



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 Nº 19957.014289/2022-97

Reg. Col. nº 3015/24

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.

Voto: Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. ORIGEM

1. Trata-se de recurso¹ (“Recurso”) interposto por DYNASTY GLOBAL INVESTMENTS BR LTDA. (“Dynasty” ou “Recorrente”), contra o entendimento da Superintendência de Securitização e Agronegócio (“SSE” ou “Área Técnica”), manifestado no Parecer Técnico nº 60/2023-CVM/SSE/GSEC-1 (“Parecer Técnico nº 60”)².

2. Na origem, o ora Recorrente apresentou consulta³ (“Consulta”) acerca da adequação de seu entendimento de que os *tokens* emitidos pela Dynasty (“DYNs”) “*não se enquadram no conceito de valor mobiliário previsto no art. 2º da Lei 6.385/76, de sorte que sua oferta não esteja sujeita a registro prévio por esta D. Autarquia*”. Na referida consulta, a Recorrente destacou que os DYNs teriam como finalidade precípua operar como meio de pagamento em um ecossistema desenvolvido pela Dynasty.

3. Após examinar as características do ativo e os argumentos trazidos pelos consulentes, a Área Técnica elaborou o Parecer Técnico nº 60, tendo concluído que

¹ Doc. 1879993.

² O Parecer Técnico nº 60 (Doc. 1840281) foi encaminhado à Recorrente por meio do Ofício nº 143/2023/CVM/SSE/GSEC-1 (Doc. 1849271), em 15/08/2023.

³ Anexo Consulta CVM - Dynasty Global (Doc. 1652476).



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

estariam presentes os requisitos caracterizadores de um contrato de investimento coletivo (“CIC”), quais sejam:

*“a) **Haveria investimento?** Sim, há aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica e os compradores vislumbram ganhos com os recebíveis associados aos ativos comercializados.*

*b) **Esse investimento seria formalizado por um título, ou por um contrato?** Sim, qualquer formalização realizada entre os investidores e a Dynasty, já cumpriria esse papel. Cabe acrescentar que, no caso concreto, o investimento é formalizado com a aquisição de um token. De acordo com o white paper os tokens da Dynasty (DYNs) são emitidos na plataforma Ethereum por meio do contrato inteligente ERC20. O endereço de contrato inteligente (smart contract) dos tokens DYNs na plataforma Ethereum é (...).*

*c) **O investimento seria coletivo?** Sim, na medida em que é oferecido indistintamente e pode ser adquirido por vários investidores, de modo que os esforços do empreendedor são padronizados e direcionados à coletividade.*

*d) **Alguma forma de remuneração seria oferecida aos investidores?** Sim, pressupõe-se a existência de expectativa de retorno, em virtude dos (i) esforços de preservação do valor da moeda, evitando sua depreciação e volatilidade ao longo do tempo ou (ii) por meio de eventual valorização do ativo digital no mercado secundário, dadas as pressões de oferta e demanda.*

*e) **A remuneração oferecida teria origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?** Com base nas informações fornecidas, 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. A utilização (gestão) dos referidos imóveis gera receitas financeiras que, por sua vez, viabilizam o mecanismo de Buyback & Burn. Além disso, a Dynasty atuará oferecendo vantagem aos revendedores para aceitar e manter DYNs, nos parecendo coerente imaginar que haveria potencial apreciação de valor dos DYNs, em virtude da redução do risco de liquidez (maior número de revendedores aceitando e mantendo DYNs, incrementando a negociabilidade do ativo e, conseqüentemente, estimulando o mercado secundário).*

*f) **Há caracterização de oferta pública?** Sim, entendemos que restaria caracterizada a oferta pública tendo em vista que a divulgação ocorre por meio de página de internet que cita a existência de oferta pública de DYNs entre 2021 e 2024, além disso, existe promoção do token em redes sociais voltadas para o público brasileiro (...).”*

4. Dessa forma, a SSE manifestou sua posição de que os DYNs estariam



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

enquadrados no conceito aberto de valor mobiliário, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976⁴, e, portanto, sujeitos às regras do mercado mobiliário e à competência da CVM.

5. Em 05/09/2023⁵, a Dynasty interpôs, tempestivamente, o presente Recurso, com fundamento no art. 2º da Resolução CVM nº 46/2021⁶, em face do entendimento exarado no Parecer Técnico nº 60 da SSE pela caracterização dos DFNs como CICs. Nesse sentido, a Recorrente argumenta, em síntese, que:

- (i) “[A] Dynasty assume, (...) enquanto emissor central dos tokens, funções similares à de bancos centrais no que se refere às moedas fiduciárias. Isto é, assim como os referidos órgãos, atua de forma discricionária para manutenção do poder de compra da moeda”;
- (ii) “[O] esforço da Dynasty no que diz respeito à preservação dos DFNs nada tem a ver com uma garantia de remuneração estabelecida aos adquirentes dos tokens, mas sim um procedimento de manutenção de seu bom funcionamento no mercado, aumentando a possibilidade da proteção do token em cenários adversos”;
- (iii) A execução do mecanismo do *Buyback & Burn* “não implica necessariamente em uma valorização dos DFNs”. Seria, ao revés, “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”;
- (iv) “[E]m nenhum momento no âmbito da emissão dos DFNs, a Dynasty

⁴ “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”.

⁵ Doc. 1879991.

⁶ “Art. 2º Das decisões proferidas pelas Superintendências da Comissão de Valores Mobiliários – CVM cabe recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias úteis, contados da sua ciência pelo interessado. Parágrafo único. O disposto no caput também se aplica a opiniões, manifestações de entendimento e pareceres das Superintendências, exceto quando proferidas de modo a subsidiar necessária decisão posterior do Colegiado sobre o mesmo objeto”.



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

promete ao adquirente dos tokens a garantia de sua valorização, não havendo que se cogitar na expectativa de qualquer rendimento advindo do ativo”. Inclusive, teria ajustado “o White Paper de divulgação dos DYNs, deixando claro e expresso aos potenciais interessados em adquiri-los que a atuação da Dynasty jamais resultará em uma valorização, retirando assim qualquer expectativa nesse sentido que possa existir por parte dos investidores”⁷; e

- (v) *“A valorização do ativo no mercado secundário não pode ser considerada para fins de preenchimento do Howey Test, conforme precedentes da CVM”. Nesse sentido, argumenta que “as pressões de oferta e demanda no mercado secundário fogem claramente ao domínio do empreendedor, de modo que não poderiam ser levadas em consideração no processo de verificação de remuneração oferecida aos adquirentes dos DYNs”.*

6. Em 26.01.2024, por meio do Ofício Interno nº 41/2023/CVM/SSE/SEC-1⁸ (“Ofício Interno nº 41”), a SSE analisou as razões do Recurso apresentado e, repisando os argumentos apresentados no Parecer nº 60, propôs o indeferimento do pedido, mantendo o entendimento de que os DYNs enquadram-se no conceito de valor mobiliário, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976.

7. Em 06.02.2024, o Colegiado deu início à análise do Recurso, ocasião em que solicitei vista deste Processo. Em 09.02.2024, em linha com as discussões ocorridas na referida reunião, solicitei⁹ que a SSE complementasse a instrução processual.

8. Em 15.03.2024, em complemento ao Ofício Interno nº 41, a SSE apresentou o

⁷ A SSE apontou, todavia, que não há no White Paper menção “*express[a] aos potenciais interessados em adquiri-los que a atuação da Dynasty jamais resultará em uma valorização*”, apesar de consignar que os adquirentes não deveriam comprá-los com a objetivo de obter retorno com potencial valorização do ativo. Doc. 1880005, §46.

⁸ Doc 1880005.

⁹ Doc. 1973820.



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

Ofício Interno nº 5/2024/CVM/SSE/GSEC-1 (“Ofício nº 5”)¹⁰, por meio do qual, a Área Técnica, basicamente:

- (i) Complementou o histórico existente entre a CVM e a Dynasty, referenciando o Processo Administrativo CVM nº 19957.000645/2018-17, aberto em 2018 pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, que analisou a existência de suposta oferta pública de valores mobiliários pela Recorrente no Brasil, isto é, a oferta pública de DYNs para brasileiros. Na ocasião, a Recorrente informou que não pretendia ofertar publicamente os DYNs no Brasil (e tampouco, portanto, solicitar o registro da oferta) e se comprometeu a adotar providências para prevenir a oferta e mitigar o acesso de brasileiros aos referidos *tokens*¹¹. **Ao final, a SRE emitiu o Ofício de Alerta nº 12/2018/CVM/SRE/GER-3 e arquivou o processo.**
- (ii) Apresentou um conjunto de notícias veiculadas, com informações e declarações apresentadas por representantes da Dynasty¹², bem como postagens realizadas nas redes sociais da Recorrente¹³ sobre o plano de negócios proposto, as características e o funcionamento dos DYNs. Na visão da SSE, tais documentos demonstram que “os DYNs geram legitimamente a expectativa de rendimentos em seus investidores, uma vez que qualquer recurso obtido com os imóveis deve ser utilizado em “benefício do ecossistema de pagamento desenvolvido pela Dynasty”¹⁴.

