



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM N° 19957.014289/2022-97

Reg. Col. 3015/24

Recorrente: Dynasty Global Investments BR Ltda.
Assunto: Recurso contra decisão da SSE pela caracterização de ativo emitido pela Recorrente como CIC (Lei 6.385, art. 2º, IX).
Relatora: Superintendência de Securitização e Agronegócio
Voto: Diretor João Accioly

I – RESUMO

1. Acompanho os votos da Diretora Marina Copola e do Diretor Otto Lobo: entendo que o DYN não tem todos os requisitos para preencher o conceito de contrato de investimento coletivo previsto na Lei 6.385, art. 2º, IX.

II – COMENTÁRIOS ADICIONAIS

II.I. SER UM VALOR MOBILIÁRIO VS. *ESTAR SUJEITO AO REGIME DA LEI 6.385*

2. De início, trato de uma certa imprecisão conceitual empregada nas discussões sobre enquadramento ou não de ativos como valores mobiliários sujeitos a registro perante a CVM. O que a lei define não é o que “são” valores mobiliários. Apesar de ser prático como atalho linguístico dizer que algo “é” ou “não é” um valor mobiliário porque se enquadra ou não no art. 2º da Lei 6.385, convém lembrar que o texto legal *não tem esse teor*. Ele não diz “são valores mobiliários”. Ele diz: “são valores mobiliários *sujeitos ao regime desta lei*”, o que pressupõe haver outros. E nesse sentido seu §1º, lido em conjunto com o caput, menciona ativos que podem muito bem ser descritos como “valores mobiliários” sem qualquer imprecisão linguística, mas que o dispositivo *exclui do regime da lei*. A redação do artigo, na prática, diz: Os valores mobiliários sujeitos à Lei 6.385 são apenas os dos incisos do caput; os do §1º são expressamente excluídos. Não significa que títulos da dívida pública ou de instituições financeiras não sejam “valores” do tipo “mobiliários”, o que aviltaria até o bom senso. Títulos como esses não precisam perder uma descrição adequada do que representam, apenas por não estarem sujeitos ao regime legal do mercado de capitais¹.

¹ Nesse sentido, a lei americana que inspirou a brasileira é mais expressa na distinção entre taxonomia e incidência de normas. O dispositivo equivalente ao art. 2º é o Section 2, que lista diversas categorias de *securities*, da maneira mais ampla possível à época, e incluindo duas categorias gerais: *investment contract* e *any instrument commonly known as a security*. O dispositivo de função equivalente ao §1º do art. 2º é o Section 3, que exclui do regime legal, como o Brasil repetiu, os títulos da dívida pública e os bancários (além de outros, basicamente conforme o tipo de emissor). Porém, chama-os claramente de *exempted securities*, como um todo, e ao listar as exceções chama cada categoria de *security*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3. Assim, se determinado ativo tem as características do que chamamos de *valores* (na acepção de títulos transacionáveis) e representa direitos que lhes dão a característica de bens *móveis*, a lei não nega que é um “valor”, nem que é “mobiliário”. Mas “ser um valor mobiliário” nessa acepção mais ampla não significa, por si só, que a oferta pública desse ativo esteja sujeita ao regime legal. O que determina essa sujeição é a incidência específica de definições de categorias de valores mobiliários previstas nos incisos do caput art. 2º da Lei 6.385.

II.II. CATEGORIZAÇÃO DO DYN COMO CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO

4. Parece haver um certo consenso de que este não é um caso simples, com o que concordo. Suponho que boa parte da complexidade do caso esteja ligada mais à abordagem do problema, ou seja, à forma com que as questões são postas, do que efetivamente às características do fenômeno de que se trata, isto é, às características do ativo.

5. No caso aqui sob análise, há momentos em que as discussões parecem pender para (e se perder em) definir em abstrato a ideia de valor mobiliário. Desvia-se de um exercício de comparação objetiva dos fatos com o texto legal, para compará-los com um conceito mais geral, porém subjetivo, de valores mobiliários que *deveriam* ser sujeitos ao regime legal².

