



EDUARDO GOULART PIMENTA

Direito do Mercado Financeiro e de crédito

VERSÃO 2024





EDUARDO GOULART PIMENTA

O estudo do Direito Empresarial sempre passou, desde os tempos em que a disciplina era denominada Direito Comercial, pelo estudo dos Títulos de Crédito.

Baseada na apresentação e análise das normas sobre a Letra de Câmbio, Nota Promissória, Cheque e Duplicatas, a matéria tornou-se, com o tempo, objeto de crescentes críticas, ao fundamento de que se desconectava da realidade das transações envolvendo o uso do crédito.

É, de fato, inegável que os quatro modelos fundamentais sobre os quais a disciplina se apoiava caíram, em maior ou menor proporção, em desuso, o qual se aprofundou a partir da massificação das transações pela internet. Apesar disso, ainda é indispensável, para a boa compreensão da regulação jurídica das relações creditícias, o conhecimento de institutos como endosso, aval e protesto, os quais têm, ainda hoje, grande utilidade.

Conciliar a necessária abordagem destes temas, ainda caros ao estudo da disciplina, com questões decorrentes, em sua maioria, da já aludida massificação das transações pela internet, foi o ambicioso objetivo deste trabalho.

Desta forma, o texto procura apresentar e analisar institutos ligados à forma tradicional do tema e, em sequência, conciliá-los com questões atuais, como a disseminação de arranjos de pagamento, smart contracts, data science e financiamento participativo, entre outros.

Neste caminho, a abordagem se divide em dois grandes eixos, sendo um deles dedicado ao estudo do fornecimento de crédito com patrimônio próprio e o outro referente ao fornecimento de crédito realizado a partir de dinheiro captado, pelo fornecedor, no mercado.

Eduardo Goulart Pimenta

Doutor e Mestre em Direito Empresarial – UFMG
Professor da Faculdade de Direito da UFMG e PUC/MG
Procurador do Estado de Minas Gerais
Consultor e árbitro

ISBN 978-65-6006-062-3



9 786560 060623 >

doi 10.29327/5363711

EXPERT
EDITORA ESPECIAL

Direito do Mercado Financeiro e de crédito



EDUARDO GOULART PIMENTA

3ª EDIÇÃO

Atualizada e ampliada Até 31/12/2023



Eduardo Goulart Pimenta

Doutor e Mestre em Direito Empresarial - UFMG
Professor Associado de Direito Empresarial na UFMG
Professor Adjunto da Faculdade de Direito da PUC/MG
Procurador do Estado de Minas Gerais
Consultor e árbitro

Direção editorial: Luciana de Castro Bastos

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/> "A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Pimenta, Eduardo Goulart

Direito do mercado financeiro e de crédito.

[eletrônico] / Eduardo Goulart Pimenta.

Belo Horizonte : Eduardo Goulart Pimenta, 2023. 3ª edição – atualizada e ampliada até 06 de Fevereiro de 2024

ISBN: 978-65-6006-062-3

DOI: 10.29327/5363711

1. Direito empresarial 2. Direito Financeiro - Brasil 3. Direito I. Título.

CDD:342.2

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORA DIGITAL



Prof. Dra. Adriana Goulart De Sena Orsini
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Alexandre Miguel

Cavaco Picanco Mestre
Universidade Autónoma de Lisboa, Escola.
Superior de Desporto de Rio Maior, Escola.
Superior de Comunicação Social (Portugal), The
Football Business Academy (Suiça)

Prof. Dra. Amanda Flavio de Oliveira
Universidade de Brasília - UnB

Prof. Dr. Carlos Raul Iparraguirre
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Uni-
versidad Nacional del Litoral (Argentina)

Prof. Dr. César Mauricio Giraldo
Universidad de los Andes, ISDE, Universidad
Pontificia Bolivariana UPB (Bolívia)

Prof. Dr. Eduardo Goulart Pimenta
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.
e PUC - Minas

Prof. Dr. Francisco Satiro
Faculdade de Direito da USP - Largo São
Francisco

Prof. Dr. Gustavo Lopes Pires de Souza
Universidad de Litoral (Argentina)

Prof. Dr. Henrique Viana Pereira
PUC - Minas

Prof. Dr. Javier Avilez Martínez
Universidad Anahuac, Universidad
Tecnológica de México (UNITEC), Universidad
Del Valle de México (UVM) (México)

**Prof. Dr. João Bosco Leopoldino da
Fonseca**
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.

Prof. Dr. Julio Cesar de Sá da Rocha
Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Leonardo Gomes de Aquino
UnICEUB e UniEuro, Brasília, DF.

Prof. Dr. Luciano Timm
Fundação Getúlio Vargas - FGVSP

Prof. Dr. Mário Freud
Faculdade de direito Universidade Agostinho
Neto (Angola)

Prof. Dr. Marcelo Andrade Fêres
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Omar Jesús Galarreta Zegarra
Universidad Continental sede Huancayo, Uni-
versidad Sagrado Corazón (UNIFE), Universidad
Cesar Vallejo. Lima Norte (Peru)

Prof. Dr. Raphael Silva Rodrigues
Centro Universitário Unihorizontes
e Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dra. Renata C. Vieira Maia
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

**Prof. Dr. Rodolpho Barreto Sampaio
Júnior**
PUC - Minas e Faculdade Milton Campos

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.
PUC - Minas

Prof. Dr. Thiago Penido Martins
Universidade do Estado de Minas Gerais -
UEMG

APRESENTAÇÃO

O estudo do Direito Empresarial sempre passou, desde os tempos em que a disciplina era denominada Direito Comercial, pelo estudo dos Títulos de Crédito.

Baseada na apresentação e análise das normas sobre a Letra de Câmbio, Nota Promissória, Cheque e Duplicatas, a matéria tornou-se, com o tempo, objeto de crescentes críticas, ao fundamento de que se desconectava da realidade das transações envolvendo o uso do crédito.

É, de fato, inegável que os quatro modelos fundamentais sobre os quais a disciplina se apoiava caíram, em maior ou menor proporção, em desuso, o qual se aprofundou a partir da massificação das transações pela internet.

Apesar disso, ainda é indispensável, para a boa compreensão da regulação jurídica das relações creditícias, o conhecimento de institutos como endosso, aval e protesto, os quais têm, ainda hoje, grande utilidade.

Conciliar a necessária abordagem destes temas, ainda caros ao estudo da disciplina, com questões decorrentes, em sua maioria, da já aludida massificação das transações pela internet, foi o ambicioso objetivo deste trabalho.

Desta forma, o texto procura apresentar e analisar institutos ligados à forma tradicional do tema e, em sequência, conciliá-los com questões atuais, como a disseminação de arranjos de pagamento, *smart contracts*, *data science* e financiamento participativo, entre outros.

Neste caminho, a abordagem se divide em dois grandes eixos, sendo um deles dedicado ao estudo do fornecimento de crédito com patrimônio próprio e o outro referente ao fornecimento de crédito realizado a partir de dinheiro captado, pelo fornecedor, no mercado.

Eduardo Goulart Pimenta
Belo Horizonte, Julho de 2021.

Sumário

1. Relações creditícias, Títulos de Crédito e princípios cambiários 13

1.1 – Elementos constitutivos e funções da operação de crédito na Economia	13
1.2 - Origem e definição de títulos de crédito	21
1.3 – Princípio da documentalidade.....	23
1.4 – Princípio da literalidade.....	26
1.5 – Princípio da autonomia.....	27
1.6 – A independência e a tipicidade nos títulos de crédito	30
1.7 – Causalidade e abstração nos títulos de crédito	32

2. Declarações cambiais, vencimento, pagamento e protesto..... 35

2.1 - A Letra de Câmbio e a Nota Promissória.....	35
2.2 - As Declarações cambiais	37
2.3 – Saque ou emissão: o ato de criação do título de crédito	38
2.4 – O aceite nas ordens de pagamento.....	42
2.5 – O endosso: transferência do direito previsto nos títulos de crédito.....	43
2.6 – O Aval: garantia nos títulos de crédito.....	46
2.7 - Vencimento e pagamento nos títulos de crédito: a exigibilidade e a extinção do direito do credor	48
2.8 - O Protesto cambiário como prova de inadimplemento – Lei n. 9.492/1997	52

3. Cheque, Duplicata e títulos do agronegócio.....	59
3.1 - Cheque.....	59
3.2 – Duplicata.....	68
3.3 - A desmaterialização dos títulos de crédito e a duplicata escritural.....	75
3.4 Títulos do agronegócio.....	82
3.5 – Securitização e a Lei n. 14.430/2022.....	88
4. O sistema bancário de captação de poupança para fornecimento de crédito.....	99
4.1 – Bancos: origem e caracterização.....	99
4.2 – O Sistema Financeiro Nacional e o Conselho Monetário Nacional.....	107
4.3 – O Banco Central do Brasil.....	108
4.4 - Instituições Financeiras.....	113
5. Instrumentos bancários de captação e fornecimento públicos de crédito.....	119
5.1 – Títulos de crédito bancários.....	119
5.1.1- Cédulas de Crédito.....	121
5.1.2- Letras de Crédito.....	123
5.2 - <i>Leasing</i> ou arrendamento mercantil.....	126
5.3 – Desconto bancário, faturização e cessão fiduciária de títulos de crédito.....	131
6. Crédito e financiamento de atividades empresariais.....	139
6.1 – Investimento de dinheiro do próprio investidor.....	139

6.2 - Investimento de dinheiro captado no mercado: fundos de investimento e <i>venture capital</i>	142
6.3 - O contrato de <i>vesting</i> como geração de crédito na forma de participação societária.....	149
6.4 - O contrato de Sociedade em Conta de Participação.....	156

7. Disrupção digital em mercado de crédito: novos prestadores de serviços financeiros..... 163

7.1 - Uso da criptografia e identidades digitais como formas de declaração de consentimento	168
7.2. - Os contratos "inteligentes" (<i>smart contracts</i>) e sua utilização no mercado financeiro e de crédito.....	173
7.3 - Arranjos e Instituições de Pagamento	181
7.4 - Utilização e processamento em massa de dados para orientação de decisões no mercado de crédito: <i>Data Science</i>	192

8. Tecnologia, disrupção digital e mercado de crédito: um novo ambiente de negociações.....199

8.1 - O <i>problema da confiança</i> e sua importância para o mercado.....	199
8.2 - Os <i>terceiros confiáveis</i> e sua participação no mercado de crédito.....	205
8.3 - Tecnologias disruptivas: o que são e seu impacto sobre o mercado e o Direito.....	210
8.4 - A internet e a disrupção nas trocas e sua disciplina legal.....	214
8.5 - Redes <i>peer-to-peer</i> (ponto a ponto): o desenvolvimento de um sistema virtual e descentralizado de trocas.....	217
8.6 - <i>Blockchain</i> e a formação de um sistema descentralizado de solução prévia para o <i>problema da confiança</i>	220
8.7 - Perspectivas da regulação jurídica em um mercado	

descentralizado de negociações digitais.....228

8.8 - Arranjos de pagamento, *blockchain* e *smart contracts*: sua utilização e regulamentação pelo sistema financeiro nacional.....238

9. Tecnologia, disrupção digital e mercado de crédito: novos tomadores de decisões, novos ativos e novas formas de captação pública de recursos 241

9.1 – O uso de inteligência artificial na tomada de decisões no mercado de crédito.....241

9.1.1 – Tomada de decisão e investimentos.....241

9.1.2 – Algoritmos e tomada de decisão no mercado de crédito .244

9.2 – Disrupção digital e novos ativos financeiros: as criptomoedas.. 251

9.3 - Disrupção digital e novas formas de captação pública de recursos: *Crowdfunding* e *Initial Coin Offering*.....260

9.3.1 – *Crowdfunding*: captação coletiva de recursos através de plataformas digitais.....260

9.3.2– *Initial coin offering* (oferta inicial de moeda) ou *token sales* (vendas de tokens): captação coletiva de recursos financeiros via *blockchain*266

Referências bibliográficas..... 271

1. RELAÇÕES CREDITÍCIAS, TÍTULOS DE CRÉDITO E PRINCÍPIOS CAMBIÁRIOS

1.1 – ELEMENTOS CONSTITUTIVOS E FUNÇÕES DA OPERAÇÃO DE CRÉDITO NA ECONOMIA

O termo crédito é, pode-se afirmar, inerente ao vocabulário cotidiano da gigantesca maioria das pessoas. Isto, porém, não significa que seja fácil determinar, com um mínimo de clareza, o significado de tão usual vocábulo.

Crédito contém, em seu significado, duas ideias básicas: tempo e confiança. "Dar crédito" a alguém implica, a um só tempo, confiar na conduta prometida e, também, conceder um lapso temporal para sua colocação em prática.

Em termos econômicos, a expressão "dar crédito" assume um sentido também essencialmente atrelado às noções de confiança e tempo, mas toma contornos mais bem definidos, ao menos quanto à conduta esperada.

Economicamente, "dar crédito" a alguém significa permitir que esta pessoa, destinatária do crédito, possa usar, por determinado período de tempo, recursos financeiros do fornecedor deste crédito, sempre com o dever de, no futuro, restituir os recursos utilizados.

Explica-se melhor: em uma operação econômica de crédito há, sempre, dois polos de direitos e obrigações.

