



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

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.

Diretor: Otto Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. NOTAS INTRODUTÓRIAS

1. Em síntese, trata-se de recurso (“Recurso”)¹ interposto por Dynasty Global Investments BR Ltda. (“Dynasty” ou “Recorrente”), contra o entendimento manifestado pela Superintendência de Securitização e Agronegócio (“SSE”) ou (“Área Técnica”) no Parecer Técnico nº 60/2023-CVM/SSE/GSEC-1 (“Parecer Técnico nº 60”)².
2. Ao analisar consulta formulada pela Dynasty à CVM (“Consulta”)³, a SSE concluiu que os *tokens* emitidos pela Dynasty (“DYNs”) se enquadrariam no conceito de contrato de investimento coletivo (“CIC”) previsto no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, de forma que seriam valores mobiliários sujeitos à regulamentação da CVM.
3. A Dynasty, então, interpôs o Recurso, por meio do qual pretende a reforma do Parecer Técnico nº 60, “*de modo a confirmar, com base nos termos expostos na Consulta apresentada pela Dynasty, que os DYNs não se enquadram no conceito de valor mobiliário previsto no art. 2º da Lei nº 6.385/76, de sorte que sua oferta não esteja sujeita ao registro prévio por esta D. Autarquia*”.

¹ Doc. 1879993.

² Doc. 1840281.

³ Doc. 1652476.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

4. Ressalto que, em sua manifestação de voto proferida na reunião de colegiado do dia 16.04.2024, o Presidente João Pedro Nascimento votou pelo indeferimento do Recurso, ratificando as conclusões do Parecer Técnico nº 60 no sentido de que os DYNs se qualificariam como valores mobiliários⁴. O Diretor Daniel Maeda também votou pelo indeferimento do Recurso.

5. Em manifestação divergente, a Diretora Marina Copola votou pelo deferimento do Recurso, entendendo que não teriam sido preenchidas todas as condições para a caracterização dos DYNs como valores mobiliários⁵. O Diretor João Accioly também votou pelo deferimento do Recurso.

6. Devido à complexidade das questões apresentadas, pedi vista do processo para examiná-lo detalhadamente.

7. Desde já, registro meus elogios aos bem-fundamentados votos manifestados pelo Presidente João Pedro Nascimento e pela Diretora Marina Copola. Ademais, adianto que merece provimento integral o Recurso, por entender, com respeito às opiniões diversas, que, com base nas informações disponíveis a este Colegiado, os DYNs não preenchem integralmente as características necessárias à sua conceituação como valores mobiliários, nos termos do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976.

8. De todo modo, tendo em vista a complexidade deste caso, cuja análise deve tomar como base as informações disponibilizadas pela Recorrente ao público investidor e à CVM, exporei abaixo as ressalvas que reputo necessárias à exata compreensão e análise das peculiaridades deste caso.

II. ELEMENTOS DO CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO

9. Como adiantado, o art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976 define os CICs como valores mobiliários, nestes termos: “*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*

⁴ Doc. 2023146.

⁵ Doc. 2023936.



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

resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (grifou-se).

10. Sobre esse particular, para chegar à conclusão de que os DYNs se qualificariam como valores mobiliários para os fins do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, o Parecer Técnico nº 60 baseou-se no Parecer de Orientação nº 40/2022, por meio do qual a CVM elencou as seguintes características dos CICs que, de acordo com o entendimento deste Colegiado, permitiriam avaliar se determinado título é ou não valor mobiliário:

- (i) **Investimento:** aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica;
- (ii) **Formalização:** título ou contrato que resulta da relação entre investidor e ofertante, independentemente de sua natureza jurídica ou forma específica;
- (iii) **Caráter coletivo do investimento;**
- (iv) **Expectativa de benefício econômico:** seja por direito a alguma forma de participação, parceria ou remuneração, decorrente do sucesso da atividade referida no item (v) a seguir;
- (v) **Esforço de empreendedor ou de terceiro:** benefício econômico resulta da atuação preponderante de terceiro que não o investidor; e
- (vi) **Oferta pública:** esforço de captação de recursos junto à poupança popular.