6. As noções sobre esse conceito mais geral parecem vir de fontes diversas: (i) uma certa mistura do conceito legal brasileiro de contrato de investimento coletivo sujeito a registro (art. 2º, IX, da Lei 6.385) com o “*Howey Test*”; (ii) percepções subjetivas de características comuns aos diversos tipos de valores mobiliários de cuja sujeição ao regime da Lei 6.385 não se tem dúvida; e (iii) a fundamentação teórica pela qual as ofertas públicas são submetidas à necessidade de registro e demais consequências legais.

7. Sobre a mistura do conceito legal brasileiro com o americano, inicio por enumerar as características do *Howey Test*, conceito que a jurisprudência americana construiu para a expressão *investment contract* (um dos diversos itens do rol de instrumentos definidos como *securities*, no artigo 2, inciso 1, da *Securities Act of 1933*³):

² Quando uma discussão sobre um fenômeno se volta a identificar *o que é* o conceito que o designa, há boa chance de não se chegar muito longe, por falta de critérios objetivos de delimitação do objeto discutido. Para Fulano, um conceito pode corresponder a um conjunto A de atributos necessários, que comporiam a “essência” dos fenômenos referidos pelo nome desse conceito. Para Sicrana, o mesmo conceito pode corresponder a um conjunto B de atributos, não totalmente coincidentes com aqueles do conjunto A. Se um fenômeno específico tiver todos os atributos do conjunto B, e lhe faltar ao menos um do conjunto A, Fulano entenderá que não corresponde ao conceito e Sicrana entenderá que corresponde. A divergência é insolúvel, pois como não há como determinar se o conceito é composto pelo conjunto A ou pelo conjunto B de atributos, a discussão sobre *se o fenômeno corresponde ao conceito* se mistura e se confunde com a discussão mesma de *qual é o verdadeiro conceito*.

³ Sec. 2. When used in this title, unless the context otherwise requires –

1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, **investment contract**, voting-trust certificate, certificate of interest in property, tangible or intangible, or, in general, any instrument commonly known as a security, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrantor right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

8. (1) Investimento em dinheiro ou bens; (2) Empreendimento coletivo; (3) expectativa de lucro por parte dos investidores; e (4) a geração dos lucros ser apenas do esforço de pessoas distintas dos investidores. Por óbvio, são muito próximas do conceito legal brasileiro para contrato de investimento coletivo, mas este difere do americano principalmente por restringir o terceiro item. Na lei brasileira, não basta que os investidores tenham “expectativa de lucro”. Eles têm que ter *direito de participação, parceria ou remuneração* no empreendimento coletivo para que o negócio se enquadre como CIC⁴. Não é o “Howey Test” que determina se um valor mobiliário tem que estar sujeito ao regime da Lei 6.385, e sim o “Subsection Nine Test”: teste do inciso IX do art. 2º.

9. Essa mistura me parece compreensível tanto por interpretação histórica, por ser o inciso IX é declaradamente inspirado no Howey Test, quando pelas percepções subjetivas de traços comuns a valores mobiliários, que indiquei como item (ii) no §6 acima. É natural que a ideia relativa a “o que é” ou “qual a essência” de um conceito, como o de valor mobiliário sujeito a registro neste caso, seja formada por indução a partir do que o indivíduo enxerga de semelhante entre os diversos fenômenos que sejam classificados pela mesma expressão⁵. O subjetivismo conceitual surge porque, ao observar o que têm em comum os fenômenos do mundo real que são designados por essa expressão, cada indivíduo irá perceber um conjunto de traços. Por mais que as percepções possam ser semelhantes, os conjuntos percebidos podem ser diferentes, assim como a importância relativa de cada traço, e até a forma com que cada pessoa verbaliza para si própria cada característica. Assim, não creio que seja só porque o Howey Test fala em expectativa de lucro que esse traço aparece como fator caracterizador nas discussões brasileiras, mas também o fato de que todo valor mobiliário tenha, na prática, essa característica faz com que o conceito com que cada intérprete opera acabe por incluí-la como o determinante central.

10. Por exemplo, o voto do Diretor Daniel Maeda, em seu §11, trata a expectativa de valorização possível com o *buyback and burn* e o teor do que a Dynasty apresenta o produto ao público como determinantes para sua conclusão de que os DYNs se amoldam “ao conceito de valor mobiliário” por “passarem a configurar (1) a natureza de um investimento e (2) sobre o qual investidores passam a ter, sim, uma expectativa de retorno apreciável economicamente”.

