



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.014289/2022-97

Reg. Col. 3015/24

**Recorrente:** Dynasty Global Investments BR Ltda.

**Assunto:** Recurso contra entendimento da SSE pela caracterização de ativo digital emitido pela Dynasty como contrato de investimento coletivo, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976

#### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Gostaria, em primeiro lugar, de enaltecer os esforços de análise da área técnica, que se traduziram em diversas rodadas de exame do instrumento DYN, e o detalhado voto do Presidente.
2. Tomados em conjunto, esses documentos registram, de maneira bastante completa, o histórico mais recente de discussões envolvendo a interpretação do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976. Eles também evidenciam as dificuldades práticas da identificação da natureza de determinados ativos digitais – um problema que tem se acelerado em razão do avanço dos processos de inovação, da criação de produtos híbridos e do cruzamento de algumas fronteiras.
3. Feito este necessário reconhecimento, é com a devida vênia que registro minha discordância com as conclusões da SSE e do voto do Presidente, pelos motivos expostos abaixo.
4. O primeiro, e mais importante deles, tem a ver com o não preenchimento do requisito de “expectativa de benefício econômico” gerada pelo título. A “expectativa de benefício econômico” é um dos elementos referidos no Parecer de Orientação nº 40/2022 para a caracterização de um criptoativo como contrato de investimento coletivo sob a lei brasileira<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Trata-se de um requisito inspirado no chamado *Howey Test*, utilizado nos Estados Unidos. No Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593, d. em 15/01/2008, o Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, ao discutir o caso das CCB, traça uma espécie de “de-para” entre os elementos do *Howey Test* e aqueles do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

5. Concordo integralmente com o entendimento manifestado pelo Presidente em seu voto, de que, ainda que em outras jurisdições a noção do que constitui “benefício econômico” para a caracterização de um instrumento como valor mobiliário possa ser vista de maneira mais ampla, a Lei nº 6.385/1976 é expressa em exigir que tal expectativa decorra de um “direito de participação, parceria ou remuneração”.

6. Nesses termos, eu cito aqui o referido voto com o intuito de destacar o encadeamento que me parece fundamental na interpretação deste requisito:

“(i) O benefício econômico deve decorrer, necessariamente, de um ‘direito de participação, parceria ou remuneração’ intrínseco ao título ou contrato ofertado;

(ii) A mera expectativa de benefício econômico decorrente, por exemplo, da alienação do ativo no mercado secundário, é insuficiente, por si só, para caracterização de contratos de investimento coletivo;

(iii) O benefício econômico pode advir tanto dos rendimentos decorrentes da distribuição de lucro ou resultados do empreendimento e/ou quanto da valorização do título ou contrato que representa o investimento, contanto que tal valorização seja decorrente de esforços do promotor do empreendimento ou de terceiros;”.

7. Tal trecho articula aquele que é, a meu ver, o caminho mais correto para a interpretação dos limites para a “expectativa de benefício econômico”, e que deveria fechar portas para leituras mais extensivas.

8. Mas é precisamente aqui, na interseção com o caso concreto, que passo a divergir. A SSE e o voto do Presidente traçam uma espécie de correlação entre o sucesso da gestão dos imóveis e o mecanismo de *Buyback and Burn* como gerador de benefício econômico, por entenderem que a expectativa de manutenção do poder de compra dos DYN corresponderia a uma promessa de remuneração pós-fixada, baseada na inflação (cf. o §75 do voto, por exemplo).

9. Eu penso que há uma diferença relevante entre a expectativa de “manutenção do poder de compra” do DYN, e o que poderia ser uma atuação do promotor para sua valorização como ativo financeiro, com a conseqüente geração de uma expectativa de ganho futuro. A meu ver, a estabilização do dito poder de compra por meio de mecanismos que visem atuar em sentido



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

contrário à pressão inflacionária guarda mais semelhança com o papel desempenhado por autoridades monetárias em relação às moedas sob sua responsabilidade, do que daquilo que tipicamente se espera “do empreendedor ou de terceiros” nos termos do inciso IX.

10. Embora a atividade de preservação do valor da moeda e uma promessa de remuneração possam parecer funções semelhantes, elas não são a mesma coisa – a começar pelos objetivos que cada uma delas procura atingir. O modelo que a Dynasty adotou para assegurar que teria recursos para promover a prometida estabilização dos DYN, conforme descrito pela SSE, não muda o cenário para mim no caso concreto.

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<sup>2</sup>.

12. Em ambas as situações, a dificuldade do caso reside justamente no fato de que a Dynasty não permanece passiva quanto ao estabelecimento de um ambiente viável para os DYN. Compreendo as tensões interpretativas que esta ação gera, e não me surpreenderia se, no futuro, outros instrumentos, dotados de configurações ligeiramente diferentes, venham testar os limites do requisito de “expectativa de benefício econômico”, com resultados diversos. No caso concreto, contudo, equiparar os esforços da Dynasty aos de um promotor cuja atuação esteja voltada à valorização dos valores mobiliários, no sentido estrito do termo, me parece incorreto.

13. Desaguamos, então, na questão da forma como o instrumento é divulgado e nas motivações dos indivíduos para adquiri-los. Creio que pesos diferentes devem ser aplicados a cada um desses elementos.

14. O primeiro elemento diz respeito à maneira como o empreendedor ostensivamente se coloca, e que pode, no limite, resultar na caracterização de uma oferta pública. É uma questão

---

<sup>2</sup> Sobre esse ponto, cf. a parte “II” do voto do Dir. Otavio Yazbek no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/6346 (que tratou dos “créditos de carbono”), d. em 07/07/2009.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que se mostra mais grave, uma vez que a oferta pública dos títulos também integra o núcleo do que se considera como contrato de investimento coletivo. Não vi, entretanto, elementos robustos no caso concreto que me levassem a concluir que se estava tratando de uma oferta de produto de investimento em sentido estrito.

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.

17. Em resumo, a análise dos elementos probatórios juntados pela SSE corresponde exatamente ao tipo de exercício metuculoso que se espera que o regulador realize em situações envolvendo criptoativos. Tais elementos só não foram suficientes para que, no caso, eu concluísse que todas as condições para a caracterização do DYN como valor mobiliário tenham sido preenchidas.

18. Daí porque, ante o exposto, entendo que deve ser dado provimento ao recurso.

São Paulo, 16 de abril de 2024.

Marina Copola

**Diretora**