11. Cumpre analisar cada um desses elementos, para se decidir quanto à sua presença, ou não, no caso concreto.

i. Investimento

12. Nos termos do Parecer Técnico nº 60, a SSE consignou que haveria investimento neste caso, uma vez que, em seu raciocínio, *“há aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica e os compradores vislumbram ganhos com os recebíveis associados aos ativos comercializados”*. Nessa linha, o Presidente João Pedro Nascimento, em seu voto, manifestou que não haveria dúvida quanto à presença desse elemento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

13. No entanto, com respeito à posição da SSE e do Presidente, entendo que os DYNs não ostentam as características típicas de um investimento, que permitiriam sua classificação como valores mobiliários para os fins do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976.

14. Com efeito, em relação aos CICs qualificados como valores mobiliários, verifica-se, como regra geral, uma correlação entre o valor do título e o valor de um correspondente ativo ou serviço investido, pois daí se busca gerar benefício econômico em prol dos investidores.

15. Imagine-se, por exemplo, um fundo de investimento imobiliário (“FII”)⁶ que, com o objetivo de tokenizar e valorizar um imóvel que compõe sua carteira, realiza a emissão de *tokens* representando frações ideais desse imóvel. Nessa hipótese, os valores dos *tokens* e do ativo imobiliário investido estarão atrelados entre si, na medida em que eventual valorização ou desvalorização do imóvel será refletida, em igual proporção, nos respectivos *tokens*.

16. Não é isto, contudo, o que se verifica no presente caso.

17. Isso porque não se constata relação direta entre o valor dos DYNs e o valor dos imóveis adquiridos pela Dynasty através do mecanismo de *Buyback and Burn*, destinado a controlar o volume de DYNs em circulação e, assim, proteger o valor dessa criptomoeda. Vale transcrever a definição do *Buyback and Burn*, apresentada pela Dynasty na Consulta:

Com o fim específico de proteção do poder de compra dos DYNs, a Dynasty adquire ativos imobiliários ao redor do mundo e se utiliza do fluxo de caixa oriundo de tais ativos para implementar mecanismo de *Buyback & Burn*, que consiste, basicamente, na compra de *tokens* em mercado secundário e posterior cancelamento (queima) para incrementar a escassez e, conseqüentemente, incentivar um volume de sua circulação no mercado.

18. Ainda nos termos da Consulta, a Dynasty prossegue para afirmar que o *Buyback and Burn* estabelece “um sistema de controle dos *tokens* em circulação que busca preservar o seu valor, conferindo aos DYNs a confiabilidade necessária para facilitar a sua ampla aceitação por estabelecimentos comerciais”.

19. Em suma, o modelo de negócio da Dynasty consiste na aquisição de ativos imobiliários e, subsequentemente, na utilização do fluxo de caixa decorrente dessas aquisições

⁶ Os FIIs são regulamentados no Anexo Normativo III, da Resolução CVM nº 175/2022. Nos termos de seu art. 2º, *caput*, “O FII é destinado à aplicação em empreendimentos imobiliários, nos termos do art. 40 deste Anexo Normativo III”, enquanto o parágrafo único dispõe que “O FII deve captar recursos por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

para implementar o mecanismo do *Buyback and Burn*, a fim de controlar o volume de circulação dos DYNs no mercado, visando à preservação de seu valor e à garantia de sua confiabilidade perante os estabelecimentos que o aceitam como *tokens* de pagamento⁷.

20. Para o que aqui interessa, nada nesse arranjo negocial sugere alguma correlação direta entre o valor dos DYNs e o valor dos ativos imobiliários adquiridos pela Dynasty — cujo objetivo, frise-se, é apenas garantir determinado volume de circulação e confiabilidade dos DYNs perante o mercado. Resta claro que os valores referentes aos imóveis servem apenas como lastro para os DYNs⁸, o que seria necessário a qualquer moeda, em sua conceituação clássica, independentemente de ser classificada, ou não, como valor mobiliário submetido à regulamentação da CVM. Ainda que as moedas estatais modernas não mais utilizem lastro, sua existência para moedas não estatais — como no caso dos DYNs — pode ser útil para sua estabilização.

