



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.014289/2022-97

Reg. Col. 3015/24

Requerente: 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: Daniel Maeda

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. De início, também já presto minha homenagem aos já muito bem fundamentados e esclarecedores votos do Presidente João Pedro Nascimento, e Diretores Marina Copola e Otto Lobo, aos quais me reporto para aqui dispensar a contextualização da discussão e das posições já manifestadas sobre o caso.
2. Em linhas gerais, concordo com as ponderações dos Diretores no sentido de que a busca do consulente por aumento da liquidez do DYNs não contribui para a caracterização do referido token como valor mobiliário, tampouco a possibilidade de sua valorização pela mera possibilidade de negociação, por parte de terceiros, desses ativos em algum mercado secundário.
3. De igual modo, estou em linha com as considerações conceituais expostas pela Diretora Marina e Diretor Otto Lobo no sentido de que, enquanto atuante com o exclusivo propósito de garantir a efetiva preservação de seu valor real, o mecanismo de *Buyback and Burn* também não se mostra como um indicativo adequado para caracterizar o token em questão como um valor mobiliário.
4. Até pelo contrário, como já explorado com bastante propriedade no voto do Diretor Otto Lobo, essa é a lógica usual das *stablecoins* em gênero, sejam elas do tipo algorítmico, sejam do tipo de lastro¹: buscar manter seu valor o mais próximo possível de uma referência

¹ *Bank for International Settlements* (“BIS”). <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap141.pdf>. Consulta em 20/4/2024.



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

(em geral, monetária, como o dólar americano) ao qual tanto o algoritmo², num caso, quanto o lastro³, no outro, se prestam para o atingimento de tamanho objetivo.

5. Aliás, para as *stablecoins* em geral é justo dizer que a liquidez é mesmo um atributo essencial para o sucesso do produto: afinal, se a ideia é que elas operem como meio de pagamento no ambiente *on chain*, será considerado valioso para qualquer usuário que ela possa ser negociada com rapidez quando da necessidade.

6. De toda forma, no meu entendimento, justamente por se proporem a uma tese de preservação de valor, não devem as *stablecoins* em gênero ser consideradas como valores mobiliários. E, a se julgar pelo que é afirmado na consulta, no sentido de que o mecanismo de *Buyback and Burn* é mantido “com o fim exclusivo de proteger o valor da moeda”, fica a impressão de que o token acaba assumindo feição semelhante⁴ ao de uma *stablecoin*, e assim, também por isso, com uma dinâmica distante da de um valor mobiliário.

7. Mas as considerações do voto do Presidente João Pedro Nascimento me sensibilizam, em particular ao se debruçar sobre o que a área técnica proveu, a pedido do Colegiado, para melhor instruir o feito a respeito das características do DFN.

8. Como se vê nas publicações em redes sociais efetuadas pela própria consultante, ela chega a afirmar, por exemplo, que o Buyback and Burn “agrega muito valor à nossa moeda”⁵; ou que o DFN apresenta “efeito de se atribuir valor ao dinheiro ao longo dos anos”⁶; ou ainda, que “diferente do Real, não perderá valor com o tempo, mas ganhará”⁷. Mais adiante, consta também que “com o capital obtido do aluguel dos ativos imobiliários, os tokens podem ser queimados para gerar escassez e, portanto, umentar o poder de compra da cripto”⁸.

9. São formas de se comunicar sobre o token que, na melhor das hipóteses, gera ruído e incerteza sobre seu funcionamento, em particular num contexto como o já exposto de forma

² O caso mais conhecido de *stablecoin* algorítmica no ecossistema cripto foi o da Terra/Luna. Para mais informações, sugere-se a leitura de *Anatomy of a Stablecoin's failure: The Terra-Luna case*, disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612322005359>. Finance Research Letters. Volume 51, janeiro de 2023. Consulta em 20/4/2024.

³ O próprio voto do Dir. Otto Lobo já expõe exemplo bastante conhecido de uma *stablecoin* de lastro (USDT).

⁴ Semelhante, mas não idêntica. Afinal, há outras características peculiares associadas ao DFNs que não são tão típicas assim de *stablecoins*, como a possibilidade de participação no *Dinasty Club* mencionado na consulta.

⁵ Doc. 1.976.362

⁶ Doc. 1.976.365

⁷ Doc. 1.976.366

⁸ Doc. 1.976.367



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

cirúrgica pelo Dir. Otto Lobo, em que não se tem conhecimento da extensão, grau de utilização e critérios de uso do mecanismo de Buyback and Burn.