⁴ E aqui subscrevo o que disse o Presidente João Pedro Nascimento em seu voto: 37. *Nota-se, portanto, que o benefício econômico deve decorrer, necessariamente, de um “direito de participação, parceria ou remuneração”, sendo esse requisito uma das principais diferenças do modelo brasileiro em relação ao conceito de security previsto no direito norte-americano. Nesta jurisdição, o requisito de “expectativa de benefício econômico” não precisa estar materializado em um “direito de participação, remuneração ou parceria” intrínseco ao título ou contrato ofertado.* (Nota de rodapé omitida).

⁵ Aliás, é literalmente natural: a forma mesma pela qual desenvolvemos nossa capacidade de comunicação, já no início da vida, se dá pela dinâmica em que o ser humano mimetiza o comportamento das pessoas a sua volta, que designam fenômenos semelhantes (pessoas, objetos, sensações, cores etc.) por representações verbais (nomes) iguais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

11. De forma similar, o voto do Presidente João Pedro Nascimento conclui que “*os DYNs são ofertados e adquiridos como um investimento, possuindo, na prática, além da alegada (e, no mínimo, questionável) função de pagamento, também a natureza de investimento*” (§63). O voto não trata essa conclusão como suficiente, pois entende haver *direito de remuneração* (vide a seguir §§18 e ss.), mas transparece do texto que a expectativa de ganhos dos investidores (que não advém apenas desse mecanismo, que só evitaria perdas para a inflação) é o principal motivo da caracterização como CIC.

12. Não há como se negar que tais características são comuns aos valores mobiliários. Mas o que se deve avaliar aqui não é se os DYNs se conformam ao Teste de Howey, ou se correspondem a um conceito geral de valor mobiliário, ou se guardam semelhanças suficientes com outros títulos expressamente caracterizados como tal. É insuficiente que haja propósito de investimento na aquisição dos DYNs para concluir pela sua caracterização como valor mobiliário sujeito ao regime jurídico do mercado de capitais.

13. Aliás, até me parece bastante verossímil que grande parte, no mínimo, dos adquirentes do ativo realmente tenham o intuito de adquiri-lo contando com sua valorização, ou seja, como investimento, como um contrato de investimento, a que se pode inclusive chamar de “coletivo” pela destinação comum dos recursos⁶ – e que sem dúvida é objeto de oferta pública. Porém, se a pretendida valorização não advier de um direito de participação, parceria ou remuneração, o contrato não cumprirá o “Teste do Inciso Nono” e não estará sujeito ao regime da Lei 6.385.

14. E é por aí que considero também compreensível a preocupação daqueles que consideram que tais ativos devem estar sujeitos ao regime legal, pelo que me referi como item (iii) no §6 deste voto: a ideia que guiou e sustenta parte do regime jurídico do mercado de capitais, com registro das ofertas públicas de *valores mobiliários*, inclui como objetivo dessas instituições o combate a fraudes e a redução de ineficiências decorrentes de inadequada formação de vontade, que podem acontecer quando alguém oferece ao público ativos a serem adquiridos com propósito de investimento. Dificilmente se conceberia, seja em 1933 nos EUA ou 1976 (e mesmo 2001) no Brasil, que haveria ativos como os de que aqui tratamos sendo oferecidos ao público, e não me parece muito crível que as teorias que justificam a existência de autoridades reguladoras de mercado de capitais sejam indissociáveis a estreitezas conceituais nas definições dos ativos que devem estar sujeitos a registro. Porém, qualquer que seja o objetivo da regulação, o meio para tentar alcançá-lo é limitado pela lei⁷.

⁶ De modo similar às considerações sobre a Lei 6.385 não definir o que são *valores mobiliários*, mas apenas os que são sujeitos ao seu regime legal, o inciso IX do art. 2º não define a *expressão* “contrato de investimento coletivo” como aquele que reúne as características dali constantes. Ele dispõe que os contratos de investimento coletivo *que tenham aquelas características* se enquadram no conceito de *valor mobiliário sujeito ao regime legal* do caput do art. 2º.