21. Por essas razões, divergindo do posicionamento da Área Técnica, não vislumbro neste caso um investimento que autorize qualificar os DYNs como valores mobiliários.

ii. Formalização por título ou contrato

22. Nos termos do Whitepaper⁹, a Dynasty informa que “[n]osso *Smart Contract* é construído pela *blockchain Ethereum*, usando o padrão de *token ERC20*”, com a identificação do endereço desse contrato na *blockchain*¹⁰. Desse modo, não parece haver controvérsia quanto a este segundo ponto, no sentido de que a comercialização dos DYNs pela Dynasty é formalizada contratualmente.

iii. Natureza coletiva

23. Ao indagar se o DYN caracterizaria um investimento coletivo, a resposta do Parecer Técnico nº 60 foi positiva, “na medida em que é oferecido indistintamente e pode ser adquirido

⁷ Ressalte-se que, nos termos da Consulta, “os DYNs possuem a finalidade precípua de serem utilizados como meio de pagamento em um ecossistema que abarca uma série de estabelecimentos comerciais e terminais de pagamento”. (Doc. 1652476).

⁸ Nos termos do Ofício Interno nº 5/2024/CVM/SSE/GSEC-1, a SSE afirmou: “[...] a remuneração recebida pelos detentores dos tokens seria representada pelo aumento na participação dos DYNs em circulação (decorrente do procedimento de *buyback & burn*) e respectiva expectativa de valorização, assim como pelo direito ao detentor do token de fazer parte do “Dynasty Club”, com vantagem e prioridade em relação ao uso da propriedade, além de eventuais outros benefícios/remunerações que o empreendedor venha a conferir aos detentores dos tokens, com base no rendimento proveniente dos imóveis que servem de lastros para os DYNs.” (Doc. 1977382).

⁹ Doc. 1652478.

¹⁰ “Endereço do Contrato” indicado no Whitepaper: “0X65167E381388BC803AA2F22CD99D093068E98007”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

por vários investidores, de modo que os esforços do empreendedor são padronizados e direcionados à coletividade”.

24. Concordo com a conclusão da Área Técnica de que os DYNs têm a característica da coletividade do projeto. Tenho, contudo, duas ressalvas. A primeira é que, chego a ela por fundamentação distinta. Conforme o Colegiado decidiu em julgados recentes¹¹, o caráter *coletivo* dos projetos viabilizados por contratos de investimento coletivo não se refere à circunstância de serem ofertados indistintamente ao público investidor. Essa circunstância caracteriza apenas a oferta pública. A coletividade refere-se às características próprias do projeto que se quer viabilizar com os recursos; deve-se usar os recursos captados em conjunto para um só empreendimento.

25. A segunda ressalva, reportando-me ao item “i” acima, consiste em discordar da premissa de que os DYNs poderiam ser considerados como *investimentos*, para o fim de qualificá-los como valores mobiliários nos termos do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, em razão da aparente inexistência de relação direta entre o valor desses *tokens* e o valor dos ativos imobiliários, adquiridos pela Dynasty para geração de fluxo de caixa e implementação do mecanismo de *Buyback and Burn* — porém, trato dessa questão mais detidamente no tópico seguinte.

iv. Remuneração

26. Sobre esse requisito, a SSE consignou que a aquisição de DYNs pressuporia uma expectativa de retorno por parte dos adquirentes, *“em razão de dois fatores: (a) o esforço da Dynasty para preservar o valor da moeda, de modo a evitar a sua depreciação e volatilidade ao longo do tempo; bem como (b) a eventual valorização do ativo digital no mercado secundário, em razão do fenômeno de oferta e demanda”*¹².

27. Respeitosamente, discordo das conclusões da Área Técnica em tais pontos.

¹¹ 19957.009444/2019-58 (“Rei do Bitcoin”), julgado em 03.10.2023, 19957.008632/2020-01 e 19957.004489/2022-31 (“Harrison”), julgados em conjunto em 14.11.2023, e 19957.010181/2022-2 (“F2C”), julgado em 30.11.2023 (os três relatados pelo Diretor João Accioly). Apresentei voto no caso F2C, mas sem divergir das considerações do relator sobre a distinção entre coletividade do investimento e oferta pública.

¹² Doc. 1880005. Grifou-se.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

28. Em relação ao fator **(a)**, resta claro que os DFNs são apresentados como um “*ativo deflacionário*”¹³, já que o supracitado mecanismo de *Buyback and Burn* visa evitar a depreciação do valor dos DFNs em decorrência da inflação, através da manutenção de um volume ideal de sua circulação desses *tokens* no mercado.¹⁴

29. Penso que esse movimento — cujo objetivo consiste, basicamente, em preservar o poder de compra dos DFNs nos estabelecimentos que o aceitam como *token* de pagamento — não pode ser confundido com uma promessa de remuneração. Trata-se de sutil, mas relevante diferença, entre a manutenção do poder de compra de um ativo e a sua efetiva valorização.