10. Assim, me alinho às considerações do referido voto e as muito bem fundamentadas perplexidades nele trazidas. Entretanto, chego aqui a uma conclusão distinta: se por ora os termos da consulta parecem induzir que o DFN não se trate de valor mobiliário, a documentação adicional trazida pela SSE apresenta evidências fortes do que têm vindo a público sobre as características e funcionamento do token, e que destoam dos termos da consulta. O alegado mecanismo de preservação de valor constante na consulta fica em xeque diante da leitura dessa documentação, que apresenta termos muito dúbios.

11. Dito de outra forma: como tais publicações permitem interpretar que o uso do mecanismo não se destina exclusivamente à preservação de valor do token, mas sim a sua valorização, ainda que limitada por qualquer critério, estamos diante de uma dinâmica de transferência, ainda que indireta, dos resultados dos empreendimentos imobiliários subjacentes aos detentores dos tokens⁹, o que passaria a amoldar tais ativos ao conceito de valor mobiliário ao meu juízo por, nessa circunstância, passarem a configurar (1) a natureza de um investimento, e (2) sobre o qual investidores passam a ter, sim, uma expectativa de retorno apreciável economicamente.

12. E, assim, salvo se algo a mais for acrescido pelo consulente no âmbito deste processo que desfaça essa percepção (como um detalhamento mais concreto dos limites de atuação do mecanismo de Buyback and Burn), sou da opinião de que estamos sim diante de um valor mobiliário no caso, dado que ele preenche todos os requisitos previstos pela lei e os precedentes da CVM para tanto.

13. De outra sorte, aqui aproveito a oportunidade da discussão para registrar o que tem sido um desconforto de minha parte: em todo caso, no Brasil ou em outras jurisdições, que envolva a qualificação de um token como valor mobiliário ou não, o que se percebe é uma tentativa insistente de consulentes e requerentes em buscar fugir dessa qualificação, como se a própria viabilidade do produto dependesse dessa descaracterização.

⁹ Nesse sentido, se houver qualquer tipo de correlação entre os resultados desses empreendimentos e o grau de queima de tokens aplicado, será natural concluir que a valorização dos DFN não decorrerá dos “fatores externos” mencionados no Parecer de Orientação CVM nº 40, mas sim dos esforços da Dynasty na gestão desses empreendimentos, atraindo a qualificação como valor mobiliário e, por consequência, a competência da CVM.



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

14. Talvez esse afã, ao menos em parte, venha da incerteza que emissores e empreendedores tenham em relação aos desdobramentos de tamanha qualificação. Uma vez considerado como valor mobiliário, o que caberia a esse emissor fazer para regularizar a sua emissão, sua distribuição a terceiros? Como se poderia obter um registro na CVM competente com esse objetivo? Parece, mesmo, uma pergunta legítima, mas ainda sem resposta.

15. Também não digo que a resposta seja tão clara ou óbvia. Não é. Esse ecossistema é de fato bastante único e inovador, a ponto de alguns serviços típicos dos mercados já regulados serem desafiados quando da aplicação dessa tecnologia (como a escrituração, custódia, controladorias, o registro ou o depósito centralizado).

16. Sem querer adentrar na discussão, mais profunda, que tokens nativos exigiriam, me limitando aqui então apenas aos tokens representativos¹⁰, parece pertinente relembrar dois aspectos essenciais, mas distintos, sobre os quais podemos nos debruçar ao avaliar as exigências cabíveis para o registro de um token como valor mobiliário na CVM. O primeiro aspecto diz respeito ao emissor propriamente dito e sua emissão. O segundo, à infraestrutura que cerca esse emissor/emissão.

17. Quanto ao primeiro aspecto, na essência não me parece que nada mude em relação a como esse mercado já funciona. Significa dizer: se o emissor apresenta os fundamentos econômicos de um fundo de investimento, deverá atender as exigências típicas de um fundo de investimento¹¹. Caso configure qualquer outro modelo essencial de estruturação e objetivos econômicos, deverá corresponder ao que de originário já existe para as companhias abertas, como modelo regulatório mais amplo e flexível para acomodar empreendimentos em geral, na

¹⁰ Para os efeitos do exame aqui discorrido, adoto a definição de tokens nativos trazida pelo Parlamento Britânico em recente discussão sobre mudanças na Property Law com o objetivo de abarcar os criptoativos (Digital Assets Final Report, Law Commission, 2023, p. 60):

While [a crypto-token's] form relies on its technical instantiation as a data structure, its function is derived not merely from the abstract existence of the technical system in which it persists, but fundamentally by the active operation of that system by a network of users. A crypto-token is consequently an object that has both, and is a composite of, technical and social dimensions — crypto-tokens exist as instantiations in socio-technical systems.