O primeiro destes polos é ocupado pelo que aqui se chama de "fornecedor do crédito". Titular de certa quantidade de recursos financeiros, esta pessoa ou grupo organizado permite que tais recursos sejam, por determinado período de tempo, utilizados por outra pessoa ou grupo, ora chamado "tomador do crédito".

Este polo, tomador do crédito, usará os recursos financeiros do fornecedor com a obrigação de, em data futura, antecipadamente definida, restituir tais recursos ao seu titular.

A operação de crédito implica, portanto, o uso temporário de recursos financeiros alheios, com a obrigação de restituição futura.

São elementos componentes de uma operação de crédito, do ponto de vista subjetivo, o polo fornecedor do crédito (denominado credor) e o polo tomador do crédito (chamado devedor).

Do ponto de vista objetivo, a operação de crédito comporta um determinado ou determinável montante de recursos financeiros de titularidade do credor, o qual será, por certo período de tempo, utilizado pelo devedor, sempre com a obrigação de restituição futura.

Pode-se afirmar, deste modo, que crédito é, em termos econômicos, o uso presente de recursos financeiros futuros. Uso presente de dinheiro futuro. O tomador do crédito não dispõe (ou melhor, não precisa dispor), em momento presente dos recursos financeiros por ele usados. Usará, no presente, dinheiro alheio. Uso presente de recursos financeiros de terceiros com a obrigação de restituição futura.

As noções de tempo e confiança também estão presentes. Há um lapso temporal determinado ou determinável entre o momento da utilização dos recursos financeiros alheios e o dever de restituí-los. Só se pode, portanto, falar em crédito se houver um mínimo de tempo entre o momento em que o devedor inicia o uso dos recursos financeiros do credor e aquele em que deverá fazer a restituição destes valores.

Há também o elemento confiança, no sentido de que o credor só admite o uso, pelo devedor, de seus recursos financeiros por ter a expectativa legítima (confiança) de que, no momento futuro antecipadamente estabelecido, haverá a restituição integral destes mesmos valores.

Este uso de recursos financeiros alheios pressupõe duas premissas jurídicas e fáticas intransponíveis, quais sejam: o consentimento do titular do dinheiro o usado; a obrigação de restituição integral, em momento futuro, do valor utilizado; remuneração pelo uso do dinheiro no tempo, na forma de juros (pré ou pós fixados).

Só há operação de crédito se houver consentimento de todos os envolvidos na operação. Ninguém é obrigado a admitir o uso de seus recursos financeiros por terceiro, bem como, por outro lado, a nenhuma pessoa será imposto o dever de tomar temporariamente o dinheiro alheio.

Da mesma forma, só se pode falar em crédito se houver a previsão de restituição integral e futura dos valores do credor utilizados temporariamente pelo devedor. Crédito implica em uso consentido e temporário (não permanente) do dinheiro alheio.

Acrescente-se também que o devedor é obrigado a remunerar o credor pela utilização temporária de seus recursos financeiros. O titular dos recursos financeiros objeto da operação de crédito será remunerado por abdicar, por determinado período de tempo, de seu uso, em favor do devedor. Tal remuneração é constituída, em sua forma mais elementar, por juros.

Isto significa que o tomador do crédito (devedor), "paga" pelo direito de usar temporariamente os recursos financeiros do fornecedor deste crédito (credor) e que este pagamento se efetiva, basicamente, pela forma de juros.

Se, do ponto de vista do credor, fica assim nitido o seu interesse na operação de crédito (receber juros pelo dinheiro temporariamente cedido ao devedor), resta esclarecer qual é, por parte do polo tomador do crédito (devedor) seu interesse na operação.

O primeiro destes objetivos está no aumento presente de sua capacidade de adquirir bens e serviços. O uso do crédito aumenta, muitas vezes de forma exponencial, a capacidade aquisitiva do devedor, ainda que apenas por um determinado período de tempo. O crédito permite, portanto, a ampliação do acesso do devedor a uma série de bens e serviços que, de outra forma, não poderiam ser, por ele, adquiridos ou utilizados.

O uso do crédito, pelo devedor, implica também na desnecessidade de usar, em momento presente, seus próprios recursos financeiros, os quais ficam, portanto, temporariamente

disponíveis para serem armazenados ou utilizados em outras finalidades. Usar crédito libera os recursos financeiros do devedor para outros usos.

Vê-se, portanto, que o crédito (uso presente de dinheiro alheio com obrigação de restituição futura) amplia a capacidade aquisitiva do devedor, libera seus recursos financeiros para outros usos e, ao mesmo tempo, permite ao credor ser remunerado pela simples concessão de uso temporário de seus recursos financeiros¹.

Vale, porém, frisar que a decisão de participar (seja como credor ou devedor) de uma operação de crédito é de natureza estritamente econômica. Tomar ou dar crédito é uma decisão pautada essencialmente pela análise da relação de custo-benefício de cada uma destas opções.

Como dito, ninguém é obrigado a tomar o dar crédito a outrem, trata-se de uma escolha, não de uma obrigação legal, e esta decisão se pauta (ou, ao menos, deveria se pautar) por critérios econômicos.

À legislação não cabe regular a decisão entre tomar ou não tomar crédito, dar ou não dar crédito. Cumpre-lhe assegurar que, uma vez implementada a operação de concessão e tomada de crédito, as prestações de cada um dos polos (credor e devedor) estejam devidamente fixadas, bem como a forma de exercício de seus respectivos direitos e obrigações.

Ao Direito cumpre criar institutos que confirmem certeza a esta transferência temporária de recursos financeiros entre credores e devedores, estabelecendo, de forma antecipada, os direitos e deveres de cada um deles, o lapso temporal e a forma de restituição dos valores, bem como as regras de alteração na titularidade

¹ "Já desde o fim do Século XVI, e sempre mais intensamente, nos séculos sucessivos, a economia passou a assentar no crédito. Crédito, ou seja, possibilidade de dispor imediatamente de determinados bens para construir fábricas e instalações industriais; crédito para comprar mercadorias que apenas sucessivamente possam ser pagas. A economia moderna vive realmente do crédito; o seu desenvolvimento está intimamente ligado ao problema do crédito". ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. Saraiva e Cia. São Paulo. 1947. Pg. 99.

deste direito, garantias e implementação forçada das prestações contraídas.

Estes institutos, reguladores dos direitos e deveres em uma operação de crédito, são, sob o prisma tradicional, basicamente dois: contratos e títulos de crédito.

Contratos se formam bilateralmente e fixam direitos e deveres recíprocos dos contratantes. Para que haja contrato é necessária a participação de, pelo menos, duas vontades, que reciprocamente se obrigam a prestações estabelecidas pelo vínculo criado.

A contratação (fornecimento e tomada) de crédito é, em sua absoluta maioria², uma operação de natureza contratual. Há o fornecedor do crédito e o tomador destes valores, este último obrigado a, em data futura, restituir a quantia tomada. Em regra, ambos assumem voluntariamente suas respectivas posições e deveres³, em nítido relacionamento contratual.

Tem-se, portanto, que a operação econômica de tomada e fornecimento de crédito pode formalizar-se, juridicamente, por meio de um instrumento de natureza contratual, o qual estipulará as prestações reciprocamente assumidas na operação.

Vale notar, entretanto, que o contrato apresenta, como instituto regulador de uma operação de crédito, alguns aspectos que comprometem sua eficiência, para esta finalidade.

Em primeiro lugar, pode-se apontar que a cessão de direitos contratuais é ato relativamente rígido, dadas as suas condições de validade⁴. Dificulta-se, deste modo, a transferência da posição

2 Há situações de débito e crédito que decorrem de uma relação não contratual entre os partícipes. É, por exemplo, o caso em que uma pessoa causa dano material a outra. Esta última se torna credora da primeira (dever legal de indenizar) sem que tenha havido, na formação deste crédito, um contrato entre elas.

3 A título de exemplo, cabe ao credor, em uma operação contratual desta natureza, fornecer, na forma e prazo estipulados, os valores contratados, além de aguardar a data de vencimento da dívida para exercer seus direitos em relação ao devedor. Já este último tem, em essência, a obrigação de restituir os valores que lhe foram emprestados, acrescidos dos encargos contratuais ou legalmente estipulados.

4 É possível citar, como fatores comprometedores da celeridade e eficiência da cessão de créditos, a possibilidade de se opor ao novo credor as eventuais exceções contratuais existentes contra o credor original (em nítida fragilização da

de credor ou de devedor, o que impede a circulação do crédito pactuado.

Em segundo lugar, deve-se observar que a adição de terceira pessoa, decidida a garantir, com seus bens, o pagamento da dívida assumida pelo devedor é realizada, na generalidade dos contratos, pelo instituto da fiança, o qual, de modo similar à cessão de créditos, se cerca de formalidades e limites que, em diversas oportunidades, torna ineficiente sua adoção.

Tem-se, portanto, que o emprego do contrato como instituto regulador de uma operação econômica de fornecimento e tomada de crédito apresenta relevantes dificuldades para, a título de exemplo, a transferência ou a adição de garantias ao crédito objeto da operação.

A necessidade de aprimorar a regulação jurídica do fornecimento e tomada de capital levou, especialmente a partir do Renascimento, ao desenvolvimento de outros institutos, os quais, compreendidos sob o termo Títulos de Crédito, visavam facilitar a constituição, transferência, garantia e cobrança de uma operação de crédito.

Tão seguro quanto o contrato na fixação dos direitos e deveres originais dos tomadores e fornecedores de crédito, os Títulos de Crédito se provaram mais céleres do que aqueles na função de permitir a circulação do crédito, que se opera, aqui, por meio do ato unilateral do endosso e não pela cessão civil, prevista para a transferência de direitos contratualmente estabelecidos.

Também a entrada de garantidores na relação creditícia se mostrou mais célere e segura quando se compara o instituto cambiário do aval e seu similar civil, a fiança.

Por fim, a própria criação de um título de crédito é ato mais célere do que a formalização da grande maioria dos contratos escritos, dada a padronização de suas cláusulas por expressa tipificação normativa.

posição jurídica do novo credor) e também a necessidade de anuência do devedor original, para a validade da cessão pretendida.

Assim, durante séculos, as relações creditícias tiveram nos Títulos de Crédito seu exemplo de maior amplitude, assegurando aos credores e devedores mútuos a certeza de seus direitos e deveres, bem como a celeridade e segurança de transferência e exercício dos mesmos.

Originalmente, os títulos de crédito se prestaram a formalizar juridicamente operações realizadas entre fornecedores de crédito que se pode chamar de *não finalísticos* e seus devedores.

Fornecedor não finalístico de crédito é uma pessoa física ou jurídica que tem na venda de bens ou serviços sua atividade profissional, mas que, para ampliar o potencial número de consumidores dos bens ou serviços que oferta, aceita vender no presente e receber o pagamento no futuro.

É o caso de médicos, dentistas, advogados ou comerciantes que aceitam prestar o serviço ou entregar o produto comprado antes de efetivamente receberem o pagamento correspondente, o qual se dará em data futura e, via de regra, se formaliza juridicamente com a emissão de um título de crédito em favor deles.

Note que os citados profissionais não têm no fornecimento de crédito sua atividade econômica principal (por isso o termo *não finalístico*). Ao contrário, apenas admitem o recebimento futuro como instrumento para aumentar o número de consumidores de seus bens ou serviços.

Vale notar que o *fornecedor não finalístico de crédito* financia o devedor às custas do próprio patrimônio, pois abdica da titularidade do bem vendido ou presta o serviço contratado no presente, mas só receberá o devido pagamento em data futura.

Preferencialmente para este tipo de operação é que se constituíram as formas originais dos títulos de crédito, especialmente a Letra de Câmbio e a Nota Promissória, aos quais foram, posteriormente, adicionados o Cheque e a Duplicata.

Entretanto, e precipuamente também desde o Renascimento, pessoas físicas e jurídicas fazem do fornecimento de crédito sua principal atividade econômica.

Por isso, podem ser chamados de *fornecedores finalísticos de crédito* e seu lucro provém não da venda de bens e serviços por eles produzidos ou comercializados, mas dos juros que cobram daqueles que tomam seu dinheiro emprestado.

Além disso, estes *fornecedores finalísticos de crédito* não emprestam, em geral, os próprios recursos financeiros. Ao contrário, eles captam dinheiro de terceiros (especialmente na forma de depósitos) para emprestá-los a quem deseja ou precisa de capital alheio.

A economia atual tem nestes *fornecedores finalísticos de crédito* – genericamente denominados bancos – seu eixo fundamental nas operações de crédito, e tanto sua forma de operação quanto regulação são substancialmente diferentes daquelas operações envolvendo *fornecedores não finalísticos de crédito*.

Desta forma, a primeira parte deste trabalho é voltada para o estudo dos princípios, institutos, declarações e modelos de títulos de crédito empregados, basicamente, por *fornecedores não finalísticos de crédito*.

Já a segunda parte tratará dos *fornecedores finalísticos de crédito*, sua forma de operação, regulação jurídica e principais institutos por eles empregados tanto para captação de dinheiro quanto para financiamento de seus devedores.

A terceira parte do trabalho tem por objeto a análise de *instrumentos e agentes não bancários* dedicados à transferência de recursos financeiros e/ou captação e fornecimento de crédito pela internet, os quais são conhecidos pelo termo *fintech*.

A massificação da internet e o desenvolvimento de soluções a ela relacionadas provocou o aparecimento de vários destes agentes e sistemas, que operam exclusivamente *online* e são alternativas às instituições financeiras tradicionais tanto para quem deseja fornecer crédito quanto para quem deseja obter dinheiro emprestado ou realizar transferências de recursos financeiros.