30. A questão, inclusive, foi bem endereçada na manifestação de voto da Diretora Marina Copola, segundo a qual a estratégia de estabilização do poder de compra dos DFNs, buscando evitar desvalorizações causadas pela inflação, assemelha-se à função exercida pelas autoridades monetárias para controlar a cotação das moedas fiduciárias.

31. Em relação ao fator **(b)**, a Área Técnica sustenta que haveria suposta remuneração oferecida aos titulares de DFNs, decorrente de eventual valorização desse *token* no mercado secundário, em razão da lei da oferta e demanda. Ocorre que, conforme o Parecer de Orientação nº 40/2022 — em trecho citado no Parecer Técnico nº 60 —, para que se configure o requisito da expectativa de benefício econômico, caracterizador dos CICs, os resultados devem ser provenientes da atuação do empreendedor ou de terceiros, e não de fatores externos. Veja-se:

O benefício econômico esperado resulta diretamente do resultado do empreendimento (*e.g.*, participação nos resultados do empreendimento), sendo certo que o resultado advém em última análise dos esforços do empreendedor ou de terceiros, **e não de fatores externos, que fogem ao domínio do empreendedor.**

Sendo assim, criptoativos que estabeleçam o direito de seus titulares participarem nos resultados do empreendimento, inclusive por meio de participação ou resgate do capital, acordos de remuneração e recebimento de dividendos, terão, em princípio, preenchido esse requisito.¹⁵

¹³ Doc. 1976366.

¹⁴ Nos termos do Ofício Interno nº 41/2023/CVM/SSE/GSEC-1: “É possível constatar, portanto, que os recursos decorrentes da gestão dos imóveis são investidos de forma a influenciar na valorização/estabilização do preço do ativo. Desse modo, o adquirente do token tem a legítima expectativa de, que, havendo uma gestão eficiente dos imóveis, o risco de perda financeira, ou mesmo da não aceitação do token, estará mitigado”. (Doc. 1880005).

¹⁵ Doc. 1840281. Grifou-se.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

32. No mesmo sentido, em precedente também citado pela Área Técnica, este Colegiado consignou que não há CIC quando a expectativa de valorização do ativo decorra de fatores externos, que não possam ser controlados pelo empreendedor:

A toda evidência, a simples aquisição de um imóvel para investimento – ou seja, com a expectativa de obtenção de renda ou lucro, e não para o uso pelo proprietário – não cria um contrato de investimento coletivo. Esse surge quando investidores aportam recursos (aqui entendido em sentido amplo) em um empreendimento coletivo, **na expectativa de que esse gere lucros decorrentes, sobretudo, dos esforços de terceiros.**

De outro lado, é importante ressaltar que, para a caracterização do contrato de investimento coletivo, 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. Nessa segunda hipótese, não se pode falar em contrato de investimento coletivo 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. [...]¹⁶

33. Desse modo, tendo em vista que (a) os esforços empreendidos pela Dynasty, através do mecanismo do *Buyback and Burn*, buscam preservar o valor dos DYNs contra efeitos deletérios da inflação e não propriamente gerar ganhos sobre o seu valor e (b) a própria Área Técnica afirma que eventual valorização dos DYNs está sujeita à oferta e demanda, não vislumbro neste caso qualquer remuneração aos titulares dos DYNs, que pudesse autorizar sua classificação como valores mobiliários.

v. Remuneração decorrente de esforços do empreendedor ou de terceiros

34. Quanto a esse ponto, o Parecer Técnico nº 60 consignou que “*parece claro que há um esforço da Dynasty para estabilização do valor do ativo no mercado secundário, que é decorrente de seu esforço na gestão dos imóveis que referenciam a emissão dos DYNs*”.

35. Contudo, ao contrário do que observou a Área Técnica, destaco que os imóveis adquiridos e geridos pela Dynasty, para gerar fluxo de caixa destinado à implementação do *Buyback and Burn*, não “referenciam” a emissão dos DYNs. Isso porque, como demonstrado nos comentários ao item ‘i’ acima, não há como constatar correlação direta entre o valor dos DYNs e o valor dos referidos imóveis.