Já os tokens representativos podem aqui ser definidos como a representação digital, assim aperfeiçoada por meio do uso de tecnologias de registro distribuído (“DLT”), de algum outro ativo subjacente do “mundo real” (fazendo alusão a como eles têm sido comumente denominados em outras jurisdições - *Real World Assets*). Ver, nesse sentido, notícia da Cointelegraph de 18/03/2024. <https://br.cointelegraph.com/news/companies-are-creating-a-specific-area-for-the-real-world-asset-rwa-tokenization-market>. Acesso em 27/04/2024.

¹¹ Artigo 1.368-C: O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.



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

forma da Lei nº 6.404. Cada qual desses regimes, claro, com suas especificidades em relação aos prestadores de serviço ou governanças mínimas envolvidas (destaque aqui para o papel do auditor independente), regime informacional cabível, informações devidas ao regulador, dentre tantos outros aspectos.

18. O grande tema de debate, que a meu ver já deveria estar amadurecendo, é em relação ao segundo aspecto. De que forma poderia funcionar uma infraestrutura para a emissão, distribuição, negociação, liquidação, tratamento de eventos de custódia e a extinção de valores mobiliários emitidos na forma de tokens?

19. É mais do que claro que a CVM não poderá responder essas perguntas sem ser provocada de forma estruturada, inteligente e propositiva por esse próprio mercado. Afinal, são os emissores de tokens atuantes nele que poderão dizer melhor que dores estão resolvendo, e como essas estruturas pretendem direcionar o que não funciona (ou poderia funcionar melhor) no mercado de capitais. Mas urge que essa discussão seja feita, para além, inclusive, dos limites já antecipados pela CVM de uso, para esses efeitos, da regulamentação de plataformas de *crowdfunding*¹².

20. Uma boa fonte de reflexões nesse campo já vem sendo trazida pelos projetos de sandbox regulatório¹³. Como sabido, dos projetos aprovados, 3 dizem respeito a emissões tokenizadas de valores mobiliários, sejam de renda fixa, sejam de renda variável. Uma das reflexões que trago aqui diz respeito, por exemplo, à vocação que tais infraestruturas de tokenização podem ter para acomodar a emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários de emissão de pequenas e médias empresas.

21. Vale prestigiar também que toda a infraestrutura atualmente existente no país já entrega a investidores diversos benefícios (escalabilidade, padronização, liquidez, racionalização de diversas etapas¹⁴, etc.) que merecem ser levados em conta nessa discussão. É bem possível que os tokens nunca façam sentido para alguns tipos de ativos ou segmentos, por exemplo.

¹² Ver, nesse sentido, os Ofícios Circulares CVM/SSE/nº 6, de 5 de julho de 2023, e o anterior CVM/SSE/nº 4, de 4 de abril de 2023

¹³ https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html. Consulta em 27/04/2024.

¹⁴ Imagine-se, por exemplo, o caso de ativos muito líquidos (como ações à vista ou derivativos de bolsa, por exemplo), e a dificuldade que uma liquidação instantânea desses negócios (um potencial típico dos tokens) poderia trazer. Estaria a se perder, por exemplo, todos os benefícios trazidos pelos mecanismos de compensação financeira que são viabilizados pelas janelas definidas dos ciclos de liquidação atualmente conhecidos.



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

22. E, por fim, e apenas a título de registro, relembro que os requisitos relacionados à infraestrutura de entorno dos tokens poderiam ser relativizados a depender de algumas variáveis, como de praxe a CVM já faz, como em relação ao potencial público-alvo envolvido na oferta, o estabelecimento de estruturas adicionais de salvaguardas, ou em casos de estruturas cujo entendimento dos riscos e características seja mais simples. Aliás, é o que, na prática e ainda que de forma indireta, acabou por ser feito quando do apontamento das plataformas de *crowdfunding* como opção elegível por ora. Pois ela conta, como sabido, com seus próprios limites de acesso e uso por parte de investidores.

23. Além de tudo isso, não se pode esquecer que, pela natureza do tema, a referida discussão, para encontrar seu espaço de viabilidade, não pode deixar de envolver o Banco Central do Brasil, dadas as suas próprias atribuições legais.

Rio de Janeiro, 30 de abril de 2024.

Daniel Maeda

Diretor