⁷ Convém deixar expresso que não faço neste voto qualquer afirmação de que seria desejável uma ampliação, ainda que por via legal, nem sobre a adequação do regime atual para a efetivação dos objetivos pretendidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. Para respeitar a limitação legal, então, volto à expectativa de lucro como motivação do investidor, apoiando-me nas palavras da Diretora Marina Copola:

15. Outra coisa é a motivação do investidor. Como destacado pelo Dir. Rel. Gustavo Gonzalez no Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41, trata-se de um critério que tem inspiração no direito norte-americano. Embora este seja um elemento que mereça ser avaliado, não só pelo valor do exercício comparativo, mas porque ele abarca indícios de que o mercado pode ter sido sensibilizado pela proposta do empreendedor, entendo, como o então Diretor Relator, que ele deve ser considerado com muita cautela.

16. Inicialmente porque, como disse, tal critério não integra, nem por exercício de equiparação, o rol de requisitos do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976. Mas, sobretudo, há que se reconhecer que não é porque um indivíduo tinha uma expectativa de investimento diante de um determinado ativo, que essa percepção tem o condão de converter o referido ativo em valor mobiliário.

16. A expectativa do adquirente de um título não tem, como diz a Diretora, o condão de converter o ativo em valor mobiliário. Entendo que isso também pode ser percebido por uma ótica adicional que foca nas ligações entre direitos e expectativas: a consciência de ter um direito gera em seu titular a expectativa das modificações econômicas decorrentes do cumprimento das obrigações correspondentes. Mas a recíproca não é verdadeira: ter expectativa não pressupõe ter direito.

17. Se parece correto dizer que todo valor mobiliário pode ser adquirido por expectativa de valorização, nem toda expectativa de valorização decorre de ter um direito de participação, parceria ou remuneração. Uma pessoa pode adquirir um determinado conjunto de direitos totalmente motivada por expectativa de valorização, que inclusive pode estar ligada e ser em alguma medida decorrente de atividades de terceiros. Pode-se até reconhecer que ao fazê-lo, ela está, numa descrição fática de seus propósitos, fazendo um “investimento” – assim como pode fazer um investimento quem compra dólares, imóveis, antiguidades, obras de arte. Mas é só se esse objeto se enquadrar em uma definição legal de valor mobiliário sujeito ao regime da Lei 6.385, que deve haver tal sujeição. Creio que a expectativa pode ser considerada uma condição necessária para incidência do inciso IX, pois o texto legal fala de um contrato de *investimento*. Mas não é condição suficiente, pois o contrato de investimento *que atrai a competência da CVM* é aquele que atribui à parte (ou adquirente) o direito de parceria, participação ou remuneração.

18. Então, trago por fim as considerações adicionais pelas quais entendo não haver *direito de remuneração*, complementares às já apresentadas nos votos dos Diretores Otto Lobo e Marina Copola. Pela elegante construção do voto do Presidente João Pedro, essa remuneração adviria por dois vetores: o primeiro é a promessa de manutenção do poder de compra, que seria “*uma promessa de remuneração (...) em percentual equivalente a, ao menos, [a extensão] da inflação apurada em determinado período*” (§75). Haveria, assim, o direito a uma remuneração equivalente à inflação do período.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

19. O segundo vetor seria uma relação de causalidade entre o reinvestimento de parte dos rendimentos dos imóveis que lastreiam o ativo “*para ampliação da rede de aceitação e promoção da negociabilidade dos DYNs (...) [para] reduzir o risco de liquidez e incentivar a negociação dos tokens no mercado secundário*” (§70). Essas medidas teriam “*como resultado esperado a redução do risco de liquidez e o incremento da negociabilidade do ativo e, por extensão, a valorização dos DYNs no mercado secundário*” (§80).

20. Sobre a remuneração equivalente à inflação, concordo com as afirmações da Diretora Marina (§10 de seu voto) e do Diretor Otto (§§29-30 de seu voto). A mera manutenção no poder de compra não me parece preencher o conceito de remuneração na acepção em que é prevista para caracterizar o contrato de investimento do inciso nono. Embora de um ponto de vista literal se possa dizer que uma tal manutenção pressupõe a transferência de recursos de uma parte para a outra, o sentido do termo *remuneração* no contexto em que é usado na lei deve pressupor ganho efetivo (ou a expectativa de obtê-lo), assim como o que advém (ou se espera advir) de direito de participação ou parceria. Se houvesse o direito apenas a ter o valor de compra mantido, aí mesmo é que não haveria como enxergar a expectativa de *investimento*. Adicionalmente, os documentos deixam *expresso* que nem mesmo há qualquer direito subjetivo a uma atuação da Dynasty nesse sentido (pelo contrário, há avisos contundentes de que isso é prerrogativa discricionária da emissora). Ou seja, não só é frágil dizer que a estabilidade constitui “remuneração”, como nem mesmo o título prevê qualquer direito a ela a seu adquirente.

