2017/05/1888225-empresas-levantam-milhoes-usando- apenas-moedas-virtuais.shtml>