Por fim, a quarta parte deste trabalho é dedicada a institutos reguladores do fornecimento de crédito realizado por *pessoas físicas*

ou jurídicas não bancárias em favor de determinado empresário ou sociedade empresária e destinado ao financiamento das atividades econômicas realizadas por este último.

1.2 - ORIGEM E DEFINIÇÃO DE TÍTULOS DE CRÉDITO

A origem dos títulos de crédito está estreitamente relacionada ao período histórico do Renascimento, o qual tem, com um de seus traços, o reaquecimento, na Europa, das atividades comerciais.

Particularmente a partir do Século XV, a forma feudal de produção entra em declínio na Europa e, em seu lugar, passa a predominar a economia baseada no comércio, especialmente em cidades Italianas, as quais se destacaram como importantes referências nesta atividade⁵.

Desde então – e até hoje – a atividade comercial passou a apresentar alguns aspectos fundamentais para o seu eficiente exercício, os quais se refletem sobre as normas destinadas à sua disciplina.

Dentre estas características está a constante necessidade de adequação das regras adotadas na negociação, que evoluem no sentido de tornar mais segura, célere e eficiente as transações econômicas.

Por isso, normas destinadas à regulação destas operações precisam ter na agilidade e desapego ao formalismo dois de seus mais relevantes aspectos⁶.

5 Ao explicar a origem histórica da Letra de Câmbio, Fran Martins explica: "Apesar de pesquisadores do direito afirmarem que os princípios que regulam as letras de câmbio já eram, de forma rudimentar, conhecidos em Roma, e mesmo, antes, entre os assírios, foi na Idade Média que começou a estruturar-se esse instituto jurídico, nas cidades italianas, com a finalidade de facilitar operações comerciais". MARTINS, Fran. *Títulos de Crédito*. 14ª edição. Rio de Janeiro. Ed. Forense. 2008. Pg. 28.

6 "Em face da técnica própria do direito comercial e de seu objetivo de regular operações em massa, em que a rapidez de contratação é elemento substancial, forçou-se a supressão do formalismo. REQUIÃO. Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 1º Volume. 26ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2005. Pg. 32.

Outro aspecto fundamental para o comércio é a necessidade de grandes quantidades de capital para a execução de empreendimentos de grande porte, como a realização de navegações a outros continentes para aquisição de produtos a serem revendidos.

Estas duas necessidades do comércio e dos comerciantes foram atendidas com a criação de documentos que regulavam a criação, transferência, garantia e exigibilidade de dívidas assumidas entre eles.

Tais documentos, oriundos especialmente de usos e costumes da época, tornavam mais ágeis as transações comerciais, já que dispensavam o emprego de regras civis pautadas, por decorrência do direito romano, pela rigidez e formalismo, os quais comprometiam sua eficiência para fins comerciais⁷.

Além disso, estes novos instrumentos jurídicos davam forma e segurança às operações que envolviam o empréstimo de dinheiro, além de permitir que fosse realizada a operação de troca entre diferentes espécies de moeda (contrato de câmbio).

Em 1893 o jurista italiano Cesare Vivante definiu tais documentos, então denominados títulos de crédito, como documentos necessários ao exercício do direito literal e autônomo neles mencionado⁸.

Tal definição foi capaz de sinteticamente indicar os três princípios fundamentais sobre os quais se constituem os Títulos de Crédito, quais sejam: a cartularidade, a literalidade e a autonomia.

7 "Realmente, se retrocedermos na história do direito, fácil será constatar que o nascimento do direito comercial se conjuga com uma fratura entre o direito romano-canônico comum então vigente e as exigências econômicas que hoje em dia denominaríamos capitalísticas e que se fizeram sentir desde as comunas italianas no século XII em contraposição ao sistema econômico então mais geralmente difundido". ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. Livraria Acadêmica Saraiva. São Paulo. 1947. Pg. 22.

8 VIVANTE, Cesare. *Tratatto di diritto commerciale*. Vol. III. Torino, Bocca. 1893. Pg. 154/155.

A partir de então, poucos foram aqueles que ousaram fazer ressalvas à definição de Vivante, a qual ganhou, no artigo 887 do Código Civil de 2002, o *status* de norma de direito positivo.

1.3 – PRINCÍPIO DA DOCUMENTALIDADE

O princípio da cartularidade decorre do termo *cártula*, que, por sua vez, remete à noção de pergaminho ou pedaço de papel no qual há alguma inscrição⁹.

A ideia central inerente a este princípio está na necessidade de existência material do título de crédito. Ele não é “somente” uma relação jurídica, é algo cuja existência pode ser faticamente demonstrada.

É preciso, portanto, que ele exista não somente no âmbito jurídico (como os contratos exclusivamente verbais ou a pessoa jurídica, por exemplo) mas, ao contrário, seja presente também no mundo físico, de forma a servir como prova das obrigações nele previstas.

Desta forma, o uso do papel como base material na qual são corporificados os títulos de crédito está essencialmente ligado à sua criação e, até o início do Século XXI, predominou de forma absoluta.

Decorre também do princípio da cartularidade a premissa de que o titular do direito de crédito somente comprova sua condição e pode demandar seus devedores com a posse e apresentação da base física na qual está inscrito tal direito.

Sem a *cártula*, o documento, não há como exigir o cumprimento da obrigação dos devedores, mas, em havendo a apresentação deste documento, há o dever de pagar àquele que a apresenta¹⁰.

⁹ “*Cártula*, proveniente do latim ‘*charta*’, de onde se originou também ‘*carta*’ e ‘*cartilha*’, é um documento escrito, como uma carta. Porém, a carta cambiária tem um sentido especial de ser um pedaço de papel escrito, mas dotado de direitos, pois é nesse papel que se incorpora e se formaliza o título de crédito”. MIRANDA, Maria Bernadete. *Curso Teórico e Prático dos Títulos de Crédito*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2006. Pg. 10.

¹⁰ A citada definição de Vivante expressa o princípio da cartularidade quando indica que o título de crédito é um *documento necessário ao exercício do direito*

Por outro lado, a exibição do documento, pelo credor, é, em regra, suficiente para demonstrar a certeza e liquidez do direito de crédito, sendo desnecessária qualquer outra prova da relação jurídica que deu origem ao débito e crédito existente entre aquelas pessoas.

O princípio da cartularidade tornou-se objeto de dúvida desde a adoção - e posterior massificação - dos chamados *títulos de crédito escriturais*, os quais não são corporificados em papel, mas decorrem do armazenamento, em forma de registro eletrônico e realizado por instituição autorizada a desempenhar esta função, das informações referentes a uma determinada operação de crédito.

A dúvida fundamental é saber se ainda há sentido para o princípio da cartularidade em um mercado no qual a existência dos títulos deixa de ser materializada em papel e passa a ser demonstrada mediante acesso a registros eletrônicos mantidos por instituição (chamada de Entidade de Registro de Títulos Eletrônicos - ERTE¹¹) que, dada sua credibilidade e confiança, é autorizada mantê-los.

A prova da condição de credor não se faz, nestes casos, com a exibição de um documento constituído em papel, mas com uma certidão eletrônica emitida pela instituição mantenedora do registro das informações sobre a relação creditícia.

É inegável que a adoção deste modelo eletrônico de comprovação da relação creditícia acarreta a necessidade de adequação da noção de cartularidade. Isto, porém, não invalida a pertinência do princípio como elemento fundamental para a compreensão dos títulos de crédito, sejam eles corporificados ou não em papel.

O objetivo fundamental do princípio da cartularidade é conferir segurança às obrigações constituídas através de um título de crédito. Esta segurança decorre, precipuamente, do fato de

nele mencionado.

11 COELHO. Fábio Ulhôa. *Títulos de Crédito - uma nova abordagem*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2021. Pg. 61.

estarem expressas, por escrito, em uma base faticamente existente, como o papel.

Esta segurança e consequente confiança no instituto dos títulos de crédito decorre também da possibilidade de se provar a condição de credor e a identidade dos devedores, bem como os demais elementos constituintes da relação creditícia (como valor devido, data de vencimento da dívida, local de pagamento) através da exibição da base material (papel) na qual estão inseridas.

Neste sentido, não há, nos títulos de crédito escriturais (ou eletrônicos), uma supressão do princípio da cartularidade. Em verdade, o que houve, com os títulos de crédito escriturais, foi uma ampliação do que se considera base material capaz de provar, com segurança, os termos da relação creditícia estabelecida.

Apenas o papel era, antes dos títulos escriturais, fonte comprovável e confiável dos termos da relação creditícia¹². Hoje, esta não é mais a única fonte na qual se pode ter esta certeza e confiança, pois a ela se acrescenta a base de dados eletronicamente mantida por instituição legalmente autorizada e, ela própria, dotada de credibilidade para desempenhar este papel.

Nota-se, portanto, que seja o título corporificado em papel ou constante de registros eletronicamente mantidos por instituições dedicadas a esta atividade, a essência do princípio da cartularidade (ou, de forma mais adequada, *documentalidade*¹³) do título de crédito permanece: a exigência de que a existência do título de crédito possa ser demonstrada por meio seguro e confiável, capaz de exibir integralmente a identidade das pessoas ali colocadas como credoras e devedoras, bem como os demais elementos

12 Fábio Ulhôa Coelho se vale do termo "transmutação de suporte" para explicar a questão: "*De acordo com o suporte, os títulos de crédito podem ser cartulares ou eletrônicos. No primeiro caso, as informações que identificam o título estão lançadas na cártula (papel); no segundo, são registradas em um sistema informático, criado e mantido por uma entidade autorizada à prestação desses serviços, pelo BCB ou pela CVM*". COELHO, Fábio Ulhôa. *Títulos de Crédito – uma nova abordagem*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2021. Pg. 56.

13 SOUZA, Wallace Fabricio Paiva. *A executividade dos títulos de crédito escriturais*. Ed. D'Placido. 2017. Belo Horizonte. Pg. 62.

constitutivos da obrigação, com valor devido, data de vencimento, lugar de pagamento e data de emissão.

1.4 – PRINCÍPIO DA LITERALIDADE

O princípio da literalidade decorre, de certa forma, da documentalidade do título e significa que o documento físico ou eletrônico no qual estão inseridos os termos da relação creditícia é o limite único do direito do credor e, por consequência, da obrigação dos devedores¹⁴.

É direito do credor exigir, em sua integralidade e de todos os indicados no documento, o cumprimento da obrigação ali descrita. Assim, tudo o que validamente estiver inserido no documento, é exigível.

Lado outro, não é admitido se exigir dos devedores nada além do que esteja expressamente previsto no documento constituinte da relação creditícia. É vedado ao credor, portanto, demandar qualquer prestação além daquelas expressamente mencionadas no documento.

A interpretação dos termos de um título de crédito não se faz nem de forma restritiva aos direitos do credor, nem extensiva às obrigações dos devedores. Deve ser estritamente *literal*, ou seja, ater-se apenas e tão somente ao texto do documento.

A literalidade do título confere previsibilidade – e, portanto, segurança jurídica – a credor e devedores, posto que o documento expressa a totalidade da prestação exigível.

Aquele que tenha contato com o documento físico ou eletrônico no qual foi inserida a relação creditícia consegue extrair,

14 "O princípio da literalidade, surgido no século XVIII, com Eineccio, significa que o direito cambiário só pode ser exercido com base nos elementos constantes do título de crédito, ou seja, o direito decorrente do título é literal no sentido de que, quanto ao conteúdo, à extensão e às modalidades deste direito, é decisivo exclusivamente o que dele consta". ROSA, Jr. Luiz Emygdio. F. *Títulos de Crédito*. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2000. Pg. 56.

exclusivamente de seu conteúdo, a totalidade dos direitos e deveres exigíveis a partir daquele documento.

1.5 – PRINCÍPIO DA AUTONOMIA

Para que se possa explicar o significado do princípio da autonomia das relações cambiárias e sua importância para os títulos de crédito é preciso, antes, tratar da chamada *relação fundamental*, algo inerente aos documentos creditícios deste tipo.

Todo título de crédito é decorrente de uma ocorrência, anterior à sua criação, que origina, entre duas ou mais pessoas, uma relação de débito e crédito. É a esta relação jurídica que se dá o nome de *relação fundamental*.

Quando, por exemplo, uma pessoa adquire uma peça de roupa em uma loja, há, entre ela e o lojista, um contrato de compra e venda no qual, por livre concordância das partes, pode ser pactuado o pagamento futuro pelo produto comprado.

É, portanto, o contrato de compra e venda que torna o comprador do produto devedor do lojista. É esta relação jurídica que cria obrigações e direitos de crédito recíprocos entre as partes.

É em virtude desta relação jurídica – e conseqüente surgimento do crédito entre as partes – que há a emissão de um título de crédito (como o cheque ou a nota promissória), o qual se destina a conferir certeza, liquidez e exigibilidade ao direito do credor.

De posse deste documento, o vendedor do produto tem consigo uma prova material de seu direito, a qual lhe permitirá, se quiser, transferir tal direito a terceiro ou, em caso de não pagamento voluntário, demandar o devedor através de uma ação de execução judicial.

Assim, é possível afirmar que todo título de crédito é emitido em virtude de um evento ou relação anterior – que tem, em geral, natureza contratual¹⁵ – e gera o débito e o crédito recíprocos entre as pessoas envolvidas nesta relação ou evento.

