

Howey Digital

Contratos de investimento coletivo em criptoativos e os contratos de investimento coletivo criptográficos

Gustavo Gonzalez

Diretor



As opiniões expostas ao longo desta apresentação são de minha exclusiva responsabilidade e não necessariamente refletem o posicionamento oficial da Comissão de Valores Mobiliários – CVM



Reflexão inicial

“Novas tecnologias são *meios* e não fins em si mesmas. Em muitos casos, a novidade consiste em uma nova roupagem para algo que, em essência, já existia no mercado. Esse fato não desmerece a tecnologia – que, dentre outros benefícios, indiscutivelmente ampliou o acesso dos investidores a produtos e permitiu que muitos serviços passassem a ser prestados de modo melhor ou menos custoso – mas recomenda cautela ao regulador. Muitos dos conceitos-chave da regulação do mercado de capitais foram concebidos de modo propositadamente aberto e, por isso, servem, também, para os produtos e serviços que surgem junto com as novas tecnologias.”

PAS CVM nº 19957.000592/2019-15, j. em 02.07.2020, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez



Os contratos de investimento nos Estados Unidos: *SEC v. W. J. Howey Co*

Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co. (1946)

- Oferta de pequenos terrenos nos quais seria desenvolvido o cultivo de laranja
- Oferta de um contrato de prestação de serviço para cultivo e operação da propriedade
- Contratos formalmente independentes
- Oferta destacava os possíveis retornos do investimento e que não seria economicamente viável que o proprietário explorasse diretamente o seu imóvel.

A Suprema Corte dos EUA destacou que o conceito de contrato de investimento demanda uma análise que sobrepõe a substância econômica à forma jurídica, concluindo que a oferta de terrenos era uma oferta de valores mobiliários.

United Housing Foundation, Inc. v. Forman (1975)

- Venda de ações emitidas por uma sociedade sem fins lucrativos
- Emissora proprietária de moradias destinadas a pessoas de baixa renda
- As ações ofertadas ao público eram vinculadas a imóveis específicos.

A Suprema Corte entendeu que a oferta de ações, em essência, envolveu a venda de imóveis para moradia e não uma oferta de contratos de investimento. Portanto, não deveria estar sujeita ao regime do mercado de capitais.

Georgakopoulos: “Buyers of land in Howey were held to be buyers of securities; buyers of shares in Forman were held to be buyers of land.”^[1] - Ênfase na realidade econômica da operação

[1] GEORGAKOPOULOS, Nicholas. *The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2018, p. 23.



Os valores mobiliários na Lei nº 6.385/1976

A Lei nº 6.385/1976, depois de alterada no fim da década de 90, passa a se valer de uma dupla estratégia:

Lista

- Ações
- Debêntures
- Bônus de subscrição
- Cotas de fundos de investimento em valores mobiliários
- Cotas de clubes de investimento
- Notas comerciais
- Contratos derivativos
- (...)



Conceito aberto

- Contrato de Investimento Coletivo
Art. 2º, 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.



Howey tropical: o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976

“Esse novo conceito [de contrato de investimento coletivo] pode-se dizer que representou verdadeira **revolução** copérnica na regulação do mercado de valores mobiliários - muito embora não se tenha atentado para toda a sua extensão - , 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.

Incorporou-se, então, na realidade brasileira substancialmente o conceito de ‘security’ do direito norte-americano, sem maiores inovações, o que não significa nenhuma crítica, neste particular.”

PA CVM nº RJ2003/0499, j. em 28.08.2003, Dir. Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos



Alguns exemplos de CIC

- Criação de avestruz (PAS CVM no 23/04, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 28.09.2006)
- Participação em direitos de jogadores de futebol (PA CVM nº RJ2014/11253, j. em 30.06.2015)
- Empreendimentos condo-hoteleiros (PA CVM no 19957.004122/2015-99, j. em 12.04.2016)
- Investimento em frações de tempo em empreendimento imobiliário estruturado sob o modelo de multipropriedade - *time sharing* (Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41. Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.04.2019)
- Investimento em estacionamento/ Vagas de garagem (PAS CVM no 19957.006343/2017-63, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 07.05.2019, voto vencedor Dir. Gustavo Gonzalez)
- Eco-empendedorismo em modelo de marketing multinível (PAS CVM nº RJ2016/8381 (19957.008445/2016-32), Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18.02.2020).



CIC: Análise funcional-instrumental

O conceito de contrato de investimento coletivo pode abarcar negócios com diversos formatos nos mais variados setores. Com efeito, **a diversidade de ativos e projetos nos quais os recursos captados mediante ofertas de contratos de investimento coletivo foram investidos no passado é prova eloquente de que a destinação dos recursos, isoladamente considerada, é fator de pouca ou nenhuma relevância para a análise acerca da existência de um CIC.** Laranjas certamente não são valores mobiliários, assim como não o são quartos de hotel, vagas de garagem, bois e avestruzes, para ficar apenas em alguns dos exemplos mais famosos no Brasil.