Além disso, a Área Técnica afirma que “a remuneração recebida pelos

¹⁰ Doc. 1977382.

¹¹ Nesse sentido, a Dynasty comprometeu-se a não solicitar a confirmação do domicílio fiscal do investidor e dos interessados em assinar a newsletter e, sendo no Brasil, esclareceria que a oferta não estava destinada a investidores brasileiros, e excluiram do sítio da empresa na internet as informações que, na época, estavam em português. (conforme Processo Administrativo CVM nº 19957.000645/2018-17, Doc. 0431761).

¹² Docs. 1974123, 1974149, 1974169, 1974172, 1975549, 1998697.

¹³ Docs. 1976359, 1976360, 1976361, 1976362, 1976363, 1976364, 1976365, 1976366, 1976367, 1998641, 1998643.

¹⁴ Docs. 1977382, §13.



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

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"¹⁵. A SSE destacou, ainda, que “a expectativa de valorização oferecida com a recompra dos *tokens* se caracteriza pela preservação do poder de compra ao classificar os DYN como deflacionários. Ou seja, pode-se inferir objetivamente que há propaganda intensa no sentido de se valorizar os DYN pelo índice de inflação e, portanto, uma remuneração nominal pós-fixada"¹⁶.

(iii) Acostou exemplos de reclamações¹⁷ evidenciando que “os compradores dos DYN adquiriram o *token* com o objetivo de investimento, não para usarem como meio de pagamento. Além disso, percebe-se que existiu um esforço de venda e pós-venda por parte da Dynasty. Ainda, uma das reclamações menciona que o comprador dos DYN estaria correndo o risco de perder seu apartamento, evidenciando que o montante investido era significativo para aquele investidor”¹⁸.

(iv) Trouxe considerações sobre o memorando elaborado pela autoridade suíça sobre os DYNs, destacando que “além de considerar os DYNs como *tokens* de pagamento, **a referida autoridade suíça deixou claro seu entendimento de que não poderia ser descartado o fato de que o cenário apresentado envolveria um contrato de investimento**

¹⁵ Doc. 1977382, §19.

¹⁶ Doc. 1977382, § 20.

¹⁷ Docs. 1995709, 1995710, 1995711.

¹⁸ Doc. 1977382, § 23.



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

coletivo”¹⁹. Nesse sentido, a Área Técnica fez referência à sessão 3 do Parecer de Orientação nº 40, que destacou a possibilidade de *tokens* serem de um *token* em mais de uma categoria (e.g., *payment token* e *security token*).

- (v) Ponderou “que a utilidade do *token* como meio de pagamento ainda não está disponível de forma efetiva para os titulares dos tokens, que as transações como meio de pagamento estão em fase de testes e **que o desenvolvimento da rede de parceiros que aceitem os DYNs como forma de pagamento dependerá do esforço da Dynasty**, assim como, **que o objetivo dos compradores do *token* é de auferir ganhos com a valorização do ativo**”²⁰. Concluindo que, “fica ainda mais claro que o **DYN tem mais características de *token* referenciado a ativos imobiliários do que *token* de pagamento**”²¹.
- (vi) Por fim, pontuou que “[a] área técnica da SEC destaca, no texto acima, que no caso de um ativo digital onde um comprador espera obter retorno através da venda com ganho no mercado secundário, cuja valorização do ativo será decorrente de esforços de terceiros, o "Howey test" (nos quesitos de "expectativa de retorno econômico decorrente de esforço de terceiros") estará atendido, sendo o ativo caracterizado como valor mobiliário. Tal entendimento encontra-se totalmente alinhado àquele descrito no Parecer de Orientação CVM nº 40 (<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/parecerorientacao/pare040.html>), já mencionado e analisado no Ofício Interno 41²²”.

¹⁹ Doc. 1977382, § 25.

²⁰ Doc. 1977382, § 46.

²¹ Doc. 1977382, § 48.

²² Doc. 1977382, § 51.



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

II. MÉRITO

9. Passo, então, à análise do mérito do Recurso. No presente caso, a controvérsia cinge-se a determinar se os DYNs, *tokens* emitidos pela Dynasty, possuem natureza jurídica de valor mobiliário, avaliando a sua eventual caracterização como contratos de investimento coletivo, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976.

(i) *Considerações gerais sobre os contratos de investimento coletivo envolvendo criptoativos*

10. A regulação e a jurisprudência administrativa da CVM têm se atualizado em busca de conferir maior clareza e previsibilidade sobre o que se enquadra no conceito de valor mobiliário, especialmente no que se refere aos CICs e suas múltiplas facetas²³. O conceito de valor mobiliário tem natureza funcional-instrumental, sendo fundamental para delimitar o regime mobiliário e, conseqüentemente, a competência da CVM²⁴.

11. Recentemente, por meio da edição de pareceres de orientação²⁵ e ofícios-circulares²⁶ e da emissão de *stop orders*²⁷, a CVM tem provido recomendações e orientações claras e precisas aos agentes de mercado quanto às interseções entre o

²³ Nesse sentido, v. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do; PALIS, Pedro. “Novos contratos de investimento coletivo: evolução conceitual, ofertas irregulares e a atuação da CVM”. In: *Temas de Direito Empresarial: Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 407.

²⁴ Como já tive oportunidade de opinar academicamente, “A introdução do conceito de contrato de investimento coletivo promoveu a transição de uma concepção fechada estanque de valor mobiliário para uma visão aberta, funcional e instrumental de valor mobiliário”. (NASCIMENTO, João Pedro; DAMIANI, Maria Gabriela; THIENGO, Pedro. Os primeiros passos em direção à regulação dos criptoativos no mercado de capitais. In: FRAZÃO, Ana; CASTRO, Rodrigo; CAMPINHO, Sérgio (org.). *Direito Empresarial e suas interfaces – Vol. III*. São Paulo, Quartier Latin, 2022, p. 599). Ver também PA CVM nº RJ2003/0499, Dir. Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos, julgado em 28/08/2003.

²⁵ Parecer de Orientação CVM nº 40, de 11 de outubro de 2022, acerca dos criptoativos e o mercado de valores mobiliários.

²⁶ Ofícios-Circulares nº 4 e 6/2023/CVM/SSE, acerca da caracterização dos “*tokens* de recebíveis” ou “*tokens* de renda fixa” como valores mobiliários.

²⁷ Cita-se, por exemplo, as Deliberações CVM nº 785/2017 (HashCoin Brasil), 821/2019 (Lex Tokens), 826/2019 (Atlas Quantum), 828/2019 (Trader Group), 830/2019 (Bitcurrency), 831/2019 (WeMake Capital), 837/2019 (Stratum) e 839/2019 (LTX Crypto).



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

mercado de capitais e a criptoeconomia, inclusive quanto aos critérios utilizados pela Autarquia para caracterizar determinado produto e/ou oportunidade de investimento envolvendo criptoativos como CIC.

12. Em especial, o Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 buscou consolidar e sistematizar o entendimento da CVM sobre as normas aplicáveis aos criptoativos que forem valores mobiliários, de modo a fomentar o desenvolvimento desses ativos em um ambiente organizado, transparente e íntegro, com aderência a princípios constitucionais e legais relevantes.

13. A CVM vem adotando uma abordagem funcional para organizar os *tokens* de acordo com certos critérios de taxonomia: (i) **token de pagamento** (*cryptocurrency ou payment token*); (ii) **token de utilidade** (*utility token*); e (iii) **token referenciado a ativo** (*asset-backed token*). Não obstante, tais categorias não são exclusivas ou estanques, de modo que um criptoativo pode enquadrar-se em uma ou mais categorias ou, ainda, seu enquadramento pode-se alterar ao longo do tempo, a depender das funções que desempenha e dos direitos a ele associados.

14. Ainda que os criptoativos não estejam expressamente incluídos entre os valores mobiliários arrolados nos incisos do art. 2º da Lei nº 6.385/76, tais ativos serão valores mobiliários quando: (i) forem a representação digital de algum dos valores mobiliários previstos taxativamente nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, previstos na Lei nº 14.430/2022 (*i.e.*, certificados de recebíveis em geral) e/ou previstos em lei específica; ou (ii) enquadrarem-se no conceito aberto de valor mobiliário do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, na medida em que seja contrato de investimento coletivo.