¹⁵ A relação fundamental pode não ter natureza contratual, embora esta situação

Dada esta constatação, é possível também concluir que esta *relação fundamental* pode apresentar vícios tanto na sua formação quanto durante sua execução. Na situação citada, é possível que, por exemplo, o produto vendido estivesse defeituoso ou que o comprador estivesse induzido a erro no ato da compra.

Claro que estes vícios poderão ser alegados pelo devedor se e quando o credor pretender exercer o direito previsto no título. Como partes da *relação fundamental*, os eventuais vícios desta relação poderão ser alegados entre o credor e o devedor originalmente inseridos no título.

Entretanto, a situação será radicalmente diferente se, por acaso, houver a transferência do direito de crédito, previsto no documento, mediante a alienação do título.

É claro que esta terceira pessoa (assim chamada porque estranha à *relação fundamental*) não aceitaria receber o título se a ela pudessem ser opostos, quando do pagamento, eventuais vícios decorrentes da formação ou execução de *relação fundamental* em que ela não tomou parte.

Estes vícios não estão mencionados no documento e, portanto, somente são de conhecimento e decorrentes de atos dos participantes da *relação fundamental*. O terceiro, ao qual se transfere a titularidade do direito previsto no documento, não participou da *relação fundamental* e, portanto, não pode ter seu direito de receber obstaculizado por vícios nesta relação.

A autonomia das relações cambiárias significa exatamente a impossibilidade de que o devedor oponha à pessoa que, posteriormente, assuma a posição de credor, os vícios da *relação fundamental* estabelecida com o credor original.

Desta forma, a circulação do título se torna segura, posto que ao terceiro, que venha a se tornar titular do crédito previsto no

seja menos corriqueira. Tome-se o exemplo de uma pessoa que, inadvertidamente, causa dano ao patrimônio de outra. Este ato obriga o causador do dano a reparar os prejuízos causados, tornando-o, portanto, devedor da pessoa cujo patrimônio tenha sido danificado. Assim, é este ato civilmente ilícito que cria o débito em virtude do qual pode ser emitido um título de crédito.

documento, somente poderão ser opostas questões constantes do próprio documento, mas não os vícios da *relação fundamental*.

Estes vícios somente podem ser opostos ao credor que tenha efetivamente participado da *relação fundamental*, já que decorrentes, como demonstrado, de ato no qual este credor tomou parte.

O termo *inoponibilidade de exceções pessoais ao terceiro de boa-fé* ilustra este princípio, já que explicita exatamente a impossibilidade de que o devedor se valha de exceções ao pagamento que tenha contra outro credor (dada a *relação fundamental* entre eles) para recusar o pagamento a pessoa que venha a se tornar credora em virtude de transferência, em seu favor, do título.

Claro está que a boa-fé do terceiro, credor posterior no título, é essencial para a aplicação deste princípio. Portanto, se o destinatário da transferência do documento sabia do vício inerente à *relação fundamental*, não vigora a presunção de sua boa-fé e será possível opor, a este terceiro, os vícios da *relação fundamental*.

Por outro lado, o termo autonomia indica ainda que as obrigações previstas em um título de crédito decorrem das declarações lançadas de forma unilateral e voluntária no documento, sem necessidade, portanto, de demonstração da relação ou ato jurídico gerador do débito¹⁶.

O terceiro de boa-fé, credor no título de crédito decorrente da transferência do mesmo, pelo credor original, exercita, contra os obrigados no documento, um direito autônomo, ou seja, desvinculado das relações e vícios existentes entre os coobrigados anteriores.

Se a obrigação do devedor, em um título de crédito, decorre da declaração unilateral e voluntária que tenha realizado no documento,

16 "Significa a autonomia o fato de não estar o cumprimento das obrigações assumidas por alguém no título vinculado a outra obrigação qualquer, mesmo ao negócio que deu lugar ao nascimento do título. Isso se justifica porque a obrigação, em princípio, tem sua origem, nos verdadeiros títulos de crédito, em um ato unilateral da vontade de quem se obriga; aquele que assim o faz não subordina sua obrigação a qualquer outra acaso existente no título." MARTINS. Fran. *Títulos de Crédito*. 14ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2008. Pg. 10.

só a demonstração de causa de anulabilidade ou nulidade da declaração dada é capaz de impossibilitar sua exigibilidade, a qual não pode ser alegada pelos demais devedores, como forma de se furtarem ao pagamento.

Sem dúvida alguma o princípio da autonomia das relações cambiárias, tão caro à generalidade dos títulos de crédito, fundamenta-se na necessidade de preservação de sua segurança e credibilidade quando colocado em circulação, por ato de transferência realizado pelo credor original.

Ser devedor em um título de crédito é, portanto, uma posição naturalmente mais onerosa do que, por exemplo, figurar como obrigado em um instrumento contratual, pois, no primeiro caso, a transferência da titularidade do direito previsto impossibilita que sejam usadas, contra o novo credor, exceções ao pagamento pertinentes à relação estabelecida com o credor original.

1.6 – A INDEPENDÊNCIA E A TIPICIDADE NOS TÍTULOS DE CRÉDITO

Os princípios da documentalidade, literalidade e autonomia são inerentes à regulação de todos os títulos de crédito. Por isso mesmo, constam expressamente na célebre definição de Vivante. São, é possível afirmar, os três pilares sobre os quais se sustentam os demais institutos de direito cambiário¹⁷.

Porém, há outros princípios capazes de auxiliar na compreensão dos títulos de crédito. Sua importância é menor, se comparados aos três acima citados, pois comportam significativas exceções em sua aplicação. É o caso dos princípios da independência e da tipicidade, os quais são aqui abordados.

¹⁷ O termo *cambiário* refere-se, originalmente, a Letra de Câmbio. Porém, passou a ser adotado quando se quer indicar algo inerente à generalidade dos títulos de crédito. É o caso, por exemplo, do termo "princípios cambiários", expressão que abrange não apenas a Letra de Câmbio, mas abarca a totalidade dos modelos de títulos de crédito.

O princípio da independência dos títulos de crédito indica que o exercício do direito previsto no documento independe da produção de qualquer outra prova além, claro, da exibição do título.

Desta forma, o título de crédito é documento necessário ao exercício do direito nele mencionado (dado o princípio da documentalidade) e, além disso, é suficiente para que o credor possa demandar o cumprimento da prestação nele prevista.

Esta é uma das grandes vantagens do título de crédito, sob o ponto de vista de sua credibilidade e segurança como prova do direito do credor. Não há necessidade de provar nada além da própria existência do título, dada sua independência em relação ao ato ou negócio jurídico que deu origem à dívida.

Há, entretanto, formas de se flexibilizar a aplicação da independência aos títulos de crédito, quais sejam: a) pela vontade da pessoa que cria o documento b) por determinação legal.

No ato de criação do título de crédito é possível que seja nele inserida, por ato do emissor, uma ressalva expressa fazendo referência à necessidade de prova, por exemplo, do cumprimento da relação fundamental em virtude da qual ele foi emitido¹⁸.

Há, também, modelos de títulos de crédito que, por sua própria estrutura normativa, exigem que a cobrança judicial do direito nele previsto seja acompanhada de outras provas além da própria existência do documento.

Já o princípio da tipicidade dos títulos de crédito significa que apenas os documentos – físicos ou eletrônicos - expressamente regulados, em sua estrutura, pela legislação, são aptos a gerar todos os efeitos jurídicos inerentes aos títulos de crédito. Em essência,

18 Um título do crédito no qual o emitente insira uma declaração indicando que o mesmo está vinculado ao cumprimento de obrigação assumida em um contrato perde sua independência, pois sua exigibilidade, por via judicial, passa a depender da prova de que o contrato indicado no documento foi efetivamente cumprido. Neste caso, a flexibilização ao princípio da independência é válida (ou, como normalmente se diz, oponível) inclusive ao terceiro que, de boa fé, venha a se tornar credor no título, pois esta exceção está inserida no próprio documento, em atenção ao princípio da literalidade.

relaciona-se à ideia de que não há título de crédito sem lei anterior que o defina.

Assim, seria vedado às partes criar, elas próprias, um modelo de título de crédito e pretender que tal documento fosse capaz de produzir todos os efeitos inerentes àqueles tipificados pela legislação, como a autonomia e a independência.

Este princípio é, porém, relativizado pelo Código Civil brasileiro, que nos seus artigos 887 e seguintes traz regras gerais que, em tese, podem ser aplicadas para a emissão de um título de crédito atípico.

Estes títulos de crédito atípicos são, portanto, documentos criados com base nas regras gerais previstas pelo Código Civil e que, apesar de não encontrarem específica previsão legislativa anterior, são capazes de produzir a generalidade dos efeitos de um título expressamente regulado.

Embora a tese seja válida, a ideia de títulos de crédito atípicos contraria a finalidade essencial da própria criação destes documentos, que é a geração de segurança e previsibilidade, tanto para credores quanto para devedores, em relação aos seus direitos e obrigações, os quais estão, no caso dos títulos de crédito típicos, expressamente reguladas, em todos os seus aspectos, pela legislação.

1.7 – CAUSALIDADE E ABSTRAÇÃO NOS TÍTULOS DE CRÉDITO

Os títulos de crédito podem ser classificados como *causais* ou *abstratos* conforme a legislação estabeleça ou não o obrigatório vínculo entre a emissão deles e uma determinada modalidade de *relação fundamental*.

Títulos de crédito *abstratos* são aqueles que podem ser emitidos independentemente de qual seja a *relação fundamental* praticada entre credor e devedor.

No direito brasileiro há três espécies de títulos de crédito abstratos, que são a letra de câmbio, a nota promissória e o cheque. A válida emissão deles independe de qual seja a relação fundamental que, como visto, gerou o débito e o correspondente direito de crédito.

Os demais títulos de crédito previstos na legislação brasileira são *causais*, uma vez que sua emissão somente pode ocorrer se a relação fundamental que lhes der origem for exatamente aquela descrita pela legislação que tipificou o título.

Os títulos de crédito abstratos têm, claro, a vantagem de poderem ser emitidos nas mais diversas situações (como uma compra e venda, empréstimo ou doação) mas os títulos causais, por sua vez, têm a vantagem de serem disciplinados pela legislação levando-se em conta as particularidades daquela relação jurídica específica em virtude da qual podem ser emitidos.

2. DECLARAÇÕES CAMBIAIS, VENCIMENTO, PAGAMENTO E PROTESTO

2.1 - A LETRA DE CÂMBIO E A NOTA PROMISSÓRIA



O formulário de Letra de Câmbio é um documento padronizado com o seguinte layout:

- Em uma caixa vertical à esquerda, o texto "LETRA DE CÂMBIO".
- Em uma caixa vertical adjacente, o texto "Aceitante (banco)" e "Assinatura do devedor".
- Na parte superior, campos para "N.º", "Vencimento:" e "Valor R\$".
- Um campo de texto contendo: "No vencimento pagará(ão) V.Sa(s) por esta única via de Letra de Câmbio, à _____".
- Um campo de texto contendo: "ou à sua ordem a (.....) importância de (.....)".
- Um campo de texto contendo: "Na praça de _____ a apresentação desta cambial poderá ser feita até _____ meses da data do saque."
- Campos para "Aceitante (s): (sacado) _____", "Endereço: _____", "Cidade: _____" e "Estado: _____".
- Campos para "Documentos: _____" e "Local e data do saque _____".
- Campos para "CPF / CNPJ: _____" e "Outros Doc. _____".
- Um campo para "Ass." na parte inferior.

Foi criada, basicamente, para solucionar o problema do câmbio (operação de troca entre diferentes moedas) e do transporte de recursos financeiros, algo de particular relevância para os comerciantes da época, dada a diversidade de moedas existentes e a insegurança no transporte de valores.¹⁹

Configura-se como uma ordem de pagamento, ou seja, a pessoa que emite o documento (o sacador) realiza uma declaração unilateral e voluntária, dirigida a outrem (denominado sacado), mandando que este último pague em favor de uma outra pessoa,

¹⁹ Como lembra William Magnuson, o uso da Letra de Câmbio foi fundamental para viabilizar não só a circulação de riquezas e crédito na Europa Renascentista, mas para a própria formação do que hoje se conhece como sistema bancário. O desenvolvimento e disseminação do modelo original dos títulos de crédito é pelo autor atribuída principalmente ao banco da Família Médici, certamente a mais renomada do período. Magnuson, William. *For Profit: A History of Corporations* (p. 50). Basic Books. Edição do Kindle.

igualmente indicada no documento (chamado de beneficiário ou tomador), uma quantia expressamente indicada no título.

Está positivada no direito brasileiro desde o Código Comercial de 1850, o qual foi derogado, neste ponto, pela Lei n. 2.044, de 1908, dedicada especificamente à regulação da Letra de Câmbio e da Nota Promissória, título dela diretamente derivado.

Em 1930 realizou-se, na cidade de Genebra, na Suíça, uma conferência internacional destinada à redação de textos de leis que pudessem ser adotados pela generalidade dos países com o objetivo de uniformizar, entre outras, as regras internacionais sobre Letra de Câmbio e Nota Promissória.

Denominada Lei Uniforme de Genebra (L.U.G), este texto de lei foi incorporado ao ordenamento brasileiro em 1966, na forma do Dec. Lei n. 57.663/66, regulador da Letra de Câmbio e Nota Promissória.

