FGV DIREITO SP

MESTRADO PROFISSIONAL

Estruturação de Token de Investimento em Direitos Creditórios no Mercado Financeiro Brasileiro

Caio Vírgilio Bueno Magano

Projeto de pesquisa apresentado ao

Mestrado Profissional da FGV Direito SP

1. Contextualização do Tema, Questão Central de Pesquisa e Modelo Predominante:

O presente estudo propõe a análise aprofundada e tecnicamente fundamentada da estruturação jurídica do Token de Investimento em Direitos Creditórios (TIDC) no mercado financeiro brasileiro, focando na aplicação de tecnologias emergentes, como blockchain e smart contracts, em operações de cessão de créditos. Tal abordagem, ao buscar a modernização do mecanismo de antecipação de recebíveis, apresenta-se como uma alternativa potencialmente disruptiva ao modelo tradicional dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), cuja complexidade operacional, custos elevados e rígidas exigências regulatórias limitam o acesso ao mercado de capitais, especialmente para pequenas e médias empresas.

O TIDC propõe uma arquitetura híbrida, baseada na formalização de um contrato escrito de cessão de créditos com revolvência, conforme os artigos 286 a 298 do Código Civil brasileiro, complementado por smart contracts programados em blockchain, responsáveis pela automação de obrigações contratuais, como a liquidação, a transferência de titularidade e o controle de revolvência de recebíveis. A utilização desses mecanismos digitais visa promover maior eficiência

e segurança jurídica, ao eliminar a necessidade de múltiplos intermediários tradicionais, como gestores, administradores fiduciários e agentes de custódia, reduzindo assim os custos operacionais e ampliando a acessibilidade ao mercado de capitais.

No entanto, a inovação tecnológica proposta pelo TIDC enfrenta desafios regulatórios complexos, especialmente em razão das normativas contidas na Lei nº 6.385/76 e nas regulamentações emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as quais estabelecem requisitos rigorosos de registro, custódia formal e escrituração centralizada para ativos que se caracterizem como valores mobiliários. Dado que a tokenização de recebíveis e o uso de smart contracts podem potencialmente ser interpretados como instrumentos financeiros sujeitos à supervisão da CVM, torna-se imperativo investigar de que forma o TIDC pode ser estruturado de modo a assegurar conformidade com o Código Civil, preservando a eficiência e simplicidade operacional que justificam sua criação.

Assim, a questão central de pesquisa a ser investigada formula-se da seguinte forma: **"Como estruturar juridicamente o Token de Investimento em Direitos Creditórios (TIDC) no mercado financeiro brasileiro de forma eficiente e acessível, em conformidade com o Código Civil, sem comprometer sua competitividade e simplicidade operacional?"** Tal formulação evidencia o desafio jurídico de equilibrar inovação tecnológica com segurança normativa, considerando as exigências regulatórias aplicáveis e a natureza descentralizada da tecnologia blockchain.

Para responder a essa problemática, o presente estudo adotará um modelo de pesquisa **teórico-exploratório e descritivo**, orientado à **resolução de problema**. A abordagem exploratória se justifica pela ausência de precedentes normativos claros e pela necessidade de investigar os limites e possibilidades de enquadramento jurídico do TIDC no ordenamento brasileiro. O método descritivo, por sua vez, será aplicado na análise sistemática das legislações aplicáveis, como o Código Civil, a Lei nº 6.385/76 e resoluções complementares da CVM, de modo a interpretar as disposições relativas à cessão de créditos e à definição de valor mobiliário. A metodologia incluirá ainda uma perspectiva comparativa, com especial atenção ao arcabouço regulatório do Reino Unido, onde as autoridades financeiras, como a Law Commission e a Financial Conduct Authority (FCA), têm explorado o uso de smart contracts de forma compatível com os princípios de segurança jurídica e supervisão de mercado.

O presente estudo parte da hipótese de que a formalização de um contrato escrito de cessão de crédito, aliado à utilização de smart contracts limitados à automação de obrigações contratuais, sem circulação independente de tokens no mercado secundário, pode evitar o enquadramento do TIDC como valor mobiliário, mantendo-o juridicamente ancorado no Código Civil. Ademais, a pesquisa explorará a possibilidade de introdução de mecanismos de restrição de liquidez, como cláusulas de lock-up e limitações formais à cessão secundária de créditos, de modo a mitigar ainda mais os riscos regulatórios envolvidos.

A escolha metodológica justifica-se, portanto, pela necessidade de harmonizar a inovação tecnológica com o respeito ao arcabouço jurídico vigente, considerando tanto a legislação nacional quanto práticas internacionais bem estabelecidas. O estudo comparativo com o Reino Unido é particularmente relevante, visto que essa jurisdição tem adotado abordagens flexíveis e tecnicamente seguras para a implementação de smart contracts em operações financeiras, oferecendo referências importantes para o contexto brasileiro.