15. Além das orientações e recomendações emanadas no âmbito dos pareceres e ofícios circulares editados, o Colegiado da CVM também já teve a oportunidade de se manifestar sobre a caracterização de criptoativos e outros ativos virtuais no âmbito da atividade sancionadora.



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

16. Em diversos precedentes²⁸, o Colegiado da CVM já reconheceu a caracterização de CIC em oportunidades de investimento relacionadas a criptoativos e outros ativos digitais, quando tratava-se da representação digital de valores mobiliários ou presentes os elementos caracterizadores do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.404/1976.

17. Nesse sentido, para fins de caracterização de um CIC, o Colegiado da CVM tem reiteradamente considerado as seguintes características de um contrato de investimento coletivo para decidir se determinado título é ou não um 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 resultante da atuação preponderante de terceiro que não o investidor; e
- (VI) **Oferta pública:** esforço de captação de recursos junto à poupança popular.

18. Feitas as considerações teóricas acima, cumpre-nos avaliar as principais características dos DYNs para, posteriormente, verificar seu enquadramento ou não como CICs e, portanto, valor mobiliário.

²⁸ Nesse sentido, cito os seguintes precedentes apreciados por este Colegiado: (i) PA CVM nº 19957.010938/2017-13, decidido em 30/01/2018 (Niobium Coin); (ii) PAS CVM nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/06/2020 (G44 EIRELI); (iii) PAS CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 27/10/2020 (ICONIC); (iv) PAS CVM nº 19957.007433/2020-77, de minha relatoria, j. em 04/04/2023 (Soluções Exponenciais e Skoben Capital); e (v) PAS CVM nº 19957.002835/2022-47, de minha relatoria, j. em 29/08/2023 (G.A.S. Consultoria e Tecnologia Ltda).



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

(ii) *Das propriedades do ativo ofertado*

19. De acordo com o *Whitepaper*²⁹, os DYNs seriam *tokens* de pagamento com referência no mercado imobiliário global, projetados para acomodar uma ampla gama de transações no ecossistema de pagamentos, permitindo aos seus titulares a conversão do dinheiro de e para DYNs com o suporte da tecnologia *blockchain*.

20. Segundo a Recorrente, o ecossistema de pagamentos desenvolvido é essencialmente baseado no modelo de recompra e queima discricionário (“*Buyback & Burn*”), que consiste na compra de *tokens* em mercado secundário e posterior cancelamento (queima) para incrementar a escassez e, assim, controlar o volume ideal de circulação de DYNs no mercado³⁰. O processo seria, na concepção da Recorrente, uma solução para preservar o valor da moeda e para incentivar a sua ampla aceitação por estabelecimentos comerciais.

21. Nesse modelo de negócios, com os recursos captados mediante a emissão dos DYNs, a emissora dos *tokens* adquire ativos imobiliários ao redor do mundo e, com as receitas advindas da gestão imobiliária de tais imóveis, constitui fundo de reserva, cujos recursos podem ser aplicados discricionariamente na implementação do mecanismo de *Buyback & Burn*.

22. Quanto à aplicação das receitas advindas da gestão dos ativos imobiliários, a Dynasty esclareceu que tais recursos poderiam ser destinados para finalidade diversa da aquisição de DYNs, desde que sejam utilizados em benefício do ecossistema de pagamento desenvolvido pela Dynasty. Os recursos poderiam ser destinados “(i) no

²⁹ Doc. 1652478.

³⁰ “Nosso *Buyback & burn* é discricionário - ou seja, livre de condições, periodicidade e restrições. Nós adquirimos os ativos do Mercado Imobiliário em diversas localizações ao redor do mundo com os fundos das vendas dos *tokens* DYNs. listados. Podemos ainda reinvestir o fluxo de caixa decorrente dos ativos imobiliários na preservação de valor dos DYNs, por meio de recompra dos *tokens*, a fim de garantir a manutenção de seu volume ideal de circulação. Por fim, nós transferimos aqueles *tokens* da tesouraria da Dynasty para uma carteira de queima que é especificada em nosso smart contract. Quando os DYNs entram na carteira, eles são queimados, ou seja, destruídos para sempre da *Blockchain* e, portanto, retirados de circulação”. (Whitepaper, p.12)



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

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 DYNs 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 Companhia bem como a manutenção de sua estrutura operacional³¹ (grifei).

23. Além disso, o titular de DYNs terá o direito de participar do Dynasty Club, que garante vantagens e prioridades na utilização de propriedades da Recorrente, conforme critério e condições a serem definidos pela Dynasty³².

(iii) Da caracterização dos DYNs como CIC

24. Feitas essas considerações, cumpre então cotejar as características específicas dos *tokens* DYNs, de modo a verificar a sua eventual caracterização como CIC, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976.

25. De plano, nota-se que o modelo proposto pela Dynasty pressupõe o aporte de recursos financeiros pelos investidores, formalizados com a aquisição dos *tokens*, que atribui ao adquirente a propriedade de um título eletrônico. Também é evidente tratar-se de empreendimento coletivo, na medida em que os esforços do empreendedor são padronizados e direcionados à coletividade dos investidores que adquirem os *tokens*.

26. 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.

27. No caso concreto, não há dúvidas quanto à presença dos seguintes elementos dos

³¹ Doc. 1742269.

³² Whitepaper, versão 3.4, junho, 2022, p. 2 e 16, e Doc. 1974149.



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

CICs: (i) **investimento**; (ii) **formalização**; (iii) **caráter coletivo do investimento**; e (vi) **oferta pública**. A existência destes elementos sequer é contestada pelo Recorrente, cuja argumentação é centrada em questionar as conclusões da Área Técnica quanto aos requisitos associados à (iv) **expectativa de benefício econômico, decorrente de direito de participação, parceria ou remuneração**; e ao (v) **esforço de empreendedor ou de terceiro**. Nessa esteira, passo a aprofundar o exame desses requisitos à luz das características específicas do ativo ofertado.

(A) Expectativa de benefício econômico

(A.1) Precedentes e Considerações Teóricas

28. A análise acerca da existência de “expectativa de benefício econômico” quando da avaliação se determinado criptoativo enquadra-se no conceito de contrato de investimento coletivo não é, em muitos casos, uma tarefa simples.

29. Isto porque, a tecnologia ampliou o rol de arranjos possíveis para os CICs³³, de modo que os modelos clássicos de benefício econômico, tais como o direito de participar nos resultados por meio do recebimento de dividendos ou lucros,³⁴ ou de receber uma remuneração, por exemplo, por meio de um percentual fixo ou variável preestabelecido³⁵,

³³ No PAS CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22.04.2019, a empreendedora constituiu um fundo de lastro, destinatário de 35% dos resultados do empreendimento, tendo os investidores a possibilidade de liquidação dos NICs em troca da fração equivalente do patrimônio do fundo. Na jurisprudência da SEC, vale referenciar o paradigmático caso da *Munchee*, no qual os *MUN tokens* serviriam para remunerar usuários de plataforma de compartilhamento de informações por avaliações postadas, informações sobre restaurantes e revisões das avaliações elaboradas pelos seus pares. De igual forma, os *MUN tokens* poderiam desempenhar funções associadas ao consumo nos restaurantes integrantes de uma rede conveniada, com possibilidade de os estabelecimentos pagarem para anunciar na plataforma. (*UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Administrative proceeding No. 3-18304. Washington, 11.12.2017.* Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>. Acesso em 05.04.2024.)

³⁴ Por exemplo, veja-se: (i) Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.009570/2018-21, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 10/12/2019; (ii) Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1160, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 12/12/2006; e (iii) PAS CVM Nº 23/04, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 28/09/2006.

³⁵ Por exemplo, veja-se: (i) Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008445/2016-32, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18.02.2020; (ii) Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007433/2020- 77, de minha relatoria, j. em 04/04/2023; e (iii) Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010829/2022- 63, de minha relatoria, j. em 05/09/2023.



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

foram muitas vezes substituídos por modelos mais complexos, em que a identificação do benefício é mais inevidente e tênue.

30. Nesse contexto, a análise sobre a existência de um “direito de participação, parceria ou remuneração”, que resulte em uma expectativa de benefício econômico, deve ser realizada de forma cuidadosa, analisando-se a essência econômica da operação e considerando, de forma conjunta, a motivação dos investidores e a forma pela qual o empreendimento foi promovido³⁶.