O Dec. Lei n. 57.663/66, Lei Uniforme de Genebra sobre Letra de Câmbio e Nota Promissória (L.U.G), é composto por duas partes, denominadas Anexos.

O Anexo I contém as normas gerais sobre Letra de Câmbio e Nota Promissória, enquanto o Anexo II enumera as Reservas que podem, a critério de cada país, ser adotadas, de forma a excluir ou modificar a aplicação, naquele Estado, de artigos do Anexo I.

Ao editar o Dec. Lei n. 57.663/66, o Estado brasileiro adotou algumas das Reservas previstas no Anexo II, o que, em consequência, excluiu a aplicação, no país, de alguns artigos do Anexo I.

Quando, em razão da adoção de Reservas, certos artigos de uma Convenção ou Tratado internacional não são incorporados ao ordenamento de um país, cabe ao Poder Legislativo desta nação o papel de editar normas próprias para o preenchimento das lacunas deixadas no texto original da Convenção ou Tratado.

Porém, no caso ora analisado, tal norma posterior jamais foi editada, o que deixou certos assuntos regulados pela L.U.G sem disciplina no ordenamento brasileiro, já que, em virtude da Reserva adotada, aquela parte da Lei Uniforme não pode ser aqui aplicada.

Deste então, consagrou-se, tanto na doutrina quanto na jurisprudência, a tese de que as lacunas deixadas pelas Reservas adotadas pelo Estado brasileiro, no texto da L.U.G, seriam preenchidas, enquanto não houver uma legislação própria, pelo texto da antiga Lei n. 2.044/08.

Formulário de Nota Promissória com os seguintes campos:

- Nº Vencimento de de de R\$
- Ao(s)
- pagar por esta única via de **NOTA PROMISSÓRIA**
- a CPF/CNPJ
- Ou à sua ordem, a quantia de
- em moeda corrente deste país, pagável em
- EMITENTE DATA DA EMISSÃO / /
- CPF/CNPJ ENDEREÇO
- ASS. DO EMITENTE

À esquerda do formulário, há uma faixa amarela com o texto: AVALISTAS, CPF/CNPJ, ENDEREÇO, LICA FEEDBACK DO BRASIL, CPF/CNPJ, ENDEREÇO.

Também a Nota Promissória é disciplinada pela L.U.G (art. 75 a 78) e, como dito, é diretamente derivada da Letra de Câmbio, sendo, por isso, a ela aplicável a generalidade das regras referentes à esta última (art. 77 da L.U.G.).

Como seu próprio nome indica, a Nota Promissória é uma promessa de pagamento realizada, em documento escrito, de forma unilateral e voluntária, por uma pessoa (denominada emitente) em favor de outra (o beneficiário ou tomador).

Aqui o formato triangular da ordem de pagamento (como a Letra de Câmbio), representado pela expressão “A, manda B, pagar a C”, dá lugar a uma declaração na qual a pessoa que realiza este ato obriga-se a pagar, no futuro, a quantia ali prevista, como na expressão “A promete pagar a B”.

2.2 - AS DECLARAÇÕES CAMBIAIS

Em um título de crédito, as obrigações são decorrentes, sempre, de atos unilaterais voluntariamente praticados por uma

pessoa física ou jurídica. São as chamadas *declarações cambiárias*, de natureza sempre unilateral e voluntária.

Tanto a emissão quanto a aceitação, transferência ou garantia de um título de crédito são decorrentes de uma livre manifestação de vontade da pessoa que pratica tais atos. Ninguém pode ser obrigado a assumir qualquer posição em um título de crédito.

Por outro lado, a pessoa civilmente capaz tem o direito de, independentemente de qualquer outra vontade, praticar uma declaração em um título de crédito. Basta sua livre manifestação de vontade, o que configura a natureza unilateral das declarações cambiárias.

Existem quatro declarações cambiárias - saque, aceite, endosso e aval - as quais diferem quanto ao objetivo de cada uma delas, os quais são, respectivamente, o de criar, aceitar, transferir ou garantir o cumprimento da obrigação contida no documento.

2.3 – SAQUE OU EMISSÃO: O ATO DE CRIAÇÃO DO TÍTULO DE CRÉDITO

Considera-se saque (ou emissão) o ato unilateral e voluntário (declaração) pelo qual determinada pessoa cria um documento (físico ou eletrônico) com todos os requisitos constitutivos de um título de crédito.

Para que se possa compreender melhor esta declaração cambial, é preciso salientar que, em matéria de títulos de crédito, há duas ordens de requisitos a serem observadas: extrínsecos e os intrínsecos.

São denominados requisitos extrínsecos aqueles referentes à própria constituição física ou eletrônica do documento. Também chamados de requisitos constitutivos, são compostos por uma série de informações sobre a operação de crédito ali corporificada (como identidade de credor e devedor, valor da dívida, data e local de pagamento e data de emissão), as quais, a partir do momento que

lançadas em uma base física ou eletrônica, tornam esta base um documento com os efeitos de um título de crédito.

Além de expressarem, na base física ou eletrônica na qual são inseridos, os elementos fundamentais da operação de crédito descrita, estes requisitos constitutivos têm também o efeito de identificar a espécie de título de crédito criada, já que são especificamente enumerados na legislação reguladora de cada um deles²⁰.

A falta ou mal preenchimento de um ou mais destes requisitos extrínsecos tem o efeito de desconstituir totalmente aquela base física ou eletrônica como título de crédito. Dito de outra forma: a incompletude dos requisitos constitutivos implica a incapacidade do documento de gerar os efeitos inerentes ao título de crédito.

Em consequência, no caso de falta ou incompletude de um ou mais destes requisitos extrínsecos, nenhuma das obrigações eventualmente constantes do documento estará sujeita aos efeitos pertinentes ao modelo de título de crédito errônea ou incompletamente criado²¹.

20 Veja, como exemplo, o caso da Letra de Câmbio e da Nota Promissória, ambas disciplinadas, como já salientado, pela Lei Uniforme de Genebra. O art. 1º da L.U.G enumera, de forma taxativa, quais são as informações que, se lançadas em um pedaço de papel, tornam esta base física uma Letra de Câmbio. O mesmo se vê no art. 75 da L.U.G, que elenca, também de maneira exaustiva, quais os dados que, por sua vez, são necessários à conversão de uma base física (o papel) em uma Nota Promissória. Os requisitos extrínsecos estão, em ambos os casos (e em todos os demais) expressamente estipulados pela legislação que regula cada espécie de título (no caso, a Letra de Câmbio e a Nota Promissória), além de serem particulares a cada modelo de título de crédito, de forma que, por eles, se identifica e especifica cada tipo.

21 A importância dos requisitos extrínsecos é tão significativa que a própria legislação procura reduzir o risco de falta ou mal preenchimento deles. Dois métodos legalmente previstos com esta função são a criação dos chamados requisitos supríveis e a admissão do preenchimento, de boa fé, pelo portador do documento.

Requisitos supríveis são preenchidos pela própria legislação caso não haja, no documento, sua indicação expressa. É o exemplo dos art. 2º e art. 76 da L.U.G, aplicáveis, respectivamente, à Letra de Câmbio e Nota Promissória. Outra solução para o possível preenchimento incompleto dos requisitos extrínsecos de um título de crédito é a autorização legal para que o portador possa, de boa fé, completar o documento com as informações faltantes (como no art. 10 da L.U.G, por exemplo).

Portanto, qualquer devedor poderá alegar, contra qualquer credor, a falta ou mal preenchimento de um ou mais requisitos extrínsecos ou constitutivos como razão suficiente para eximir-se do pagamento, ao menos na forma como tal pagamento é regulado nos títulos de crédito.

Os requisitos extrínsecos são, como salientado, particulares de cada modelo de título de crédito e expressamente elencados pela legislação que os regula. Entretanto, há algumas informações que, salvo muito raras exceções, são exemplos de requisitos extrínsecos ou constitutivos:

1 - A prestação exigível com base no documento – Como instrumento constitutivo de uma relação de débito e crédito, o título contém a previsão de uma obrigação que uma ou mais pessoas, os devedores, deverão cumprir em favor do credor indicado no documento.

Na grande maioria das espécies de títulos de crédito, esta prestação consiste na entrega de um determinado valor em moeda²² e não pode estar sujeita a qualquer condição ou outro fator que possa colocar em dúvida sua exigibilidade futura.

2 – A indicação do devedor ou da pessoa destinatária da ordem para cumprir a obrigação prevista no documento.

3 – A data e o lugar de cumprimento da prestação prevista no título.

Importante ressaltar que preenchimento de boa fé é, neste caso, aquele realizado de acordo como os elementos da relação fundamental, a qual, como já salientado, é a origem da relação creditícia entre as partes.

22 A este respeito, vale lembrar que desde o Decreto n. 23.501, de 1933, todas as obrigações pecuniárias a serem executadas em território brasileiro devem ser realizadas em moeda nacional.

4 – O nome do credor – a identificação do credor passou a ser elemento essencial aos títulos de crédito a partir da Lei n. 8.021/90, que proibiu o pagamento de títulos de crédito ao portador.

5 – Data e local de saque ou emissão do documento – esta informação tem, entre outras, a função de permitir constatar a capacidade dos obrigados, no momento da emissão do documento.

6 – A declaração unilateral e voluntária da pessoa responsável pelo saque ou emissão, a qual é, nos documentos físicos, implementada pela assinatura "de próprio punho" e, nos eletrônicos, através de outros fatores de identificação, como senhas, assinaturas digitais ou mesmo biometria.

São requisitos intrínsecos, a seu turno, aqueles inerentes não à validade do documento, mas das obrigações nele assumidas por pessoas físicas ou jurídicas. São comuns à validade das obrigações em geral e estão definidos pela legislação civil (art. 104 do Código Civil).

Toda e qualquer obrigação assumida em um título de crédito é válida apenas se observados os requisitos gerais de validade das obrigações. O documento pode conter os requisitos constitutivos de um título de crédito e gerar seus efeitos próprios, mas não em relação a alguém cuja declaração unilateral de vontade esteja viciada.

Vale citar, a título de exemplo, o Art. 7º L.U.G, que trata da assinatura efetuada por pessoa civilmente incapaz e da hipótese de falsificação de assinatura.

Ambas comprometem apenas a validade da obrigação assumida pelo devedor incapaz ou cuja assinatura tenha sido falsificada. As demais obrigações eventualmente previstas no documento são válidas e exigíveis, posto que, em relação aos demais credores, inexistente vício a comprometer a suas respectivas declarações unilaterais de vontade.

Enquanto a falta de requisito extrínseco compromete a totalidade das obrigações constantes do documento, posto não ser ele um título de crédito, a ausência de requisito intrínseco somente pode ser alegada pelo devedor a ela sujeito, não havendo, portanto, comprometimento das demais obrigações.

2.4 – O ACEITE NAS ORDENS DE PAGAMENTO

Os títulos de crédito podem ser divididos em dois grandes grupos, conforme representem uma obrigação diretamente assumida pelo próprio emissor do título (a promessa de pagamento) ou uma ordem dada por ele a outrem (a ordem de pagamento).

O título de crédito é uma promessa de pagamento (como a Nota Promissória, por exemplo) quando o emitente do documento o faz para criar, para si mesmo, o dever de cumprir a prestação estipulada. O texto de um título de crédito desta modalidade é redigido, essencialmente, no esquema: "A promete pagar a B".

Ordem de pagamento é o título de crédito no qual o sacador ou emissor do documento não pretende, a princípio, cumprir a prestação prevista no título. Ao contrário, emite o documento como instrumento para ordenar outrem a cumprir a prestação ali prevista.

Claro, porém, que esta ordem não tem o poder de criar obrigação alguma para seu destinatário. O emissor efetua uma ordem contra outrem, mas esta ordem não é, pura e simplesmente, capaz de gerar, para o destinatário, o dever de cumprir-la²³.

Somente este destinatário pode, sempre por declaração unilateral e voluntária, aceitar a ordem recebida e, a partir deste momento, se tornar obrigado a cumpri-la.

Chama-se *aceite* a declaração cambial pela qual o destinatário de uma ordem de pagamento, corporificada em um título de crédito,

23 Há exceções a esta regra em casos como o do Cheque, no qual o banco destinatário da ordem de pagamento é obrigado a cumpri-la em virtude da relação contratual de conta corrente anteriormente estabelecida com o emitente do documento.

assume, por declaração unilateral e voluntária, o dever de cumprir a prestação prevista no documento.

Ao efetuar o aceite, esta pessoa, até então desobrigada da prestação contida no título, torna-se o *obrigado principal* pelo seu cumprimento. Todos os títulos de crédito contêm o *obrigado principal*, sempre expressamente indicado pela legislação e pessoa de quem é necessário cobrar, em primeiro lugar, a prestação mencionada no documento, após seu vencimento.

Todos os demais obrigados eventualmente existentes no documento são denominados *obrigados de regresso*, pois somente podem ser cobrados pelo cumprimento da prestação prevista no título após demonstrado o inadimplemento do *obrigado principal*.

Entre o *obrigado principal* – que, vale repetir, sempre será expressamente indicado pela legislação – e os *obrigados de regresso* existe uma relação de subsidiariedade, ou seja, os devedores de regresso somente são obrigados a cumprir a obrigação após provado o inadimplemento do obrigado principal.