Do mesmo modo, **o local onde o empreendimento será desenvolvido tende a ser irrelevante para o exame.** As oportunidades de investimento ofertadas em Howey continuariam a ser valores mobiliários caso os laranjais não estivessem na Flórida, mas em São Paulo, assim como a busca da poupança brasileira para um investimento coletivo na engorda de boi pode configurar um contrato de investimento coletivo independentemente do local em que o gado irá pastar.

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



CIC: Análise funcional-instrumental

“[P]ode haver contrato de investimento coletivo mesmo quando a totalidade dos recursos captados é aplicada em outro país na criação, desenvolvimento ou aquisição de ativos ou atividades que não estão sujeitos à disciplina da CVM. Afinal de contas, o conceito tem natureza instrumental e o regime mobiliário não busca proteger laranjas, quartos hotéis, bois ou criptoativos, mas a poupança brasileira.”

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

“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.”

PAS CVM no 19957.006343/2017-63, j. em 07.05.2019, voto vencedor Dir. Gustavo Gonzalez



Decompondo o conceito de CIC

Aporte de recursos	<ul style="list-style-type: none">▪ Dinheiro <u>ou</u> bem suscetível de avaliação econômica
Em um empreendimento coletivo	<ul style="list-style-type: none">▪ Em qualquer segmento de negócios▪ O <i>pool</i> de interesses▪ Comunhão vertical x comunhão horizontal
Expectativa de lucros, decorrentes de um direito de participação, de parceria ou alguma forma de remuneração (inclusive resultante de prestação de serviços)	<ul style="list-style-type: none">▪ Brindes x remuneração▪ 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.



Decompondo o conceito de CIC

Rendimentos advindos (preponderantemente) do esforço do empreendedor ou de terceiros

- A participação do investidor não descaracteriza o contrato de investimento coletivo, desde que os esforços do empreendedor ou de terceiros sejam os predominantes
- Não se pode falar em CIC 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.

Objeto de oferta pública

- Oferta pública x oferta privada
- Os atos de distribuição pública



O velho teste se aplica às novas tecnologias?

“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 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.”



O velho teste se aplica às novas tecnologias?

“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.

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.”

Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 27.10.2020



Os CIC em criptos e os Cripto-CICs

- **CIC em Criptoativos:** oportunidades de investimento em criptoativos que não são valores mobiliários podem, a depender de suas características, consistir em contratos de investimento coletivo.
 - PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.06.2020.
- **Cripto-CICs:** Um criptoativo pode, a depender das suas características, configurar um contrato de investimento coletivo.
 - Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 27.10.2020.
- **A oferta pública de CIC no Brasil está sujeita a registro ou à dispensa de registro na CVM**



Aplicando o “Howey test” em um criptoativo

- **1º Elemento: Oferta Pública**
 - Normalmente o criptoativo é objeto de oferta pública – site na internet, ampla disseminação do *white paper* e de material publicitário, entrevistas etc.

- **2º Elemento: Aporte de dinheiro**
 - Outro requisito que costuma a ser facilmente verificado
 - O fato de o *token* ofertado deve ser pago com uma criptomoeda ou outro criptoativo não altera a conclusão
 - Trata-se, afinal de contas, de um bem suscetível de avaliação econômica

- **3º Elemento: Empreendimento Coletivo**
 - Verificar se existe um empreendimento comum, que será compartilhado pelos titulares dos tokens
 - Ex. existência de fundo de lastro, direito a um percentual dos resultados



Aplicando o “Howey test” em um criptoativo

- **4º Elemento: Expectativa de lucro**
 - Promotor do CIC invariavelmente vai alegar que se trata de um *utility token*, não estando, portanto, sujeito ao regime da Lei nº 6.385/1976
 - 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
 - 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.
 - Importância de se analisar o *whitepaper* e outros materiais utilizados na oferta
 - Há ênfase na utilidade do *token*? Venda direcionada para possíveis usuários? Como se forma o preço do ativo?



Aplicando o “Howey test” em um criptoativo

- **5º Elemento: Resultados do empreendimento comum advindos exclusiva ou preponderantemente dos esforços do empreendedor ou de terceiros**
 - Aspecto mais difícil de analisar
 - Investidores muitas vezes tem um papel a desempenhar
 - EUA
 - Casos DAO e Munchee
 - **Brasil**
 - Caso Iconic (PAS CVM nº 19957.003406/2019-91)
 - **Em todos os casos acima referidos, o regulador local concluiu que o token configurava um valor mobiliário**
 - É importante analisar se existe um participante ativo e examinar a relevância do papel por esse desempenhado



Gustavo Gonzalez

Diretor



dgg@cvm.gov.br

gustavo.machado.gonzalez@gmail.com



<http://www.cvm.gov.br/>



@cvmgovbr | @cvmeducacional



@cvmeducacional



/cvmeducacional