¹⁶ PAS CVM nº 19957.009524/2017-41, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019. Grifou-se.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

36. Não se ignora que a Dynasty realiza esforços destinados a influenciar a cotação dos DYNs no mercado. Ocorre que, conforme comentários ao item ‘iv’ acima, (a) a preservação do valor dos DYNs contra depreciações decorrentes da inflação não se confunde com efetiva remuneração sobre o valor desses ativos e (b) ainda que possa haver, em tese, valorização dos DYNs, essa eventual valorização sujeita-se às leis de oferta e demanda, que não podem ser controladas pela Dynasty.

37. Por essas razões, reputo que não há como atestar a existência, neste caso, de remuneração proveniente de esforços da Dynasty ou de terceiros, visto que a eventual valorização desses ativos depende de fatores externos.

vi. Oferta pública

38. Nos termos do Parecer Técnico nº 60, a Área Técnica entendeu que esse requisito estaria caracterizado, tendo em vista que (i) a divulgação dos DYNs é realizada em página da internet, que cita a existência de oferta pública desses *tokens* entre 2021 e 2024 e (ii) há promoção dos DYNs em redes sociais voltadas ao público brasileiro (Instagram, LinkedIn e Twitter).

39. Por seu turno, em sua manifestação de voto, o Presidente João Pedro Nascimento destacou que “[a] existência de oferta pública é denotada pela intenção do Recorrente em realizar esforços de captação de recursos junto à poupança popular, mediante ampla divulgação realizada pela ofertante em sua página de internet e em redes sociais voltadas para o público brasileiro”.

40. Desse modo, não se denota controvérsia quanto à existência de oferta pública.

III. RESSALVAS NECESSÁRIAS

41. Nos itens anteriores, busquei demonstrar que, segundo as informações disponíveis, não estão integralmente preenchidos os requisitos necessários à classificação dos DYNs como CICs, nos termos do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976.

42. Apesar disso, diante da mencionada complexidade do caso concreto, entendo que duas ressalvas são imprescindíveis para uma interpretação completa da matéria posta à apreciação deste Colegiado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

43. A primeira ressalva consiste no fato de que, à luz do conjunto das informações obtidas pela Área Técnica e fornecidas pela Dynasty, quanto à natureza dos DFNs e, especificamente, ao mecanismo do *Buyback and Burn*, chegou-se à conclusão de que os DFNs não podem ser classificados como valores mobiliários submetidos à regulamentação da CVM. Afinal, não custa ressaltar que, enquanto órgão julgador imparcial, este Colegiado deve se ater ao que está posto nos autos.

44. Sobre esse particular, a própria Dynasty enaltece que a recompra dos DFNs, para incrementar sua escassez no mercado, é uma decisão discricionária, uma faculdade que pode ser exercida a qualquer tempo pela Recorrente, em caráter sigiloso. Vale transcrever os termos do Recurso:

Isso porque, o mecanismo do *Buyback & Burn* utilizado para a decisão de recompra dos DFNs para fins de incrementação de sua escassez no mercado é, antes de tudo, **uma faculdade, que pode ser exercida pela Dynasty a qualquer tempo, de forma totalmente discricionária**, visando a estabelecer um sistema de controle do volume dos DFNs em circulação, com o fim exclusivo de proteger o valor da moeda.

Nesse sentido, a avaliação da necessidade de interferência no mercado para o controle da estabilidade dos DFNs é realizada **de maneira totalmente sigilosa**, por um comitê composto por membros do conselho de administração da companhia juntamente com o CCO (Chief Compliance Officer) dedicado a essa avaliação e sujeito a todas as políticas e controles de confidencialidade formalmente estabelecidos pela Dynasty.

Após a análise do comportamento dos DFNs em circulação, o referido órgão terá a **discricionarietà** para avaliar se tomará a decisão de fazer uso do mecanismo do *Buyback & Burn* para controle de liquidez da moeda.¹⁷

45. No que tange à aplicação das receitas advindas da gestão de seus ativos imobiliários, a Dynasty informou que tais recursos poderiam ser destinados para diversas finalidades, desde que sejam empregados em benefício do ecossistema de pagamento desenvolvido por ela¹⁸.