31. Os precedentes do Colegiado sobre o tema, seja no contexto de criptoativos ou outras oportunidades de investimento, auxiliam-nos na construção desse raciocínio e no desfecho do caso em tela. Vejamos.

32. No Processo Administrativo CVM nº RJ 2003/499³⁷, ao avaliar o enquadramento dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (“CEPACs”) como valores mobiliários, seguindo o voto do Diretor Relator, o Colegiado da CVM entendeu que:

De outro lado, embora possa concordar com a manifestação da PFE-CVM quando diz que, no caso, não haveria direito de parceria, não me parece que este ponto seja importante para descaracterizar o CEPAC como valor mobiliários, isto é, como instrumento de investimento coletivo.

É que, a meu ver, a referência que se faz a direito de participação, parceria ou de remuneração, está ligada diretamente à expectativa de ganho, aí incluídos remuneração e lucro, que se espera auferir com o investimento feito ao adquirir um valor mobiliário. Esta expectativa de ganho deve ser entendida em sentido amplo, daí porque a própria redação da lei dá esse testemunho ao dizer por direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive de prestação de serviços. Tudo indica que a lei pretendeu cobrir qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento.

No caso, parece-me claro que o investidor de CEPAC, ressalvado aquele que compra para o próprio consumo, realiza o investimento na expectativa de obter um ganho futuro, um

³⁶ Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. 22.04.2019.

³⁷ Processo Administrativo CVM nº RJ 2003/499, Diretor Relator Luiz Antônio de Sampaio Campos, j. em 28.08.2003.



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

rendimento, que compense o risco assumido e remunere adequadamente o seu investimento.

Como todo investimento de risco, o rendimento é apenas uma possibilidade, que pode não se materializar.

Esse ganho seria decorrente da valorização da área e da demanda pelos títulos por parte daqueles que pretendam aumentar seu potencial de construção na área.

É importante ressaltar que a expectativa de ganho deve ser a razão central do investimento para efeito de caracterizar o valor mobiliário. O ganho como uma vantagem acidental ou adicional, ancilar, pode vir a descaracterizar o instrumento como um valor mobiliário.

Aliás, isto tudo, a bem da verdade, decorre do conceito de investimento, que não por acaso qualifica o contrato ou título como valor mobiliário.

Portanto, havendo a expectativa de ganho e sendo esta a razão principal do investimento, está atendida a condição que faltava para que os CEPACs sejam considerados contratos de investimento coletivos.

Não cabe, então, uma leitura reducionista, notadamente em razão de ser o conceito no caso nitidamente instrumental e funcional, como dito. (grifei)

33. Já no âmbito do Processo Administrativo CVM RJ nº 2009/6346³⁸, que analisou o enquadramento de créditos de carbono como valores mobiliários, o Colegiado da CVM, seguindo o voto do Diretor Relator, entendeu que:

Entendo que se, no caso dos CEPACs ou das CCBs, foi possível, ante as condições concretas, caracterizar aqueles instrumentos como valores mobiliários, o mesmo não se pode fazer para os créditos de carbono.

Primeiro porque aqui se está tratando de títulos “resgatáveis” (destinados ao resgate em um determinado tipo de bem ou de direito, como acima esclarecido) e não em instrumentos geradores de um rendimento financeiro propriamente dito. No Processo CVM nº RJ 2003/499, a linha adotada pelo Diretor Relator foi distinta, adotando-se a interpretação de que a existência de um mercado secundário, em que se podem alienar com ganho os títulos, permitiria o reconhecimento do caráter lucrativo dos instrumentos. Entendo que esse caráter lucrativo deveria dizer respeito ao próprio título, estando diretamente relacionado à sua natureza de instrumento de investimento.

Em segundo lugar, e a distanciar os créditos de carbono dos CEPACs, reforçando – agora de forma marcante – o ponto acima, deve-se destacar que, uma vez emitidas, as RCEs passam a existir desvinculadas do agente que implantou o correspondente projeto de MDL, não sendo a ele oponíveis. Em outras palavras, todos os créditos de carbono emitidos acabam sendo

³⁸ Processo Administrativo CVM RJ nº 2009/6346, Diretor Relator Otávio Yazbek, j. 7.7.2009.



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
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

fungíveis entre si. Não há que se falar, assim, naquelas relações “de participação, de parceria ou de remuneração”. Este ponto é bem destacado no Memorando que sustenta o presente voto. O fato é que, (i) não havendo a manutenção de vínculo, em razão da aquisição de uma RCE, entre o adquirente desta e o agente econômico que implantou o projeto de MDL; e (ii) não se destinando as RCEs a corporificar um investimento propriamente financeiro, não há que se falar na caracterização dos créditos de carbono em si como valores mobiliários também por força do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76. (grifei)

34. O Colegiado da CVM também já teve a oportunidade de analisar o preenchimento do requisito acerca da “expectativa de benefício econômico” no contexto de CICs envolvendo criptoativos³⁹.

35. No âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.010938/2017-13⁴⁰, acompanhando a manifestação da área técnica, consubstanciada no Memorando nº 19/2017-CVM/SRE, complementado pelo Memorando nº 7/2018-CVM/SRE/GER-3, o Colegiado entendeu que o *token* Niobium Coin não seria um valor mobiliário nos termos do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, em razão de não haver remuneração, participação ou parceria oferecidas aos investidores. Entendeu-se, na ocasião, que:

Cabe entretanto, consignar no presente memorando algumas considerações sobre a possibilidade de que a obtenção de lucro, advindo da expectativa de valorização dos Niobiums, seja caracterizada como o “direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”, conforme previsto no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6385/76.

Notadamente citam-se aqui os aspectos do instrumento relacionados: i. ao limite da quantidade emitida destes tokens; bem como ii. ao fato de que tais tokens serão utilizados em uma plataforma que será desenvolvida a partir dos recursos levantados no seu ICO, pelos desenvolvedores do projeto, acarretando que seu valor de uso decorrerá do bom andamento do projeto. Tais aspectos em conjunto poderiam sugerir a interpretação de que o instrumento

³⁹ A título exemplificativo: Processo Administrativo CVM nº 19957.004654/2020-93, Relatoria da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, j. em 02.10.2020, que resultou na expedição do Ofício nº 15/2020/CVM/SRE. Trata-se de consulta apresentada pelo Club de Regatas do Vasco do Gama sobre o eventual enquadramento, como valores mobiliários, de ativos digitais representativos de direitos creditórios não performados (*tokens*), eventuais e futuros oriundos de mecanismo de solidariedade detidos pelo clube.

⁴⁰ Processo Administrativo CVM nº 19957.010938/2017-13, Relatoria Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, j. em 30.01.2018.



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

Niobium conferiria ao seu detentor o direito à remuneração advinda do esforço do empreendedor, materializada na expectativa de valorização destes.

Ainda que esta seja uma compreensão possível, a qual inclusive encontra respaldo na interpretação dada pela SEC no âmbito da conceituação de Security no recente caso da Munchee Inc., é importante observar que esta perspectiva foi contemplada na análise conduzida pela Procuradoria Federal Especializada da CVM. Com efeito, afirmou a PFE em seu parecer que o conceito de security, em nosso ordenamento jurídico, foi positivado, adquirindo contornos legais que limitam a sua configuração, de modo que, embora haja expectativa de lucro, o instrumento em tela em princípio não se enquadra na definição de CIC, à luz do previsto no art. 2º, IX, da Lei 6.385/76. (grifei)

36. No caso Iconic⁴¹, ao enquadrar a oferta dos criptoativos como CICs, o Colegiado da CVM ressaltou os seguintes elementos para a caracterização de uma “expectativa de benefício econômico”: **(i)** o fato de que cada *token* representava uma fração ideal do patrimônio do fundo de lastro; **(ii)** a existência do direito de resgatá-los; e **(iii)** a estabilidade das cotações dos *tokens*, devido à existência de um fundo de lastro formado por outros criptoativos.

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-americano⁴². 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.

⁴¹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003406/2019-91, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. 27.10.2020.

⁴² “Nessa tarefa interpretativa, a riquíssima jurisprudência dos tribunais norte-americanos tem servido de importante subsídio, o que se justifica em razão da influência do teste *Howey* na construção da definição legal do contrato de investimento coletivo. Mas fato é que a lei brasileira deu contornos próprios ao conceito, cuja configuração, segundo o texto legal, supõe um “direito de participação, de parceria ou de remuneração” em favor do investidor. Essa é uma diferença marcante em relação ao direito norte-americano. A jurisprudência desse país considera configurado o contrato de investimento quando presente a expectativa de lucro, a qual, contudo, não se confunde com o direito subjetivo a que se refere a lei brasileira.” (grifei) RENTERIA, Pablo. Underwood versus Coinbase. Capital Aberto, 15.06.2022. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/columnistas/underwood-versus-coinbase/>. Acesso em 27.02.2024. Também, neste assunto, confira-se: COSTA, Isac. *Plunct, Plact, Zun - tokens, valores mobiliários e a CVM*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; PINTO, Alexandre Evaristo; EROLES, Pedro (coord.). *Criptoativos: estudos jurídicos, regulatórios e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.