Dessa forma, o objetivo final desta pesquisa consiste em desenvolver uma análise jurídica robusta e propositiva, capaz de identificar os caminhos mais adequados para a implementação do TIDC de maneira juridicamente segura, eficiente e acessível no mercado brasileiro. Tal abordagem não apenas contribuirá para o debate acadêmico e regulatório sobre tokenização de ativos, mas também buscará fornecer diretrizes claras para o desenvolvimento de um produto financeiro inovador, alinhado com os princípios de segurança, transparência e eficiência que regem o mercado de capitais.

2. Formulação de Quesitos e Fontes de Consulta:

A formulação dos quesitos e fontes de consulta para a adequada estruturação jurídica do Token de Investimento em Direitos Creditórios (TIDC) no mercado financeiro brasileiro demanda abordagem metodológica rigorosa, considerando a necessidade de harmonização entre a inovação tecnológica representada pela blockchain e os princípios normativos estabelecidos no ordenamento jurídico nacional. O TIDC, ao propor uma alternativa inovadora ao tradicional Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), visa à redução de custos operacionais e à ampliação

do acesso ao mercado de capitais, especialmente para pequenas e médias empresas, mediante uma estrutura híbrida contratual que combina a formalidade de contratos escritos com a automação programática de smart contracts em blockchain.

A questão central a ser investigada está diretamente relacionada à viabilidade jurídica de estruturar o TIDC de forma eficiente e acessível, fundamentando-se no Código Civil (Lei nº 10.406/2002), em especial nos dispositivos relativos à cessão de créditos (arts. 286 a 298), sem que tal estrutura implique o enquadramento como valor mobiliário à luz da Lei nº 6.385/1976. Tal qualificação acarretaria exigências regulatórias complexas, como registro formal junto à CVM, escrituração centralizada e custódia formal dos ativos, o que pode comprometer a eficiência operacional e a simplicidade que caracterizam a proposta do TIDC. O desafio reside, portanto, em investigar de que forma o contrato híbrido pode ser juridicamente válido e eficiente, mantendo a execução automatizada das obrigações sem que os smart contracts, isoladamente, sejam interpretados como instrumentos financeiros passíveis de livre circulação em mercado secundário.

Para endereçar essa problemática, serão formulados os seguintes quesitos de pesquisa: (i) quais os principais desafios regulatórios enfrentados pelo TIDC no Brasil?; (ii) em que medida a estrutura contratual híbrida, composta por um contrato escrito formal e smart contracts em blockchain, se alinha aos requisitos do Código Civil?; (iii) quais as limitações técnicas e jurídicas para evitar o enquadramento do TIDC como valor mobiliário?; (iv) quais mecanismos de controle de liquidez e restrição de transferências são juridicamente seguros para preservar a simplicidade da estrutura?; (v) como as experiências internacionais, especialmente o modelo regulatório britânico, têm tratado a tokenização de ativos e a segurança jurídica de contratos híbridos?

A abordagem metodológica será teórico-exploratória e descritiva, centrando-se na análise de dispositivos normativos e doutrinários relevantes, além de um exame comparativo de experiências internacionais. A pesquisa partirá de uma interpretação sistemática do Código Civil, notadamente os dispositivos relacionados à cessão de créditos e à execução de obrigações contratuais, examinando sua compatibilidade com a automação de smart contracts e a tecnologia blockchain. Adicionalmente, a legislação específica sobre valores mobiliários, como a Lei nº 6.385/76 e as resoluções complementares da CVM, será cuidadosamente analisada para identificar os critérios que delimitam a oferta pública e a caracterização de instrumentos como valores mobiliários.

No plano internacional, o Reino Unido será uma referência central, dada a abordagem inovadora de sua Law Commission, que reconhece a validade jurídica dos smart contracts quando vinculados a um contrato formal e descritos de forma clara e compreensível. A experiência britânica oferece subsídios valiosos para a construção de uma estrutura contratual híbrida, uma vez que contempla a possibilidade de utilização de contratos automatizados, desde que a formalização jurídica convencional prevaleça em caso de conflito interpretativo. Tal experiência contribuirá para o desenvolvimento de uma solução que preserve a segurança jurídica do TIDC, assegurando clareza nos direitos e obrigações, ao mesmo tempo em que se mantém a eficiência tecnológica proporcionada pelo uso de smart contracts.