Porém, entre os obrigados de regresso a regra é a solidariedade, ou seja, depois de cobrado o título do obrigado principal, o credor pode se voltar contra qualquer dos obrigados de regresso, em relação a ele, no título.

2.5 – O ENDOSSO: TRANSFERÊNCIA DO DIREITO PREVISTO NOS TÍTULOS DE CRÉDITO

É possível – e até mesmo provável – que o credor originalmente indicado em um título de crédito precise ou deseje transferir o direito previsto, em favor dele, no documento.

Otimizar a circulação do crédito é, como já lembrado, uma das principais funções dos títulos de crédito, pois permite que mais pessoas se valham da possibilidade de uso presente de recursos financeiros futuros.

Esta transferência, entretanto, precisa estar cercada de alguns atributos que lhe confirmam credibilidade e segurança, de forma que

o destinatário de tal transferência se sinta juridicamente confortável em assumir a posição de credor no documento.

A forma geral de transferência de titularidade sobre direitos patrimoniais é o instituto da cessão de crédito, disciplinado, para as obrigações em geral, nos artigos. 286 a 298 do Código Civil.

Há, porém, alguns aspectos do instituto da cessão de crédito que o tornam ineficiente para casos nos quais, pelo menos potencialmente, ocorrerão transferências sucessivas do mesmo direito de crédito.

Em primeiro lugar, a cessão civil é ato que depende, para sua plena geração de efeitos, da notificação ao devedor na obrigação cedida, conforme expressamente estipulado pelo art. 290 do Código Civil.

Além disso, o destinatário da cessão de crédito (cessionário) está sujeito a ver o devedor do direito cedido opor, como razão para não cumprir a prestação estipulada, eventuais vícios que decorram da relação estabelecida com o cedente (art. 294 do Código Civil).

Vale lembrar também que a cessão de crédito tem natureza acessória, ou seja, em caso de invalidação da relação que criou, para o cedente, o direito cedido, a cessão será igualmente inválida.

É por estas razões, entre outras, que o direito cambiário desenvolveu uma forma própria de transferência de direitos, quando estes estiverem corporificados em um título de crédito.

Trata-se do endosso, que é a declaração cambial (portanto, ato unilateral e voluntário) pelo qual o credor da quantia expressa em um título de crédito transfere a titularidade deste direito e se coloca, em princípio, na posição de obrigado de regresso. É uma forma particular de alienação de coisa móvel especificamente destinada à transferência de direitos previstos em títulos de crédito.

O endosso é, como as demais declarações cambiais, um ato unilateral e voluntário praticado pelo credor original do direito previsto no título, que passará a ser identificado como endossante. Não há, deste modo, necessidade de que qualquer dos devedores anteriormente previstos no documento concorde com o endosso

para que o mesmo seja plenamente eficaz em relação a qualquer deles.

Por outro lado, e dado o princípio da autonomia das relações cambiárias, os eventuais vícios capazes de comprometer a relação fundamental em virtude da qual o título foi emitido não poderão ser opostos ao destinatário do endosso (chamado endossatário).

Além disso, e igualmente dado o princípio da autonomia das relações cambiárias, a invalidação de qualquer declaração cambial anteriormente lançada no título não compromete a validade do endosso efetuado²⁴.

Importante ressaltar também que a pessoa do endossante se coloca, a partir deste ato, como obrigada de regresso em relação ao endossatário e a qualquer outra pessoa que venha, por novo endosso, a figurar como titular do direito previsto no documento²⁵, algo que não se tem, em princípio, na cessão de crédito (art. 296 do Código Civil).

Tais elementos tornam o endosso, se comparado ao instituto da cessão de crédito, uma forma de transferência de direito muito mais segura para o destinatário desta alienação, o que permite que as pessoas se sintam mais confortáveis em receber o documento por este meio.

Chama-se endosso em preto aquele em que o endossante indica o nome do endossatário ("endosso a Maria", por exemplo), e endosso em branco o realizado sem indicação de pessoa favorecida pelo ato de transferência do título.

No caso do endosso em preto, somente novo endosso, realizado pelo até então endossatário, formaliza nova alienação

²⁴ Neste sentido vale ressaltar o texto do art. 17 da L.U.G, que, sobre a Letra de Câmbio e Nota Promissória, estabelece que: *As pessoas acionadas em virtude de uma letra não podem opor ao portador as exceções fundadas sobre as relações pessoais delas com o sacador ou com os portadores anteriores, a menos que o portador ao adquirir a letra tenha procedido conscientemente em detrimento do devedor.*

²⁵ O endossante é, exceto declaração sua expressamente realizada no título (chamado "endosso sem garantia"), garantidor do seu pagamento, enquanto o cedente somente responderá pela solvência do devedor original se expressamente assumir tal dever, no documento de cessão de crédito.

do direito previsto no título, enquanto, no endosso em branco, o documento poderá ser transferido, a partir de então, por simples tradição.

Há algumas ressalvas ou limitações que podem ser inseridas, pelo endossante, no momento da realização desta declaração cambial, como a cláusula “sem garantia” - que retira o endossante da condição de obrigado de regresso - e a “proibição de novo endosso”, que, como o nome diz, exime o endossante de responder por eventuais endossos posteriormente efetuados.

O endosso também pode ser realizado não como forma de alienação do direito previsto no título, mas com o objetivo de apenas autorizar o endossatário a exercer, em nome e por conta do endossante, o direito de exigir o cumprimento da obrigação contida no documento (o denominado “endosso mandato”²⁶, objeto do art. 18 da L.U.G).

Há ainda o denominado “endosso-garantia” ou “endosso-caução” (expressamente referido no art. 19 da L.U.G), quando esta declaração cambial se presta não à transferência da titularidade do direito mencionado no documento, mas ao oferecimento deste título como garantia do pagamento de outra obrigação assumida pelo endossante em relação ao endossatário.

2.6 – O AVAL: GARANTIA NOS TÍTULOS DE CRÉDITO

É evidente que, para o credor, quanto mais pessoas estiverem obrigadas ao cumprimento da prestação constituída no título, maiores serão suas chances de ver efetivamente satisfeito seu direito de crédito.

²⁶ “O endosso-mandato ou endosso-procuração é uma espécie peculiar de endosso, uma vez que não visa à transferência da propriedade do título. Quem faz um endosso-mandato não quer deixar de ser credor, quer apenas constituir um procurador para praticar, por ele, os atos necessários para o recebimento do crédito”. TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial. Vol. II*. 11ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2020. Pg. 136/137

Todo título de crédito pode conter apenas duas modalidades de obrigados: o principal e os chamados "obrigado de regresso".

O obrigado principal é aquela pessoa indicada pela legislação reguladora do título como primeiro responsável pelo adimplemento da prestação devida, enquanto os obrigados de regresso são, por assim dizer, garantidores do credor, na medida que poderão ser solidariamente cobrados caso o obrigado principal não satisfaça a prestação prevista no documento.

Entretanto, nada impede que alguém, até aquele momento estranho às obrigações previstas no título, compareça, por ato unilateral e voluntário, para garantir, com seu patrimônio pessoal, a dívida prevista em um título de crédito.

Esta declaração, denominada aval, é, portanto, um ato praticado por uma pessoa (chamada avalista) em benefício de um determinado devedor no título de crédito (o avalizado) e pelo qual declara, sempre de forma unilateral e voluntária, sua intenção de oferecer seu patrimônio pessoal ao credor, como garantia da dívida assumida, pelo avalizado, no título.

Trata-se de uma modalidade específica de garantia pessoal aplicável aos títulos de crédito, e, de certa forma, similar ao instituto da fiança, previsto para a generalidade das relações privadas e disciplinado pelos art. 818 a 839 do Código Civil.

Porém, significantes aspectos diferenciam o instituto do aval (específico de títulos de crédito) e da fiança, sempre com o objetivo de assegurar, no caso do aval, maior segurança quanto à possibilidade de efetivo recebimento, pelo credor, da prestação estipulada no documento.

Dado o princípio da autonomia das relações cambiárias, a obrigação do avalista é autônoma em relação à do avalizado, o que significa que a eventual invalidação da obrigação do avalizado não compromete a do avalista.

No caso da fiança, de natureza contratual e acessória, a nulidade da obrigação garantida pelo fiador implica automaticamente o mesmo efeito para a fiança prestada (art. 824 do Código Civil).

Além disso, e também face à autonomia das relações cambiárias, o avalista não poderá alegar, contra o credor, eventuais exceções ao pagamento referentes à relação deste último com o avalizado, ao contrário do que se tem no instituto da fiança, por força do art. 837 do Código Civil.

O avalista se responsabiliza pelo pagamento do título nas mesmas condições que o avalizado (art. 32 da L.U.G), o que significa que não há benefício de ordem entre eles. Assim, o credor do título de crédito pode exercer, nas exatas condições, os mesmos direitos contra avalista e avalizado, sem que haja, como na fiança²⁷, o benefício de ordem entre eles.

É chamado aval em preto aquele no qual o avalista indica, no título, a pessoa do avalizado (ex: "por aval de João"), enquanto o aval em branco, ao contrário, é aquele realizado sem esta indicação²⁸.

Se é verdade que avalista não tem o benefício de ordem em relação ao devedor por ele avalizado, o mesmo não se aplica ao direito de regresso. Isto significa que, ao pagar o valor estipulado no título, o avalista se sub-roga no direito de crédito e poderá, a partir de então, cobrar o valor que pagou tanto de seu avalizado contra de todos aqueles que, em relação ao seu avalizado, são obrigados no documento.

2.7 - VENCIMENTO E PAGAMENTO NOS TÍTULOS DE CRÉDITO: A EXIGIBILIDADE E A EXTINÇÃO DO DIREITO DO CREDOR

O termo vencimento indica o momento a partir do qual o direito do credor em um título de crédito se torna exigível, enquanto o pagamento é, entre as possíveis formas de extinção das obrigações (como novação, transação, perdão, compensação) aquela que pode

²⁷ Na fiança, o fiador tem o direito de exigir do credor que primeiro execute os bens do devedor afiançado (art. 827 do Código Civil)

²⁸ Uma vez efetuado o aval em branco, a legislação reguladora do título indicará o devedor avalizado, dado o não exercício desta escolha pelo avalista.

ser considerada natural, em especial quando se trata de dívidas em dinheiro, como na quase totalidade dos títulos de crédito.

Embora títulos como a Letra de Câmbio possam conter diferentes modalidades de vencimento (art. 33 da L.U.G), na prática, há dois grandes modelos de títulos de crédito, se considerado este critério de classificação: os títulos à vista e os títulos a dia certo.

Título à vista é aquele no qual seu vencimento ocorre no momento no qual o documento é apresentado ao obrigado principal, denominado "vista". Uma vez exibido o documento ao obrigado principal, pelo credor, imediatamente a quantia devida se torna exigível.

Já o título a dia certo contém, em seu texto, uma data única, futura (em relação à data de emissão) e certa como o momento a partir do qual o credor poderá exigir, do obrigado principal, o pagamento da quantia devida.

No caso dos títulos a dia certo, a data indicada deve ser precisa e única, não se admitindo, neste sentido, datas alternativas, sucessivas, aleatórias ou condicionadas a evento futuro e incerto (ex: "pagarei no dia Y se o clube X vencer o campeonato brasileiro de futebol").

Além de marcar o momento no qual os direitos emergentes do título de crédito tornam-se exigíveis, o vencimento também tem o efeito de provocar, em regra, o início do prazo prescricional dos direitos mencionados no documento, posto que o credor já pode agir no sentido de exigir sua prestação.

Há algumas circunstâncias capazes de provocar a antecipação da data de vencimento do título, o que ocorre para que o credor possa imediatamente agir no sentido de receber o direito previsto.

Uma destas causas de antecipação da data de vencimento do título é a recusa de aceite no documento. É sabido que, nas ordens de pagamento (como a Letra de Câmbio, por exemplo) a pessoa indicada no título como destinatária da ordem lançada somente está obrigada ao seu cumprimento se declarar, pelo aceite, sua vontade de assumir tal dever.

Porém, caso o destinatário desta ordem de pagamento (denominado sacado) se recuse a aceita-la, cabe ao emissor da ordem o dever de responder, como obrigado principal, pela ordem emitida e não acatada pelo destinatário.

Não faz sentido algum que o credor precise esperar pela data futura de vencimento mesmo em situações nas quais o destinatário da ordem, em exercício de seu direito de recusa, negue o aceite. Por isso, nesta hipótese, a legislação antecipa a data de vencimento para que o título seja, já a partir da recusa do aceite, exigível da pessoa que emitiu a ordem não acatada.

Outra causa de antecipação do vencimento é a falência ou insolvência do obrigado principal. A falência ou insolvência de uma pessoa física ou jurídica provoca a antecipação no vencimento de todas as suas obrigações patrimoniais, para que estes credores possam, desde logo, demandar seus direitos no processo concursal (art. 77 da Lei n. 11.101/05).

O pagamento significa a efetiva transferência, ao credor, da exata quantia de moeda prevista no título de crédito e, por óbvio, tem o poder de extinguir a obrigação do devedor que realiza esta transferência.

Em razão da possível existência de duas modalidades de devedores em um mesmo título de crédito - o obrigado principal e os devedores de regresso - é possível identificar duas modalidades de pagamento, conforme seus efeitos característicos.

Chama-se *pagamento extintivo* aquele realizado pelo obrigado principal no título. Seu nome deriva da constatação de que, uma vez efetuado o pagamento pelo obrigado principal, estão extintas todas as obrigações previstas no título, inexistindo, portanto, qualquer direito de regresso a partir de então.