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

38. O *framework* desenvolvido pelo *Strategic Hub for Innovation and Financial Technology da Securities and Exchange Commission* (“SEC”)⁴³ para auxiliar os participantes de mercado na análise acerca do enquadramento ou não de ativos digitais como “*securities*”, prevê expressamente que o requisito de expectativa de benefício econômico estará atendido quando:

*Um comprador pode esperar obter um retorno através da participação em distribuições ou através de outros métodos de valorização do ativo, como a venda com lucro em um mercado secundário. Quando um promotor, patrocinador ou outro terceiro (ou grupo afiliado de terceiros) (cada um, um "Participante Ativo" ou "PA") fornece esforços gerenciais essenciais que afetam o sucesso da empresa, e os investidores razoavelmente esperam obter lucro desses esforços, então esta parte do teste é atendida.*⁴⁴

39. Sendo assim, enquanto no conceito americano a mera “expectativa de benefício econômico” tem se mostrado suficiente para que oportunidades de investimento estejam abarcadas pelo regime do mercado de capitais, a Lei nº 6.385/76 é expressa em exigir a existência de um “direito de participação, parceria ou remuneração”.

40. Em relação à forma em que tal “direito de participação, parceria ou remuneração” pode se materializar, este pode estar associado **(i)** aos rendimentos decorrentes da distribuição de lucro ou resultados do empreendimento; e/ou **(ii)** à valorização do título ou contrato que representa o investimento⁴⁵, desde que tal valorização seja decorrente de esforços do promotor do empreendimento ou de terceiros.

⁴³Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets, disponível em: <<https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>>.

⁴⁴ Tradução livre. Texto original: A purchaser may expect to realize a return through participating in distributions or through other methods of realizing appreciation on the asset, such as selling at a gain in a secondary market. When a promoter, sponsor, or other third party (or affiliated group of third parties) (each, an “Active Participant” or “AP”) provides essential managerial efforts that affect the success of the enterprise, and investors reasonably expect to derive profit from those efforts, then this prong of the test is met. Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets,

⁴⁵ Na mesma direção, faço referência aos entendimentos recentes da Suprema Corte dos EUA: “*In Forman the Supreme Court identified two forms of ‘profit’ that meet the Howey investment contract test: (1) ‘capital appreciation resulting from the development of the initial investment’ and a ‘participation in earnings resulting from the use of investors’ funds’.* More recently, in *SEC v. Edwards*, the Supreme Court that profit includes (...) *increased value of the investment.*” (grifei) (STEINBERG, Marc. *Understanding Securities Law. Seventh Edition. Darham, Carolina Academic Press, p. 33*)



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

41. Dessa forma, não é qualquer expectativa de valorização do título ou do contrato que representa o investimento que será suficiente para gerar uma “expectativa de benefício econômico” para fins da caracterização de um CIC.

42. A aquisição de título ou contrato com a perspectiva de obtenção de benefício econômico a partir de fatores exógenos, tais como cenário econômico nacional ou internacional, lei de oferta e demanda, e, portanto, alheios ao empreendimento ou ao controle do empreendedor (ou de terceiro), não é suficiente para a atração do regime mobiliário.

43. A atração da competência regulatória da CVM depende da demonstração de que o benefício econômico está associado aos esforços do empreendedor (ou de outro terceiro) para a valorização – ou tendentes a valorizar – do empreendimento coletivo desenvolvido.

44. Nessa linha, destaca-se a decisão proferida pelo Colegiado da CVM ao analisar se contratos de venda de frações de tempo em empreendimento imobiliário estruturado sob o modelo de multipropriedade, quando aliados a *pool* de locação voluntário e ofertados publicamente, poderiam caracterizar contratos de investimento coletivo. Naquela oportunidade, o Colegiado da CVM, acompanhando o voto do Diretor Relator, entendeu que:

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.⁴⁶

⁴⁶ Processo Administrativo CVM nº 19957.009524/2017-41, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, j. 22.04.2019.



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

(grifei)

45. O precedente acima citado também analisou outro aspecto importante para caracterização de determinadas oportunidades como CICs, qual seja: a motivação do investidor em realizar o aporte de recursos no empreendimento e a ênfase do empreendedor ao promovê-lo. Nesse sentido, trazendo a experiência norte-americana, o Diretor Relator destaca que:

Mais uma vez, a jurisprudência norte-americana serve de referência sobre como conduzir esse exame. De uma forma geral, os julgados daquele país se valem de dois critérios: **a motivação dos investidores em adquirir os imóveis e a ênfase dada pelo vendedor na promoção do investimento**. Os critérios são, por vezes, utilizados de forma isolada e, em outras, de forma combinada.

Contudo, não me parece justo ou razoável que a motivação dos investidores seja, sozinha, determinante para a análise, inclusive porque o estado mental do adquirente pode ser desconhecido do vendedor. É imprescindível, portanto, que também se considere a forma como o empreendimento foi promovido, o que inclui, mas não se limita, à análise do teor do material utilizado na sua divulgação. (grifei).

46. Já no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008445/2016-32⁴⁷, o Colegiado analisou a forma pela qual o “benefício econômico” poderia se materializar. Naquela ocasião, o Colegiado entendeu que o “benefício econômico” não deve, necessariamente, estar associado ao pagamento de uma quantia em dinheiro, sendo possível, por exemplo, o pagamento em bens ou serviços. Nesse sentido, o voto da Diretora Relatora, acompanhado pela unanimidade do Colegiado, dispõe que:

Em que pese a menção à opção de recebimento do produto “in natura”, a operação, na prática – em seu conjunto e em essência –, envolvia a oferta de contrato de investimento e não propriamente a venda de árvores para consumo/uso ou revenda pelos compradores. Ainda que, de acordo com o Contrato de Compra e Venda, em tese, o investidor pudesse optar por receber as ripas de madeira ao invés do resultado da venda a preço de mercado, não se verificava, de

⁴⁷ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008445/2016-32, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, j. 18.02.2020.



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

fato, que o animus do investidor fosse o de recebimento da madeira para consumo/uso ou revenda, mais de uma década depois de celebrado o contrato. Como será demonstrado mais adiante, os investidores eram atraídos tão somente pela perspectiva de lucro no investimento.
(grifei)

47. Ante ao exposto acima, é possível extrair algumas conclusões para a análise quanto ao cumprimento do requisito de “benefício econômico” para caracterização de CICs:

- (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 coletivo⁴⁸;
- (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;
- (iv) A motivação dos investidores ao realizarem o aporte de recursos e o enfoque dado pelo empreendedor na promoção e divulgação do empreendimento são importantes elementos para verificar a natureza do aporte enquanto uma oportunidade de investimento ou não; e
- (v) O benefício econômico pode estar relacionado ao pagamento de valores em dinheiro ou por meio de outros bens, inclusive rendimentos *in*

⁴⁸ Ainda que a decisão no âmbito dos CEPACs tenha adotado uma interpretação mais extensiva, é possível notar importantes diretrizes que foram levadas em consideração pelo Colegiado em decisões subsequentes, tais como a necessidade de análise do *animus* dos investidores no contexto do aporte dos recursos.



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

natura.

48. Feitas as considerações teóricas acima, passemos para a análise do caso em tela. Para fins de objetividade, adianto desde já que entendo que o requisito de “expectativa de benefício econômico” está preenchido neste caso.

(A.2) Enquadramento do DYNs como CICs

49. Uma leitura cuidadosa do conjunto de documentos acostados aos autos, incluindo o *Whitepaper* e as comunicações públicas sobre o produto realizadas pela Dynasty, permite-nos concluir pela presença do requisito da existência de “expectativa de benefício econômico” no caso dos DYNs.

50. Inicialmente, cumpre destacar que os *disclaimers* e as indicações constantes do *Whitepaper* não são, por si só, suficientes para afastar o enquadramento de determinado *token* como CICs⁴⁹. Como mencionado acima, e em linha com precedentes deste Colegiado⁵⁰, a substância prevalece sob a forma, sendo necessário analisar, na prática, a realidade econômica da operação, incluindo como tal oportunidade é ofertada e adquirida ao público em geral.