21. Sobre o segundo vetor de valorização, da ampliação da rede de aceitação dos DYNs, não discordo de que a descrição do mecanismo no voto do Presidente seja plausível e possa representar, realmente, uma das razões pelas quais os ativos podem vir a valorizar-se no mercado secundário. O que não vejo aí, porém, é que os investidores tenham qualquer *direito* contra os emissores, além do de propriedade do título. Mesmo que tais mecanismos possam compor parte do que faz o ativo vir a ser percebido como mais valioso no mercado secundário, o ativo segue sem prever um direito de receber qualquer contraprestação. E é das estimativas de *se, quando e de quanto* será essa contraprestação que vem a percepção subjetiva dos demais participantes do mercado, determinante da valorização ou desvalorização dos ativos que a Lei 6.385 sujeita a seu regime.

22. Por isso, concordo com a argumentação da Diretora Marina Copola:

11. O mesmo raciocínio se aplica para a adoção de medidas com o objetivo de gerar liquidez, a partir das quais se poderia esperar a “valorização dos DYNs no mercado secundário” (cf. o §80 do voto do Presidente). Tais medidas, embora criem condições para uma negociação com terceiros com potenciais ganhos, não são aptas a gerar um benefício intrínseco ao ativo, decorrente de um “direito de participação, parceria ou remuneração”, como exige a lei.

23. São essas as razões pelas quais entendo não estarem caracterizados os requisitos legais para sujeitar os DYNs ao regime da Lei 6.385 e voto pelo provimento do recurso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III – CONSIDERAÇÕES FINAIS

24. Por fim, aproveito para registrar um alinhamento com parte das ricas reflexões do Diretor Maeda nos §§13 e ss. de seu voto. Há, sem dúvida, uma tendência a participantes dos mercados de fugir da qualificação de ativos como valores mobiliários sujeitos ao regime legal. Realmente, não é sempre que há uma honestidade intelectual plena de mera comparação entre fatos e textos.

25. Como o Diretor conjectura: *“Talvez esse afã, ao menos em parte, venha da incerteza que emissores e empreendedores tenham em relação aos desdobramentos de tamanha qualificação”*. Tenho a mesma impressão. Porém, o que mais me preocupa é a possibilidade de que o peso das consequências de tal classificação esteja excessivo em comparação com os benefícios gerados.

26. A regulação, se cumprir os objetivos que pretende atingir, deveria ser desejável a seus participantes. É claro que indivíduos imbuídos de propósitos ilegítimos, aqueles que a regulação tem o objetivo de combater, não extrairão valor adicional de instituições que atuem adequadamente para melhorar o funcionamento do mercado, evitando violações patrimoniais, aprimorando a formação da vontade dos negócios, reduzindo os custos de sua realização e assegurando seu cumprimento. Mas se a maior parte dos agentes de determinado setor dá sinais de preferir atuar sem o apoio da respectiva infraestrutura regulatória, temo que achar que o erro está apenas neles pode decorrer de viés semelhante aos dos pais que veem o filho marchando fora de ritmo na parada militar e acham que quem está marchando errado é o resto do pelotão.

27. As possibilidades e iniciativas mencionadas pelo Diretor, como uso de plataformas de *crowdfunding* (§19 de seu voto) e projetos de *sandbox* regulatório (§20) são, creio, de suma importância – e mais ainda sua lembrança de que *“requisitos relacionados à infraestrutura de entorno dos tokens poderiam ser relativizados”*, conforme as circunstâncias. Em minha visão, a CVM deve seguir prestigiando essa atitude receptiva às possibilidades e dispensas que as tecnologias permitem, para que as discussões sobre enquadramento ou não de ativos em sua esfera de regulação tenham o sentido invertido. Quanto mais redutora de ineficiências e adequada a seus propósitos, mais interessará aos agentes econômicos sérios *atrair* a competência regulatória e fiscalizatória da CVM, e não o contrário.

Rio de Janeiro, 30 de abril de 2024

João Accioly

Diretor