Já o *pagamento recuperatório* é aquele realizado por obrigado de regresso ou pelo avalista do obrigado principal. Seu nome deriva da constatação de que o obrigado de regresso que paga o valor do título tem o direito de exigir, das pessoas anteriormente a ele obrigadas no documento, o reembolso da quantia.

Tome o seguinte exemplo: em uma determinada Letra de Câmbio há o obrigado principal (aceitante), o sacador do título (agora obrigado de regresso), cinco endossantes (a chamada "cadeia de endossos") e o endossatário, que, na data de vencimento, é, como sabido, o credor da quantia prevista.

O dever do credor endossatário é exigir primeiramente do obrigado principal o pagamento da quantia prevista, mas, em caso de não recebimento, surge para este credor o direito de regresso contra os demais obrigados no título (leia-se sacador e endossantes), que, como também já indicado, tem natureza solidária.

Assim, suponha que o endossatário seja pago pelo segundo entre os cinco endossantes existentes no documento citado. Ao pagar, este endossante se sub-roga no direito de crédito e passa a ter o poder de cobrar o valor estipulado no documento daquelas pessoas que, anteriormente a ele, já estavam obrigadas no título.

No exemplo dado, o segundo endossante poderá cobrar o valor expresso no título do primeiro endossante e do sacador - além é, claro do obrigado principal - pois, no momento em que este segundo endossante era o credor no documento, as pessoas indicadas já figuravam nele como devedoras.

Esta cadeia de coobrigados decorre do princípio de que quem emite ou transfere o título de crédito é, em regra, responsável, como obrigado de regresso, em relação a qualquer um que venha, a partir dele, a tornar-se credor.

Já o obrigado principal é, como visto, devedor em relação a todos os demais mencionados no título, dos quais poderá ser cobrado caso algum deles tenha que pagar, como devedor de regresso, o valor estipulado no documento.

Há também algumas regras fundamentais a serem observadas pelo devedor que paga o documento, para que ele não corra o risco de ter que, no futuro, pagar novamente o valor estipulado.

É direito do devedor receber, no ato do pagamento, o documento original do título de crédito, já que, dado o princípio da documentalidade, o direito decorre da posse legítima do documento.

Caso o devedor pague e não receba o documento original, correrá o risco de que o mesmo seja, por exemplo, endossado para alguém que, de boa-fé, receberá o título e virá cobrá-lo novamente.

Além disso, é direito do credor exigir que a quitação seja declarada, pelo credor que recebe o pagamento, no próprio título, posto que, dado o princípio da literalidade, somente o que estiver expressamente previsto no texto do documento é oponível inclusive a terceiros de boa-fé²⁹.

2.8 - O PROTESTO CAMBIÁRIO COMO PROVA DE INADIMPLENTO – LEI N. 9.492/1997

O título de crédito é, como já demonstrado, um repositório físico ou eletrônico gerador de direitos e obrigações para uma ou mais pessoas nele indicadas, e, em virtude disso, está sujeito ao descumprimento, por um ou mais destes coobrigados, de algum dever nele mencionado.

Provar o descumprimento de uma ou mais das obrigações previstas em um título de crédito é, em muitos casos, essencial para que o credor possa exercer, através da ação de execução, seus direitos previstos no documento.

Neste sentido, há um meio de prova especialmente destinado para que se possa demonstrar, com plena eficácia judicial ou extrajudicial, que uma ou mais das obrigações previstas em um título de crédito foram descumpridas.

Trata-se do Protesto Cambiário, o qual é mencionado na generalidade das normas reguladoras de títulos de crédito e conta,

²⁹ A quitação dada através de forma escrita, mas não no texto do documento – como, por exemplo, em uma folha de papel apartada – não é nula, mas, novamente em virtude do princípio da literalidade, não poderá ser oposta a outro credor que, de boa fé, venha a receber o título, dado que não consta do texto do título.

além disso, com disciplina legal específica para seu procedimento (Lei n. 9.492/1997).

O protesto é uma prova produzida extrajudicialmente (pelos Cartórios ou Tabelionatos de Protesto) e, em regra, suficiente para provar o descumprimento de uma obrigação prevista em um título de crédito.

A circunstância de ser prova suficiente do descumprimento de uma obrigação acarreta, para o protesto, a necessidade de que o mesmo seja, em todas as suas fases, sujeito a uma série de formalidades, as quais visam conferir a credibilidade e segurança inerentes a uma prova com tamanha relevância.

Por isso, além de somente poder ser realizado pelos Cartórios ou Tabelionatos especificamente destinados a este fim, o protesto é um ato solene ou formal, na medida que qualquer inobservância dos requisitos legalmente estipulados para sua realização acarreta sua total invalidação como meio de prova.

Além de ser um meio de prova formal, realizado extrajudicial e, em regra, suficiente para demonstrar o descumprimento de uma obrigação contida em um título de crédito (art. 1º da Lei n. 9.492/97), o protesto cambiário é também uma prova insubstituível. Isto significa que aquilo que se prova através do protesto cambiário somente pode ser provado com sua realização. Não há, portanto, como suprir, com outros meios probatórios, a falta do protesto do título.

A realização do protesto é ônus do titular do direito nele previsto, já que comprova sua conduta no sentido de efetivamente receber a prestação mencionada no título, a qual, pelo menos até aquele momento, resta descumprida. Por isso, o protesto cambiário tem, entre seus efeitos, o poder de interromper o curso da prescrição dos direitos previstos no título de crédito (art. 202 do Código Civil).

Por outro lado, a não realização do protesto cambiário, pelo credor, tem o efeito de liberar todos os eventuais obrigados de regresso no documento do dever de responder pela prestação nele estipulada.

Isto porque, como já demonstrado, os coobrigados de regresso somente poderão ser cobrados, pelo credor, se provado que o obrigado principal no título descumpriu a prestação nele prevista, algo que somente pode ser demonstrado com o protesto do documento.

Assim, se o título não está protestado, não há a prova de que o obrigado principal está inadimplente e, em consequência, não é possível demandar, dos obrigados de regresso, o cumprimento da obrigação.

Em consequência, título protestado é título em relação ao qual está provada tanto a conduta do credor no sentido de efetivamente ver atendido seu direito (por isso, interrompida é a prescrição), quando a inadimplência do obrigado principal, o que habilita o credor, desde logo, a exigir, também dos eventuais obrigados de regresso, a prestação devida.

Outra peculiaridade do protesto está na constatação de que ele é a prova não de uma ação, mas de uma omissão praticada por uma ou mais das pessoas mencionadas no título. A inação dos devedores em cumprir a obrigação constante do título é o que se prova com o protesto.

Há, diante disso, três modalidades de protesto, classificadas conforme a obrigação que se pretenda provar descumprida. Elas estão mencionadas pelo art. 21 da Lei n. 9.492/1997, que cita o protesto por falta de aceite, de devolução e de pagamento.

Sobre o protesto por falta de aceite, há que se ressaltar que ele tem o objetivo de provocar o vencimento antecipado do título de crédito, para que o credor possa, desde logo, exigir que o emissor do documento (e garantidor do aceite negado) cumpra a prestação recusada pelo sacado, ao não efetuar o aceite.

Quanto ao protesto por falta de devolução do título, é uma modalidade cabível somente para o caso da Letra de Câmbio e, por força do art. 13 da Lei n. 5.474/1968, das Duplicatas, dada a previsão de sua possível remessa para aceite e conseqüentemente necessidade de devolução.

Em relação ao protesto por falta de pagamento, importante ressaltar que ele é necessário para preservar o direito do credor contra os eventuais obrigados de regresso, mas facultativo, se o objetivo for demandar apenas o obrigado principal.

Isto porque o dever do obrigado principal decorre simplesmente de sua condição como tal, não sendo exigido, para que contra ele seja proposta ação de execução judicial pela quantia devida, que seja protestado o documento. Trata-se, como o termo protesto *facultativo* indica, de um direito do credor.

Porém, se o objetivo for preservar o direito de cobrar dos obrigados de regresso o valor expresso no título, o protesto é *necessário*, posto que, sem ele, não fica provada a inadimplência do obrigado principal.

Além dos Tabelionatos ou Cartório de Protestos, cujas competências estão enumeradas no art. 3º da Lei n. 9.492/97 e englobam desde a protocolização dos documentos apresentados até o recebimento de pagamentos e emissão de certidões, há ainda os chamados Ofícios Distribuidores (art. 7º par. Único da Lei n. 9.492/97), que funcionam em localidades nas quais haja mais de um Tabelionato de Protesto de Título.

Cabe ao Ofício Distribuidor o dever de receber os documentos que se pretende protestar e, segundo critérios qualitativos e quantitativos, dividi-los entre os Tabelionatos de Protesto de Títulos em funcionamento naquela localidade.

O procedimento de protesto está subdividido, na Lei n. 9.492/97, em algumas fases, as quais devem ser sucessivamente realizadas, pelo Tabelionato de Protesto no qual o título for apresentado, no prazo de 3 (três) dias úteis (art. 12 da Lei n. 9.492/97) e são, todas, essenciais à validade deste ato, em atenção ao seu caráter estritamente formal.

O procedimento destinado à efetivação do protesto cambiário tem início com o protocolo do documento, que será recebido em ordem cronológica de apresentação e examinado, em cartório, a fim de se certificar sua perfeição formal (art. 9º da Lei n. 9.492/97).

O objetivo desta fase, à qual se pode chamar de exame, é permitir constatar se o documento apresentado contém a integralidade dos requisitos extrínsecos a ele atinentes.

Não há como se levar adiante um procedimento de protesto se o documento apresentado não for, efetivamente, um título de crédito, o que se pode constatar somente com a comparação entre as informações constantes do documento e os requisitos extrínsecos expressos na legislação.

Porém, este exame é restrito aos requisitos constitutivos ou extrínsecos do documento apresentado, não havendo, neste momento, qualquer possibilidade de análise de eventual prescrição, decadência ou sobre os requisitos intrínsecos, os quais são, vale repetir, atinentes à validade das obrigações expressas no título examinado.

Verificada a perfeição formal do documento protocolizado, cabe ao Tabelionato de Protesto de Títulos efetuar a intimação da pessoa indicada, no título, como obrigado principal pela prestação descumprida (art. 14 e 15 da Lei n. 9. 492/97). Esta intimação tem o objetivo de permitir à pessoa intimada a oportunidade de atender, no Tabelionato, a obrigação devida, evitando, assim, a efetivação do protesto do título.

O devedor que pretender realizar o pagamento do título, antes da efetivação do protesto, deverá fazê-lo diretamente ao Tabelionato de Protesto no qual o documento esteja, sendo necessária a quitação integral do valor cobrado, acrescido dos emolumentos devidos ao cartório e das despesas com a realização do procedimento (art. 19 da Lei n. 9. 492/97).

Pode ocorrer que o apresentante do título, credor da obrigação prevista no documento, manifeste sua vontade de desistir da efetivação do protesto, algo admitido pelo art. 16 da Lei n. 9. 492/97 desde que devidamente pagos os emolumentos devidos ao cartório e as demais despesas.

É, por exemplo, a hipótese de um acordo extrajudicial entre o credor apresentante do título e o devedor. Por ser um direito

patrimonial e disponível, nada impede que o credor aceite conceder um abatimento no valor original expresso no documento ou, mesmo, aceite que outra forma de extinção da obrigação estipulada seja implementada, em seu favor, pelo obrigado no título (como a transação, compensação, dação em pagamento, etc.).

Transcorrido o prazo do art. 12 da Lei n. 9.492/97 sem que tenha havido o cumprimento da obrigação devida ou a desistência do procedimento, será efetivado o registro do protesto do título de crédito, na forma dos art. 20 a 22 da citada legislação.

Após o registro do protesto do título, somente poderá ocorrer seu *cancelamento* (que o torna sem efeito) se houver o efetivo cumprimento da obrigação mencionada no documento ou se constatada, por via judicial ou por ato do próprio Tabelionato de Protesto, alguma irregularidade capaz de comprometer o procedimento realizado (art. 2º e 4º da Lei n. 6.690/1979).

Já o termo *sustação de protesto* é usado para identificar eventual decisão judicial, tomada em caráter de urgência, destinada a suspender, em caráter provisório, o procedimento de protesto, antes que o mesmo seja devidamente registrado.

É cabível em situações nas quais a pessoa indicada como obrigado principal no documento tem subsídios jurídicos suficientes para demonstrar, em juízo, que sua obrigação não existe ou que o documento não preenche os requisitos extrínsecos atinentes a ele³⁰.

É, por exemplo, a hipótese de falsificação de assinatura, vícios de consentimento (como erro, simulação, coação ou fraude) ou incapacidade civil da pessoa citada no documento, circunstâncias atinentes, como se vê, à validade da obrigação assumida (requisitos intrínsecos).

Além disso, há a hipótese de falta, no documento, de algum requisito extrínseco, o que é capaz de desconstituir não apenas

30 "Trata-se, pois, de procedimento que visa à obtenção de medida liminar, para impedir que o protesto seja efetivado, de maneira que o indicado como devedor no título possa evidenciar relevante razão de direito para o não pagamento". ROCHA. Gustavo Ribeiro. ROCHA Filho. José Maria. *Curso de Direito Comercial*. 8ª edição. Ed. D'Plácido. Belo Horizonte. 2021. Pg. 564.

uma determinada obrigação nele prevista, mas todas aquelas eventualmente expressas no documento.