(i) ***Da natureza de investimento dos DYNs.***

51. Início a análise destacando o caráter de investimento dos DYNs, tanto pela forma pela qual tais *tokens* são promovidos e divulgados pela Dynasty, quanto pelos indícios apresentados em relação às motivações para sua aquisição pelos adquirentes.

⁴⁹ Nesse sentido, apesar de um indício que pode auxiliar na análise quanto a categoria do token ofertado, as afirmações constantes nas “Considerações” do *Whitepaper* de que, por exemplo, os “(...) DYNs não devem ser comprados com o propósito de lucro na potencial valorização dos próprios DYNs”, “DYNs são *tokens* de pagamento”, “DYNs não são um esquema de investimento coletivo”, não são, per se, suficientes para afastar, com base em uma análise funcional, a natureza de token de valor mobiliário. Neste sentido, ver PAS CVM Nº 19957.007994/2018-51, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09/06/2020; PAS CVM Nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 26/10/2020.

⁵⁰ Processo CVM nº 19957.009524/2017-41, voto do Dir. Gustavo Gonzalez, de 22/04/2019; PAS CVM nº 19957.007433/2020-77, de minha relatoria, j. em 04/04/2023.



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

52. No presente caso, as inúmeras reportagens relacionadas aos DYNs, inclusive com contribuições diretas pela Dynasty, somada às divulgações realizadas nas redes sociais da Recorrente, demonstram a promoção de uma oportunidade de investimento (e não de um *token* com objetivo de pagamento ou moeda para compra de bens e serviços). As divulgações são todas voltadas para a possibilidade de preservação de valor e retorno em cima do investimento realizado, vejamos:

Com registro de emissora de *tokens* de pagamentos na Suíça, a Dynasty compra ativos imobiliários para geração de renda por meio de locação. **O detentor do token não recebe um rendimento e tem seu ganho vinculado à valorização do ativo digital, que é negociado em plataformas de criptoativos.**⁵¹ (grifei)

“Esse movimento audacioso não apenas reforça a posição da Dynasty como líder inovadora no cruzamento entre o mercado imobiliário e o universo cripto, mas também sinaliza o potencial ilimitado do *token* DYN. **Com um investimento inicial de US\$ 1,5 milhão, que pode expandir até US\$ 27 milhões, a empresa solidifica a sua estratégia de crescimento, vinculando diretamente o sucesso do projeto aos lucrativos retornos para o DYNs**”⁵². (grifei)

“Segundo Eduardo Carvalho, CEO e cofundador da Dynasty, o modelo empreendido pela Dynasty prevê aplicação do caixa tanto para a compra de novos imóveis quanto para a “queima” de tokens emitidos, **de modo que o ativo digital se valorize refletindo as perspectivas do negócio imobiliário**”⁵³. (grifei)

“De tempo em tempo, nós recompramos parte desses ativos com a receita de nossos aluguéis e queimamos, tiramos do mercado”, diz Eduardo Carvalho, CEO e fundador da Dynasty. **“Em outras palavras, esse processo aumenta a escassez da moeda no mercado. Se o investidor guardar o DYNs, ele aumenta sua participação ao longo do tempo**”⁵⁴. (grifei)

53. Além do foco na valorização dos DYNs decorrente do aumento da escassez gerado pelo mecanismo de “queima” de *tokens*, nota-se um outro aspecto relevante nos

⁵¹ Doc. 1998697.

⁵² Doc. 1998643.

⁵³ Doc. 1974123.

⁵⁴ Doc. 1974172.



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

materiais de divulgação e nas interações da Dynasty com a mídia, qual seja: a ausência de menção acerca da funcionalidade do *token* como forma de pagamento para bens e serviços.

54. Sendo um *token* de pagamento, era esperado que a Dynasty focasse as suas comunicações nas características e funcionalidades dos DYNs como um meio de pagamento. Todavia, diferentemente do apresentado ao longo da Consulta e do próprio Whitepaper, as interações com a mídia e as divulgações realizadas diretamente pela Dynasty, de forma geral, não tratam do uso dos DYNs como um *token* de pagamento ou tampouco os esforços da empreendedora em expandir a aceitação dos *tokens* nesses estabelecimentos.

55. Além do potencial de valorização, outro foco de atenção e divulgação da Dynasty refere-se à liquidez dos DYNs e a busca por novos adquirentes. Nesse sentido, destacam-se as seguintes passagens:

“Estamos nos estágios finais de preparação de algumas atualizações empolgantes para compartilhar com vocês em breve! Embora não possamos revelar tudo agora, **o que podemos adiantar é que estamos focados em uma estratégia robusta de dar [sic] liquidez ao token e expandir nossa base de usuários de DYNs.**”⁵⁵ (grifei)

“A Dynasty Global Investment, startup de brasileiros com sede na Suíça e que emite a criptomoeda DYNs, associada a imóveis, está montando um escritório em Dubai com foco no mercado asiático, preparando a listagem do criptoativo em mais seis exchanges em 2022 e a venda dos *tokens* aqui. Com ações como essas, **a Dynasty Global pretende aumentar em 70 vezes os quase US\$ 100 mil negociados ao dia nas quatro exchanges atuais, disse ao Blocknews o CEO global e fundador da empresa, Eduardo Carvalho. De acordo com ele, a meta é atingir US\$ 500 mil em negociações em março de 2022.**”⁵⁶ (grifei)

“Also according to the Dynasty CEO, the expectation is to announce new acquisitions in the main hotel chains on the continent, **in addition to expanding the distribution of its payment**

⁵⁵ Doc. 1976361.

⁵⁶ Doc. 1975549



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

*token in the region through new partner exchanges*⁵⁷. (grifei)

56. Na mesma linha, com base nos elementos trazidos aos autos, é possível notar que, ao adquirir os DYNs, os adquirentes não buscavam utilizar tais *tokens* para o pagamento de bens e serviços, mas sim como uma oportunidade de investimento. Nesse sentido, destaco trechos de reclamações em face da Dynasty acostadas aos autos:

“Adquiri DYNS (criptomoedas) no mês de abril de 2021, com promessa e garantias dos vendedores da empresa de que poderia resgatar meu investimento na data de 05 de agosto de 2021.

Quando da negociação deixei bem claro que precisaria do valor investido em no máximo agosto de 2021 e me garantiram que o resgate seria fácil, rápido e tranquilo, que não havia motivos para me preocupar, haja vista que haveria grande procura após a oferta pública.

Cumpra esclarecer que somente em razão destas informações que optei por investir, haja vista a promessa de liquidez em curto espaço de tempo, sendo que se fossem passadas as informações verdadeiras, com toda certeza não teria investido na empresa⁵⁸.

“Compramos Dyns (eu, junto de mais 3 pessoas) em 29/6/21, **com a informação de que poderíamos vender as moedas já a partir de 05/08/2021.**

Optamos pela compra, **exatamente por conta da intenção de liquidez em um curto espaço de tempo.** Ocorre que agora, **ao termos a intenção de vender as moedas**, descobrimos que a coisa não é tão simples assim. Descobrimos que no momento da venda, faltou nos darem informações que certamente mudariam a definição pela compra ou não⁵⁹.

57. Não parece existir outra razão para aquisição dos DYNs senão para fins de investimento. Isto porque, a funcionalidade de pagamento dos DYNs ainda se encontra em fase de testes⁶⁰ e, conforme apurado pela Área Técnica, os terceiros mencionados que aceitam os referidos *tokens* como pagamento são, na realidade, fornecedores da Dynasty⁶¹.

⁵⁷ Doc. 1974169.

⁵⁸ Doc. 1995711.

⁵⁹ Doc. 1995709.

⁶⁰ Whitepaper, pg. 7.

⁶¹ Nesse sentido, ver §§26-48 do Ofício nº 5.



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

58. Somado a isso, como vimos acima, o foco das comunicações e esforços da Dynasty não parece estar em aumentar a rede de parceiros que aceitem o DYN com objetivo de promovê-lo como um efetivo *token* de pagamento, mas sim em promover o seu potencial de valorização e expandir a sua base de usuários.

59. Há, ainda, outros elementos que corroboram a natureza de investimento dos DYNs, como, por exemplo, a existência da figura do “Wealth Builder”⁶², que atua como uma espécie de consultor de investimentos, bem como o público destinatário dos ativos.

60. Além dos investidores de varejo, cuja função de *token* de pagamento é mais evidente, a Dynasty também está focando seus esforços em atrair gestores de ativos para investir em DYN⁶³. O foco em gestores de ativos, cuja função primordial é gerir o patrimônio de terceiros com objetivo de gerar ganhos, demonstra um nítido direcionamento do *token* para aqueles que buscam um retorno sobre o capital investido, fortalecendo a natureza de investimento dos DYNs.