As fontes de consulta utilizadas compreenderão: (i) normativas nacionais, incluindo o Código Civil, a Lei nº 6.385/1976 e as Resoluções CVM nº 30/2021 e nº 88/2022; (ii) jurisprudência administrativa da CVM em casos análogos, especialmente no que tange à securitização e tokenização de ativos; (iii) publicações acadêmicas e técnicas sobre blockchain e contratos inteligentes; e (iv) relatórios e pareceres de jurisdições estrangeiras, em especial o modelo britânico sobre contratos híbridos e tokenização de ativos.

O acesso às informações será garantido por meio de bases normativas públicas (Portal da Legislação Brasileira, CVM e Banco Central), bem como a bases de dados acadêmicas, como SciELO, Google Scholar e ResearchGate. Adicionalmente, entrevistas exploratórias com profissionais do setor, incluindo advogados especializados e reguladores, serão realizadas para aprofundar a compreensão sobre os desafios práticos enfrentados na estruturação de operações tokenizadas. Estudos de casos concretos, como a experiência do TIDC estruturado pelo Itaú, quando informações públicas estiverem disponíveis, também integrarão o levantamento empírico da pesquisa.

Essa abordagem integrada permitirá a construção de uma solução jurídica robusta, alinhada ao ordenamento nacional, mas informada por práticas internacionais consolidadas, assegurando que o TIDC possa ser implementado com segurança, simplicidade e conformidade legal no mercado financeiro brasileiro.

3. Justificativa da Relevância Prática, Caráter Inovador e Potencial de Impacto:

O presente estudo jurídico se propõe a investigar a estruturação do Token de Investimento em Direitos Creditórios (TIDC) no mercado financeiro brasileiro, um instrumento inovador que alia tecnologia e segurança jurídica para aprimorar operações de antecipação de recebíveis. Essa abordagem se justifica pelo potencial de oferecer uma alternativa mais eficiente e acessível ao Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), tradicionalmente caracterizado por estrutura regulatória complexa e onerosidade decorrente da exigência de múltiplos intermediários, como administradores fiduciários, custodiante e auditores independentes. Tal cenário torna o acesso ao mercado de capitais restrito a empresas de maior porte, impedindo a democratização do crédito no país.

O TIDC busca simplificar esse processo ao empregar uma estrutura híbrida, na qual um contrato escrito, formalmente elaborado com base nos artigos 286 a 298 do Código Civil, é complementado por smart contracts que automatizam o cumprimento de obrigações previamente estabelecidas. A implementação de tecnologia blockchain confere segurança e transparência, pois as transferências de direitos creditórios, liquidações financeiras e critérios de elegibilidade são executados de forma imutável e auditável, sem a necessidade de intervenção contínua de intermediários. Essa inovação reduz o risco operacional, melhora o fluxo de informações e diminui os custos de manutenção da operação, ampliando o acesso ao mercado para pequenas e médias empresas.

O caráter inovador do TIDC reside na capacidade de promover a automação contratual sem comprometer a segurança jurídica. A tecnologia blockchain é utilizada como ferramenta de suporte e não como ativo autônomo de negociação. A estrutura jurídica do contrato prevalece, assegurando que a titularidade dos créditos e seus fluxos financeiros permaneçam atrelados à cessão formal, evitando a criação de um ativo financeiro com livre circulação em mercado secundário e, portanto, a caracterização como valor mobiliário nos termos da Lei nº 6.385/76.

A relevância prática deste estudo decorre da necessidade de adequação de instrumentos financeiros ao contexto de inovação tecnológica, especialmente em face do crescente desenvolvimento de soluções tokenizadas e do avanço de iniciativas como o Drex, que buscam a digitalização de operações financeiras no Brasil. A introdução de smart contracts vinculados a contratos formalmente escritos pode transformar o mercado de antecipação de recebíveis, possibilitando operações mais eficientes e juridicamente seguras. A ausência de um marco regulatório específico

para tokenização de ativos e a complexidade das normativas atuais tornam o presente estudo essencial para a harmonização entre tecnologia e segurança jurídica.

O potencial de impacto do TIDC é significativo, pois a estrutura simplificada e automatizada propõe a redução de barreiras de entrada ao mercado de capitais, ampliando as oportunidades de captação de recursos por empresas de menor porte. A substituição de procedimentos manuais por soluções automatizadas também fortalece a integridade das operações ao permitir rastreamento contínuo e auditabilidade imediata. Essa modernização contribui para o aumento da transparência e o fortalecimento da proteção ao investidor, enquanto proporciona flexibilidade e eficiência para os emissores de crédito.

No plano comparativo, a abordagem regulatória britânica será explorada como referência, especialmente pela maneira como o Reino Unido tem reconhecido a validade de smart contracts quando vinculados a contratos formais tradicionais. A experiência britânica, ao permitir o uso de automações tecnológicas em consonância com os princípios de clareza e segurança jurídica, oferece um paralelo relevante ao cenário brasileiro, indicando caminhos para a implementação de um TIDC juridicamente seguro e operacionalmente viável.