46. Dessa forma — ainda que o Whitepaper registre que “*DFNs não devem ser comprados com o propósito de lucro na potencial valorização dos próprios DFNs*” e que “*DFNs não*

¹⁷ Doc. 1879993. Grifou-se.

¹⁸ Nos termos do Parecer Técnico nº 60: “[o]s recursos obtidos com a gestão dos imóveis podem ser destinados para finalidade diversa da aquisição de DFNs, desde que sejam utilizados em benefício do ecossistema de pagamento desenvolvido pela Dynasty, como, por exemplo: (i) no aporte de recursos visando o aumento do volume da rede de aceitação dos tokens no mercado; (ii) na entrada da Companhia em novos mercados internacionais; (iii) na listagem dos DFNs em diferentes corretoras (*exchanges*); (iv) em ações de marketing para demonstrar a utilidade do ativo enquanto meio de pagamento, dentre outras medidas adotadas para desenvolver a rede de transações idealizada pela Dynasty bem como a manutenção de sua estrutura operacional; [...]”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

*garantem nenhum retorno aos detentores de tokens*¹⁹ —, o ponto crucial é que não está definido se os recursos obtidos pela Dynasty, mediante a aquisição de ativos imobiliários, serão empregados tão somente para manter a estabilização do valor dos DYNs; ou se tais recursos serão implementados para aumentar o valor desses *tokens*.

47. O Whitepaper tampouco define se o aporte de recursos oriundos dos ativos imobiliários será realizado em periodicidade determinada ou, em caso positivo, qual seria essa periodicidade — afinal, como visto, trata-se de uma faculdade, uma decisão discricionária e sigilosa da Recorrente.

48. No presente caso, não há indícios claros e convergentes de que o mecanismo de *Buyback and Burn* esteja sendo empregado como uma forma escamoteada de transferência de recursos para os detentores dos DYNs. Em um cenário meramente hipotético, no qual a Recorrente utilizasse esse mecanismo, em periodicidade definida (ex.: mensalmente), para transferir rendimentos (ex.: decorrentes de eventual locação dos imóveis para terceiros) aos detentores dos DYNs, gerando efetiva valorização desses *tokens*, nesta hipótese haveria de fato um investimento que caracterizaria os DYNs como valores mobiliários. Porém, repita-se, nada indica que isso seja efetivamente realizado pela Dynasty.

49. Nesse ponto, prestigio o raciocínio desenvolvido na manifestação de voto do Diretor Daniel Maeda, no sentido de que, caso o mecanismo de *Buyback and Burn* não se destinasse exclusivamente à preservação de valor dos DYNs, mas sim à sua efetiva valorização, os *tokens* passariam a ter a natureza de um investimento, sobre o qual os investidores passariam a ter expectativa de retorno suscetível de apreciação econômica. Concordo com este racional.

50. No entanto, minha respeitosa discordância provém do fato de que, não obstante a retórica da publicidade veiculada pela Dynasty, cotejada com os demais elementos probatórios dos autos, não vislumbro prova concreta de que o mecanismo de *Buyback and Burn* seja, efetivamente, usado para promover a valorização dos DYNs. Entendo que presumir esse fato não seria o melhor caminho, seja do ponto de vista da necessidade de se decidir baseado na

¹⁹ Com efeito, essas afirmações parecem contradizer a publicidade veiculada pela Dynasty em redes sociais, nas quais chegou a atestar que “[d]iferentemente do Real, [o DYN] não perderá valor com o tempo, mas ganhará” (Doc. 1976366) e que “[c]om o capital obtido do aluguel dos ativos imobiliários, os tokens podem ser queimados para gerar escassez e, portanto, aumentar o poder de compra da cripto” (Doc. 1976367).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