61. De acordo com o website da Dynasty, esta provê capacitação àqueles que “desejam se tornar Wealth Builders para que possam fazer a diferença no mercado financeiro digital”⁶⁴. Nesse contexto, a Dynasty oferece aos adquirentes de DYNs os serviços do “Wealth Builders”, que são parceiros que tem por missão “ajudar o cliente a construir riqueza dentro do mundo cripto”.

62. É verdade que o oferecimento de tais serviços auxiliares aos adquirentes não é necessário ou suficiente, por si só, para demonstrar a natureza de investimento dos DYNs, todavia, ao somarmos tais serviços com os demais elementos analisados acima, pode-se observar que os DYNs são adquiridos com a função primária de investimento.

⁶² Informação disponível em <https://dynastygi.com/careers/wealth-builder>. Acesso em: 05/04/2024.

⁶³ Nesse sentido, cita-se a entrevista concedida pelo Diretor Presidente da Recorrente: “Mas além do varejo, a estratégia da Dynasty foca também em gestores de ativos e de fortunas, inclusive de famílias, os chamados family offices. Há family offices com interesse saber sobre criptomoedas porque veem que o mercado está crescendo e conhecer projetos e entender o que está acontecendo, completou”. Doc. 1975549.

⁶⁴ Disponível em: <https://dynastygi.com/careers/wealth-builder>



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

63. Ante a todo o exposto, é possível notar 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.

64. Superado esse ponto, passemos agora para análise quanto a existência de um “direito de participação, parceria ou remuneração” nos DYNs.

(ii) *Do direito de participação, parceria ou remuneração*

65. De plano, verifica-se uma correlação direta entre o sucesso na gestão dos imóveis desenvolvida pela Dynasty e o preço dos *tokens*, uma vez que os recursos resultantes dessa atividade seriam empregados para financiar ações da emissora tendentes a promover a manutenção/valorização dos DYNs e, conseqüentemente, dos investimentos realizados pelos adquirentes dos *tokens*.

66. A maneira como os *tokens* DYNs são ofertados no material de divulgação disponível no *website*⁶⁵ da Dynasty deixa claro que se trata de criptoativos com referência no mercado imobiliário, fazendo-se alusão à utilização das receitas associadas aos ativos imobiliários na valorização dos DYNs:

“O token DYN é uma criptomoeda com referência no mercado imobiliário. Inspirado no Crypto Valley, na Suíça, o novo e exclusivo token de criptomoeda, o DYN foi projetado para reunir os benefícios dos mundos cripto e imobiliário. A plataforma descentralizada tem o objetivo de se tornar um token de pagamento transacional aceito globalmente com credibilidade e suporte de liquidez, além de ter sido desenhada para acomodar uma vasta gama de transações dentro do ecossistema DYN. (...) O Mercado Imobiliário é um dos mais sólidos e confiantes do mundo, então por que não utilizar essa estabilidade a nosso favor? A referência imobiliária da Dynasty está impressa na posse de ativos imobiliários ao redor do mundo. Podemos ainda reinvestir o fluxo de caixa decorrente dos ativos imobiliários na preservação de valor dos DYN, por meio de recompra dos tokens, a fim de garantir a manutenção de seu volume ideal de circulação. Portanto, não caracterizando como lastro, e sim, referência.” (grifei)

⁶⁵ Informação retirada do sítio virtual <<https://dynastygi.com.br/about-dyns>>, em 27 de março de 2023, conforme consta do Parecer Técnico nº 60, §43.



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

67. Como denota o trecho acima, a seleção, aquisição e a gestão eficiente dos imóveis estão intimamente relacionadas com o sucesso do empreendimento, especialmente no tocante à perspectiva de preservação de valor e manutenção do poder de compra do criptoativo oferecida aos potenciais adquirentes. Não por outra razão, dá-se significativo enfoque no *Whitepaper* à experiência global no mercado imobiliário da Dynasty, inclusive apresentando a equipe de consultores imobiliários existentes, bem como os imóveis já adquiridos e um portfólio de *targets*⁶⁶, o que seria, em princípio, contraditório com a alegação de que “os imóveis da Dynasty não possuem influência sobre a valorização dos DYNs”.

68. Em acréscimo, como esclarecido no âmbito da resposta ao Ofício nº 46/2023/CVM/SSE/GSEC-1⁶⁷, a Dynasty constituiria um fundo de reserva com os recursos advindos da gestão de seus ativos imobiliários, que poderiam ser discricionariamente utilizados (i) na implementação do mecanismo de *Buyback and Burn*; e (ii) em ações voltadas a ampliar e desenvolver o ecossistema de pagamentos desenvolvido pela Dynasty.

69. O mecanismo de *Buyback and Burn* consubstancia-se em um meio de controle do volume de DYNs disponíveis no mercado, efetivado discricionariamente por um comitê⁶⁸ da Dynasty. O procedimento discricionário de recompra e queima dos *tokens* é descrito como “livre de condições, periodicidade e restrições”⁶⁹, podendo ser exercido a qualquer tempo, e de forma ilimitada, para incrementar a escassez do *token* com objetivo de garantir o poder de compra dos DYNs por meio da valorização e estabilização da cotação do criptoativo.

70. As características do DYN, incluindo o mecanismo de *Buyback and Burn*, afastam os DYNs de outros modelos de negócio de criptoativos analisados no passado,

⁶⁶ *Whitepaper*, págs. 6, 13-15.

⁶⁷ Doc. 1742269, pág. 4.

⁶⁸ Comitê composto por membros do conselho de administração da Dynasty, juntamente com o Chief Compliance Officer – COO.

⁶⁹ *Whitepaper*, pág. 7.



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

como no caso do ICONIC.

71. Como vimos, no caso do ICONIC, o “direito de participação” dos titulares dos *tokens* era mais evidente, na medida em que (i) os *tokens* correspondiam a uma fração ideal do fundo de lastro, constituído pelo resultado dos investimentos realizados; e (ii) os titulares tinham o direito de resgatar os *token*, à conta do fundo de lastro, representando, portanto, “uma forma indireta de recebimento de lucro sobre o valor investido, pois o mecanismo permite o acesso aos recursos depositados naquele fundo pela ICONIC – provenientes de seu resultado operacional – e os rendimentos decorrentes do esforço de terceiros que executaram os projetos financiados pelo fundo”⁷⁰.

72. No caso dos DYNs, os *tokens* não representam uma fração ideal do fundo de lastro, não tendo os adquirentes qualquer direito aos imóveis e/ou rendimentos obtidos por meio da gestão imobiliária. Além disso, os titulares de DYNs não possuem tampouco direito de resgate à conta do fundo de lastro. Ademais, como visto, o mecanismo de *Buyback and Burn* é realizado de forma discricionária pela Dynasty, de modo que não há qualquer garantia de recompra pela Recorrente. Nota-se, portanto, que não há um direito de participar nos resultados do empreendimento intrínseco ao *token* ofertado.

73. Todavia, ao analisarmos a realidade econômica por detrás do mecanismo de *Buyback and Burn* e a forma pela qual ele é ofertado aos investidores, percebe-se que há sim um “direito de remuneração” aos titulares dos DYNs.

74. A utilização do mecanismo de *Buyback and Burn* para valorização dos DYNs e, conseqüentemente, manutenção do seu poder de compra, é amplamente divulgada nas comunicações sobre o produto realizadas pela Dynasty⁷¹, que afirma que os DYNs possuem uma *proposta deflacionária*, isto é, com efeito de se atribuir valor ao dinheiro ao longo dos anos ao invés de perdê-lo⁷².

⁷⁰ PAS CVM nº 19957.003406/2019-91, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 27.10.2020, §63.

⁷¹ Vide *Whitepaper*, pág. 12, e docs. 1976365, 1976366, 1976367.

⁷² Doc. 1976365.



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

75. A promessa de manutenção do poder de compra dos DYNs, por meio do mecanismo de *Buyback & Burn*, nada mais é do que uma promessa de remuneração dos referidos *tokens* em percentual equivalente a, ao menos, o valor da inflação apurada em determinado período. Para fins de ilustração:

“O DYN, assim como o Bitcoin, resolve todos os problemas que o sistema monetário governamental tem causado, começando pela oferta limitada, que permite assim que a criptomoeda seja um ativo deflacionário. Diferente do Real, não perderá valor com o tempo, mas ganhará”⁷³.

“Com o capital obtido do aluguel de ativos imobiliários, os tokens podem ser queimados para gerar escassez, e, portanto, aumentar o poder de compra da cripto”⁷⁴.