Assim, a pesquisa se justifica por sua contribuição teórica e prática, ao explorar como um modelo contratual híbrido, ancorado no Código Civil, pode promover maior eficiência e segurança no mercado financeiro, ao mesmo tempo em que respeita os princípios de conformidade e proteção ao investidor. A proposta busca não apenas a viabilidade jurídica do TIDC, mas também o desenvolvimento de uma base normativa que favoreça a inovação no mercado de capitais, contribuindo para o avanço da economia digital no Brasil

4. Familiaridade do Pesquisador com o Objeto da Pesquisa:

O pesquisador possui extensa e consolidada experiência no campo jurídico e financeiro aplicável ao objeto desta pesquisa, tendo acumulado mais de 20 anos de atuação como gestor de crédito, com ênfase em operações estruturadas e análise de risco. É graduado em Direito e Engenharia, formações que proporcionam a combinação de conhecimentos técnicos e jurídicos necessários para

a abordagem integral das complexidades presentes na estruturação de instrumentos financeiros inovadores, como o Token de Investimento em Direitos Creditórios (TIDC).

No decorrer de sua trajetória profissional, o pesquisador dedicou-se à análise jurídica de diversas operações de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), adquirindo profundo domínio sobre a legislação aplicável, em especial os dispositivos do Código Civil (Lei nº 10.406/2002) relativos à cessão de créditos, bem como o arcabouço regulatório estabelecido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Sua experiência inclui a identificação e mitigação de riscos associados a estruturas de crédito mal formalizadas, com foco em segurança contratual, conformidade regulatória e eficiência operacional.

Essa vivência prática confere ao pesquisador a capacidade não apenas de compreender as complexidades inerentes à cessão de créditos e ao financiamento estruturado, mas também de explorar de forma crítica e técnica as inovações proporcionadas pela tokenização de ativos e pelo uso de smart contracts em blockchain.

5. Bibliografia Preliminar:

Legislação Nacional:

- Código Civil Brasileiro (Lei nº 10.406/2002) – Dispositivos relativos à cessão de créditos, com destaque para os artigos 286 a 298.
- Lei nº 6.385/1976 – Normas aplicáveis ao mercado de capitais e à definição de valores mobiliários.
- Lei nº 14.430/2022 – Normas sobre securitização de recebíveis e operações estruturadas.
- Resolução CVM nº 30/2021 – Definição de investidores qualificados e oferta restrita.
- Resolução CVM nº 88/2022 – Regulamentação de ofertas públicas via crowdfunding.

Doutrina Jurídica e Financeira Nacional:

- GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Contratos. São Paulo: Saraiva, 2020.

- TARTUCE, Flávio. *Manual de Direito Civil: Volume Único*. 14. ed. São Paulo: Método, 2024.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial***.** 34. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024.

Publicações Técnicas e Relatórios Institucionais:

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Drex – Moeda Digital Brasileira. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/drex. Acesso em: 7 jan. 2025.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Parecer de Orientação CVM nº 40: Criptoativos e sua relação com valores mobiliários. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-publica-parecer-de-orientacao-sobre-criptoativos. Acesso em: 7 jan. 2025.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Consolidação de Pareceres de Orientação. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/orientacoes. Acesso em: 7 jan. 2025.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). CVM Sistemas: Informações e pareceres sobre valores mobiliários. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/sistemas. Acesso em: 7 jan. 2025.

Experiência Internacional (Foco no Reino Unido):

- LAW COMMISSION. UK Law Commission Report on Smart Contracts. Londres, 2021. Disponível em: https://lawcom.gov.uk/project/smart-contracts/. Acesso em: 7 jan. 2025.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). FCA welcomes Project Guardian's first industry report on tokenisation. Londres, 2023. Disponível em: https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-welcomes-project-guardian-report-tokenisation. Acesso em: 7 jan. 2025.

6. Cronograma de Execução:

Atividade	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Horas
Análise da Legislação (10%) - 30h (3 semanas)	X								**30h**
Entrevistas e Coleta de Dados (30%) - 90h (9 semanas)	X	X	X						**90h**
Leitura e Fichamento de Material (33%) - 100h (10 semanas)				X	X	X			**100h**
Redação e Produção do Texto (20%) - 60h (6 semanas)						X	X		**60h**
Revisão Final e Ajustes (7%) - 20h (2 semanas)								X	**20h**
Total Estimado de Horas:	**X**	**X**	**X**	**X**	**X**	**X**	**X**	**X**	**300h**