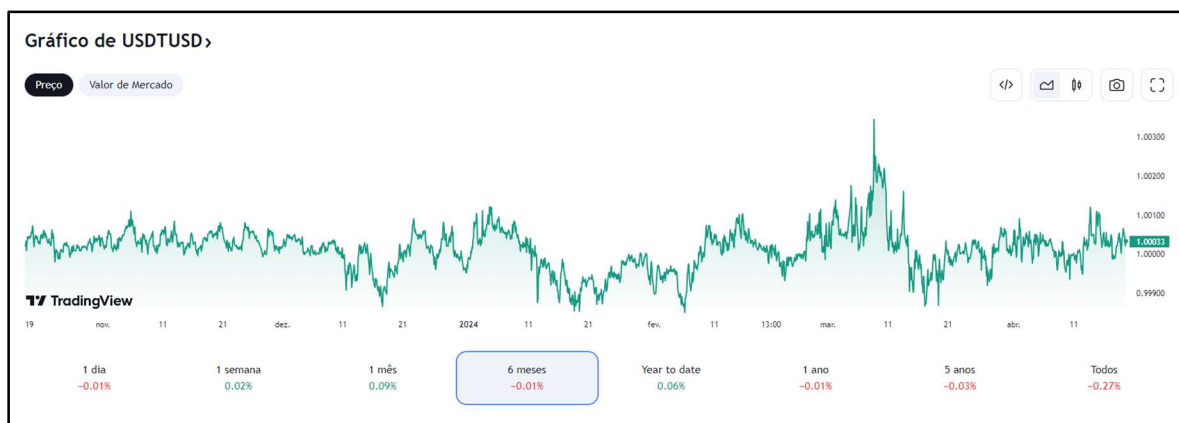
www.cvm.gov.br

verdade real ou no necessário cuidado que se impõe de não se dificultar, desnecessariamente, o desenvolvimento de um novo mercado baseado em inovação tecnológica.

51. A segunda ressalva diz respeito à ausência de especificação do parâmetro usado para a estabilização do valor dos DYNs.

52. Sobre esse particular, nos termos do Parecer Técnico nº 60, a Dynasty apresenta-se ao mercado como “*agente estabilizador dos DYNs*”, pois, como visto, emprega o mecanismo do *Buyback and Burn* com o declarado objetivo de estabilizar o valor desses ativos, evitando perdas decorrentes da inflação. No entanto, a Recorrente não especifica qual seria a métrica — se é que há alguma (ex.: um determinado índice de correção monetária) — na qual se baseia para manter o valor dos DYNs estável.

53. A título de comparação, vale mencionar o Tether USDt (USDT), uma criptomoeda lastreada no preço do dólar norte-americano. Em razão desse lastro específico, o valor dessa criptomoeda mantém-se próximo à cotação do dólar, salvo pontuais oscilações, conforme se observa no gráfico abaixo, que indica o preço da USDT ao longo dos últimos 6 meses²⁰:



54. Não foi apresentada qualquer informação semelhante em relação aos DYNs, de modo que não estão definidos os critérios utilizados pela Dynasty para regular a citada estabilidade desses *tokens*. Em analogia ao USDT, se a estabilidade dos DYNs fosse medida em relação ao valor do real, o valor de um DYN deveria se manter próximo de R\$ 1,00, salvo pequenas oscilações. Porém, frise-se, não é isto o que ocorre no presente caso.

²⁰ Disponível em: <<https://br.tradingview.com/symbols/USDTUSD/>>. Acesso em: 19.04.2024.



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

55. Feitas essas ressalvas, considerando as informações concretas que constam nos autos²¹, é possível elencar as seguintes características da atividade desenvolvida pela Dynasty, dos DYNs e do mecanismo de *Buyback and Burn*: (i) não é oferecido ou gerado, em favor dos titulares de DYNs, qualquer direito de participação, parceria ou remuneração; (ii) o mecanismo de *Buyback and Burn* é implementado, exclusivamente, para o controle dos DYNs em circulação; (iii) o mecanismo de *Buyback and Burn*, em hipótese nenhuma, deve ser utilizado com a finalidade de elevar artificialmente o valor dos DYNs; e (iv) eventuais valorizações não cotação dos DYNs no mercado secundário, caso ocorram, são decorrentes do fenômeno de oferta e demanda e da livre flutuação de mercado.

56. Tendo em vista as características listadas acima — e alertando a Dynasty para que não seja veiculada qualquer publicidade que contrarie as supracitadas características —, não se pode qualificar os DYNs como valores mobiliários.

57. De todo modo, em cautelosa análise do cenário atual e dos dados disponibilizados, é este o meu entendimento.

IV. CONCLUSÃO

58. Por todo o exposto, entendo não ser possível considerar os DYNs como valores mobiliários para os fins do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, razão pela qual voto pelo provimento integral do Recurso.

Rio de Janeiro, 30 de abril de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor

²¹ Cf. docs. 1652476, 1742269, 1652478 e 1879993.