76. Sendo assim, em que pese o *Whitepaper* e as informações fornecidas pela Recorrente afirmarem que o mecanismo de *Buyback & Burn* seria utilizado para fins de estabilização do preço dos DYNs, nota-se que, na realidade, esse mecanismo é divulgado e promovido como o objetivo assegurar aos adquirentes que o valor investido terá seu poder de compra mantido, isto é, na prática, ele será remunerado, ao menos, pela variação da inflação.

77. Além da manutenção do poder de compra e potencial valorização dos DYNs, outra forma de remuneração conferida aos titulares dos *tokens* refere-se aos benefícios conferidos no âmbito do Dynasty Club, que conferem aos participantes vantagem e prioridade em relação ao uso da propriedade adquirida pela Dynasty. Nesse sentido:

“Além de gerar receita para o mecanismo de recompra e queima da moeda digital “DYNs”, a aquisição será incorporada ao Dynasty Club, onde os membros terão vantagem em relação ao uso dessa propriedade. “Com a compra desse ativo fica muito claro que a empresa possui, além da visão global, uma estratégia clara de expansão, inclusive com a opção de aumentar a exposição ao ativo atual e tornando evidente a escala que podemos alcançar nos próximos anos”, destaca Carvalho. “Além disso, sua localização é estratégica e privilegiada, pois se

⁷³ Doc. 1976366.

⁷⁴ Doc. 1976367.



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

encontra a uma quadra do Hyde Park, sete minutos de caminhada para o Piccadilly Circus e nove minutos de carro até o Palácio de Buckingham, além de toda as opções de alta gastronomia e compras presentes na região”, completa”⁷⁵.

78. Como vimos acima, o benefício econômico relativo a um CIC não precisa, necessariamente, estar associado ao pagamento em pecúnia. Nesse sentido, alinhado com as demais características dos DYNs, os benefícios conferidos aos adquirentes no âmbito do Dynasty Club representam outro direito outorgado aos investidores.

79. No mais, outra destinação possível das receitas imobiliárias seria a aplicação em medidas para ampliação da rede de aceitação e promoção da negociabilidade dos DYNs. Com esse propósito, a Dynasty explicitamente indica que desenvolverá iniciativas voltadas a reduzir o risco de liquidez e a incentivar a negociação dos *tokens* no mercado secundário. Destaco, nesse sentido, os esforços de (i) marketing em ações promocionais específicas; (ii) penetração em novos mercados internacionais; (iii) oferecimento de vantagem aos revendedores para aceitar e manter DYNs (*Whitepaper*, p. 4); (iv) ampliação de redes de estabelecimentos parceiros e *exchanges*; e (v) melhorias operacionais.

80. A execução coordenada e eficiente das medidas referidas no parágrafo anterior teria 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.

81. Nota-se, portanto, que a totalidade dos rendimentos auferidos com a gestão imobiliária será reinvestido no empreendimento, seja para realização do *Buyback & Burn* seja para a sua expansão ou aprimoramento.

82. Nesse contexto, o direito dos adquirentes de DYNs de alienar seus *tokens* no mercado secundário, com eventual lucro, nada mais é do que o direito titulares de DYN receberem, indiretamente, uma parcela do resultado do empreendimento desenvolvido pela Dynasty.

⁷⁵ Doc. 1974149.



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

83. A toda evidência, portanto, não se está diante de hipótese em que o potencial benefício econômico advém de fatores externos, que fogem ao domínio do empreendedor. No caso, a cotação do criptoativo não é simplesmente determinada pela “*força normal do mercado e pela liquidez natural resultante do fluxo de compras e vendas de DYNs*”⁷⁶, sem qualquer ingerência de sua desenvolvedora.

84. A meu ver, os esforços envidados pela Dynasty na qualidade de promotora do empreendimento são preponderantes e decisivos para a expectativa de benefício econômico oferecida. Por conseguinte, entendo que está presente o **quarto requisito** de expectativa de benefício econômico decorrente de “direito de participação, parceria ou remuneração”.

(B) Esforço de empreendedor ou de terceiro

85. Nesse passo, o quinto requisito do conceito de CIC exige que a remuneração seja exclusiva ou preponderantemente decorrente de esforços de empreendedor ou de terceiros. Deve-se avaliar, portanto, a natureza e extensão da atuação desse agente para o sucesso do empreendimento.

86. Ainda, de acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 40/2022, esse requisito estará preenchido, por exemplo, nas situações em que a criação, aprimoramento, operação ou promoção do empreendimento dependam da atuação do promotor ou de terceiro.

87. No modelo de negócio proposto, a Dynasty assume a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários, que daria suporte financeiro à implementação dos mecanismos de preservação do preço dos DYNs e de ampliação da negociabilidade dos *tokens* no mercado secundário. Nessa perspectiva, o investimento no ativo de referência (imóveis) teria influência reflexa e indireta na valorização do ativo referenciado (DYNs),

⁷⁶ Doc. 1742269, pág. 4.



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

sendo crucial para o sucesso do empreendimento.⁷⁷

88. Outro fator que denota o esforço do investidor *in casu* é o seu engajamento ativo na valorização do preço do *token*⁷⁸, notadamente no que diz respeito ao sistema do *Buyback & burn*. Como visto, a recompra e queima discricionária dos *tokens* poderia ser solicitada a qualquer tempo pela Dynasty para incrementar a escassez, estabilizar e valorizar a cotação do criptoativo no ambiente de negociação.

89. Nesse sentido, ressalvadas as diferenças conceituais existentes alhures, a *Securities Exchange Commission* - SEC tem considerado a implementação de mecanismos de “*buyback*” e “*burning*”, visando promover a limitação do suprimento e promover a escassez de ativos digitais, como um forte indicador da presença de expectativa nos esforços de terceiros (*reliance on the efforts others*) na aplicação do *Howey test*.⁷⁹

90. Por fim, como explorado na seção anterior, a Dynasty envidaria esforços gerenciais⁸⁰ determinantes para o sucesso do empreendimento, erigindo aos investidores expectativas razoáveis de retorno com base nesses esforços.

91. Nesse sentido, a Dynasty adotaria uma postura ativa (*active participant*) na expansão da rede de aceitação e na promoção da negociabilidade do DYNs, assumindo funções essenciais relacionados ao desenvolvimento, aprimoramento, operação e

⁷⁷ COSTA, Egmon; POMPEU, Luiz. “*Stablecoins como valores mobiliários: modalidade de derivativos e contratos de investimento coletivo?*”. Revista do Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas. 6ª Ed. – Dez/2023.

⁷⁸ COSTA, Isac. “Plunct, plact, zum: *Tokens*, valores mobiliários e a CVM”. In: EROLES, Alexandre; MOSQUERA, Roberto. *Criptoativos: estudos regulatórios e tributários*. São Paulo, Quartier Latin, p. 175

⁷⁹ ‘*An AP creates or supports a market for, or the price of, the digital asset. This can include, for example, an AP that: (1) controls the creation and issuance of the digital asset; or (2) takes other actions to support a market price of the digital asset, such as by limiting supply or ensuring scarcity, through, for example, buybacks, “burning,” or other activities.*’ (“Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>. Acesso em: 01/02/2024.

⁸⁰ Alguns desses elementos foram manejados no já referido Caso Iconic para demonstrar a presença do quinto elemento do *Howey test* (Resultados do empreendimento comum advindos exclusiva ou preponderantemente dos esforços do empreendedor ou de terceiros).



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

promoção do ecossistema de pagamentos. Paralelamente, a emissora também direcionaria ações de divulgação da plataforma e ofereceria vantagens aos estabelecimentos, o que seria fundamental para a perspectiva de rentabilidade ofertada.

92. A meu ver, restou demonstrado que a Dynasty, enquanto promotora do empreendimento, desempenha um papel central e preponderante para o sucesso do negócio e, conseqüentemente, para a valorização dos DYNs. Dessa forma, entendo que também presente o **quinto requisito** de “esforço de empreendedor ou de terceiro”, de modo que resta caracterizado o contrato de investimento coletivo, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976,

III. CONCLUSÕES

93. Por todo o exposto, concluo que os DYNs se amoldam ao conceito de valor mobiliário, uma vez que estão presentes os elementos caracterizadores de um contrato de investimento coletivo, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, de modo que sua oferta está sujeita a registro prévio ou dispensa desta CVM.

94. Assim, voto pelo indeferimento do presente Recurso, ratificando as conclusões contidas no Parecer Técnico nº 60 da SSE.

É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de abril de 2024

João Pedro Nascimento

Presidente