Atualmente, há instituições privadas que se colocam como certificadoras de eventuais inadimplimentos em relações creditícias.

Suas finalidades são, em essência, funcionar como instrumentos de recuperação de créditos e renegociação de dívidas, se baseando, para isso, em informações prestadas pelos próprios usuários do serviço, que relatam, de maneira unilateral, seus créditos não quitados pelos devedores.

Em que pese a credibilidade que dispõem, como banco de dados sobre devedores e credores, não devem ser confundidas com os Tabelionatos de Protesto de Títulos, os quais têm a presunção de legalidade e legitimidade de seus atos, já que atuam sob o regime de delegação pelo Poder Público.

Portanto, o lançamento de uma informação no cadastro de uma destas instituições não é (ao contrário do protesto cambiário) uma prova do descumprimento de uma obrigação, embora seja tomada como tal pelo mercado.

3. CHEQUE, DUPLICATA E TÍTULOS DO AGRONEGÓCIO

3.1 - CHEQUE



O Cheque, a Letra de Câmbio e a Nota Promissória são os três modelos de títulos de crédito abstratos, ou seja, que podem ser validamente emitidos independentemente de qual seja a relação fundamental geradora do direito de crédito e respectiva obrigação de pagamento.

Somada a alguns outros aspectos – que serão tratados a seguir – esta característica conferiu ao Cheque grande importância como instrumento de constituição e transferência de créditos em dinheiro, sendo possível afirmar que, antes da massificação do uso da internet para operações financeiras, foi o modelo mais adotado para relações de consumo.

Como a generalidade dos títulos de crédito, o cheque tem sua origem na Letra de Câmbio, e sua particularização veio a partir do Sec. XVII, na Inglaterra, com o desenvolvimento dos bancos de depósito e de ordens de pagamento cujo cumprimento pressupunha a verificação³¹ da existência de fundos disponíveis em poder do destinatário da ordem.

³¹ Esta costuma ser apontada como a razão do termo "cheque", pois o verbo inglês "to check" tem, entre seus significados, o de "verificar". Sobre a origem, tanto do termo quanto do título de crédito em questão, veja: OTHON SIDOU, J.M. *Do Cheque*. 4ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2000. Pg. 7 e seg.

Embora Cheque e Letra de Câmbio sejam títulos de crédito abstratos e representem, ambos, ordens de pagamento, existem fundamentais diferenças entre os dois institutos, as quais refletem diretamente sobre o regime jurídico de cada um.

Ao contrário do que se tem na Letra de Câmbio, a posição de destinatário da ordem de pagamento constituída pelo Cheque não pode ser ocupada por qualquer pessoa física ou jurídica, pois, segundo o art. 3º da Lei n. 7.357/85, Cheque é uma ordem de pagamento emitida necessariamente contra banco ou outra instituição expressamente autorizada a figurar nesta posição.

Também a legitimidade para figurar como emitente do Cheque tem um requisito específico, diferentemente do que ocorre com a Letra de Câmbio. Somente pessoas físicas ou jurídicas que tenham, com o banco sacado no documento, uma relação contratual de conta corrente podem emitir Cheques a serem apresentados a este banco (art. 4º da Lei n. 7.357/85).

Outra fundamental diferença é que, no Cheque, o banco sacado, destinatário da ordem de pagamento, está obrigado a cumpri-la independentemente de declarar isso, no título. O dever do banco sacado decorre, como dito, de sua posição em contrato de conta corrente firmado com o emitente do documento, não havendo, portanto, necessidade de aceite, pelo sacado, no Cheque.

Porém, e também diferentemente do que ocorre na Letra de Câmbio, o banco sacado no Cheque somente está obrigado a cumprir a ordem de pagamento contra ele emitida se houver, em poder dele, como depositário no contrato de conta corrente celebrado com o emitente, recursos financeiros disponíveis e suficientes para cumprir a prestação prevista no título.

Isto significa que o banco sacado é, no Cheque, o responsável pelo cumprimento da ordem de pagamento, mas não deverá fazê-lo às custas de seu próprio patrimônio. Ao contrário, o banco sacado realizará o pagamento com o dinheiro que o emitente do Cheque tenha depositado em seu poder. No Cheque, o banco sacado não

tem qualquer obrigação cambial e só responde por seus deveres de depositário dos valores do emitente³².

A existência de "fundos disponíveis"³³, de titularidade do emitente, em poder do banco sacado, é, portanto, um requisito de emissão válida do Cheque³⁴, sendo o emitente, em virtude disso, apontado legalmente como o obrigado principal neste título (art. 15 da Lei n. 7. 357/85).

Outra relevante distinção entre o Cheque e a Letra de Câmbio diz respeito à forma de vencimento da obrigação contida no documento. Enquanto a Letra de Câmbio pode ser emitida sob quatro diferentes modelos de vencimento (à vista, a dia certo, a certo termo de vista ou a certo termo de data), o cheque é necessariamente uma ordem de pagamento à vista, sendo considerada não escrita qualquer cláusula em sentido diverso, no seu texto (art. 32 da Lei n. 7. 357/85).

Isto significa que o banco sacado está obrigado a cumprir a ordem de pagamento corporificada no Cheque, desde que haja fundos disponíveis do emitente, em seu poder, no momento em que

32 "Encerra o cheque duas ordens de relações inerentes à sua natureza de ordem de pagamento à vista dirigida ao sacado em favor do beneficiário: uma entre o emitente e o beneficiário, outra entre o emitente e o sacado; nenhuma entre o sacado e o beneficiário". RESTIFFE. Paulo Sérgio. RESTIFFE NETO. Paulo. *Lei do Cheque*. 4ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2000. Pg. 77.

33 Segundo o par. 1º do art. 4º da Lei n. 7.357/85, o termo "fundos disponíveis" compreende créditos constantes de conta corrente bancária disponíveis na data do pagamento, saldo exigível de conta corrente contratual e saldo proveniente da abertura de crédito (conhecido como "cheque especial").

34 A expressão "cheque sem fundos" identifica o ato de emitir um Cheque com a ciência de que não há, em poder do banco sacado, recursos financeiros disponíveis em montante suficiente para cumprir a ordem de pagamento emitida.

Em caso de sua ocorrência – sem quitação no prazo de 15 dias – o banco sacado incluirá o emitente no Cadastro de Emitentes de Cheques sem fundo (CCF) mantido pelo Banco Central do Brasil. *Res. CMN n. 5.071/2023*

Esta inclusão impede o emitente de emitir novos Cheques, além de outros inconvenientes em relação à sua atividade bancária. São causas de retirada do CCF: a) se decorridos 5 anos da inclusão b) a pedido do sacado ou do executante em caso de erro comprovado c) a pedido do sacado se comprovado o devido pagamento d) determinação do BACEN e) determinação judicial. Há também a hipótese de ser retirado a pedido do emitente se comprovado (pela apresentação do título ou de extrato de conta bancária) o pagamento do cheque. O pedido deve ser feito na agência onde deveria ter sido pago o cheque ou na sede do banco.

o título lhe for apresentado. Nenhuma data futura de vencimento, eventualmente acrescentada no documento, tem efeito em relação ao banco sacado.

Tornou-se prática adotada quase de forma absoluta, no comércio, a emissão do cheque com previsão, em seu texto, de data futura para sua apresentação ao banco.

Denominado erroneamente de “cheque pré-datado” (quando o correto é cheque pós-datado³⁵), esta prática não é ilegal, mas contém o relevante inconveniente, para o emitente do Cheque, de não gerar efeitos em relação ao banco sacado. Assim, se o Cheque emitido com o compromisso, entre emitente e beneficiário, de sua apresentação futura, for levado ao banco sacado antes da data combinada, o mesmo deverá ser pago no momento da apresentação, desde que haja, obviamente, fundos disponíveis para isso.

Em virtude da eventual apresentação do cheque pós-datado antes da data futura acertada entre emitente e beneficiário, começaram a ocorrer devoluções de Cheque, por insuficiência de fundos disponíveis, dado que o emitente contava com o prazo acertado com o beneficiário.

Parte da jurisprudência acolhe o direito de o emitente obter, do beneficiário que apresenta o Cheque antes da data entre eles acertada, reparação por eventuais prejuízos decorrentes deste ato, se o cheque for devolvido sem pagamento por falta de fundos disponíveis.

Nesta situação, é indiscutível o descumprimento, por parte do beneficiário, da relação fundamental estabelecida com o emitente, pois a mesma foi acordada para pagamento em data futura, que é aquela estipulada no texto do Cheque. Isto, porém, não elide a constatação de que o Cheque, título necessariamente à vista, foi indevidamente usado, pelo emitente, em uma relação estabelecida a prazo.

35 Tecnicamente, o cheque *pré-datado* é aquele no qual o emitente insere no título, como data de emissão, uma data anterior à sua efetiva criação. É, por exemplo, o caso de um cheque emitido na data de 02 de fevereiro de 2021 e no qual tenha sido inserida, como data de emissão, o dia 02 de Janeiro de 2021.

A prática adotada de forma maciça pelo comércio está em inserir no título, como data de emissão, um dia posterior à sua efetiva criação, de forma a estabelecer, entre emitente e beneficiário, o prazo para quitação da relação fundamental entre

Por fim, outra importante distinção entre o Cheque e a Letra de Câmbio diz respeito à sua constituição material, pois não há, para o emitente do Cheque, o direito de lançar os requisitos extrínsecos do título em qualquer base física apta a receber tais informações.

O Cheque somente gera seus efeitos jurídicos se o preenchimento dos requisitos extrínsecos do título for realizado em documento físico especialmente confeccionado, pelo banco sacado, e remetido previamente ao correntista, para emissão, quando necessário.

Assim, diferentemente do que se tem na Letra de Câmbio, a documentalidade do Cheque não tem forma livre, pois somente vale como tal o documento componente de talonário produzido, pelo banco sacado, conforme as rígidas regras formais estabelecidas pela Resolução n. 5.071/2023 do Conselho Monetário Nacional - CMN.

O objetivo desta absoluta rigidez normativa com o denominado Modelo Padrão do Cheque é, sem dúvida, torná-lo facilmente identificável em qualquer situação, o que em muito contribuiu para a massificação de seu uso durante décadas.

O cheque está, atualmente, tipificado pela Lei n. 7.357, de 1985, (conhecida como Lei do Cheque)³⁶ e seus requisitos extrínsecos estão expressamente enumerados, como é regra, nos artigos 1º e 2º.

Dada a exigência, no caso do Cheque, de utilização como tal apenas dos documentos confeccionados pelo banco sacado, sob as determinações do Banco Central do Brasil, muitos destes requisitos dispensam preenchimento no momento da emissão,

eles estabelecida. O Cheque emitido nesta circunstância é denominado cheque *pós-datado*.

36 Além dos dispositivos da Lei do Cheque, este título é regulamentado por normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil, os quais, em virtude da previsão do art. 69 da Lei n. 7.357/85, têm poderes para: a) determinar as normas a que devem obedecer as contas de depósito para que possam ser fornecidos os talões de cheque aos depositantes; b) a determinar as consequências do uso indevido do cheque, relativamente à conta do depositante; c) disciplinar as relações entre o sacado e o oponente, na hipótese de sustação ao pagamento.

posto que já inseridos no documento. É o caso, por exemplo, do lugar de pagamento, nome do emitente e identificação do banco sacado.

Porém, há aqueles requisitos que devem ser preenchidos por ato do emitente ou, se acaso deixados em branco, pelo beneficiário, o qual, neste caso, está obrigado a fazê-lo de boa-fé.

É o caso, por exemplo, da quantia a ser paga, pelo banco sacado, em favor do beneficiário indicado no documento, da data de emissão do título e, logicamente, da assinatura do emitente, que se coloca, neste ato, como obrigado principal no documento.

Como se trata de um título à vista, o Cheque não contém previsão de data de vencimento da obrigação, sendo a exigibilidade decorrente da apresentação do título ao banco sacado, para pagamento.

De modo a evitar que o Cheque emitido permaneça indefinidamente sem vencimento, por falta de sua apresentação ao banco sacado, a Lei n. 7.357/85 estipula, para o beneficiário no título, um prazo para que o documento emitido seja efetivamente levado ao banco sacado.

Este prazo, previsto no art. 30 da Lei n. 7.357/85, será de 30 (trinta) ou 60 (sessenta) dias, contados da data da emissão do documento, conforme o título tenha ou não, como lugar de emissão e de pagamento, a mesma localidade ou lugares diferentes.

Uma vez apresentado ao banco sacado, este tem o dever de realizar o imediato pagamento do título, seja através da efetiva entrega de moeda ou mediante depósito em conta bancária de titularidade do credor indicado no título.

O Banco Central do Brasil regulamentou, por meio da Res. n. 1.631/89 (hoje revogada pela Res. CMN n. 5071/2023), os motivos pelos quais o banco sacado tem o poder de recusar o pagamento do cheque, sempre formalizando tal ato mediante declaração no próprio documento. Estes motivos são divididos em grupos, os quais podem ser sistematizados da seguinte forma³⁷:

³⁷ A consolidação dos motivos de devolução do cheque está disponível em: <https://>

. falta de provisão de fundos: para a devida comprovação de que o emitente não tem, em poder do banco sacado, recursos suficientes para o integral pagamento da quantia prevista no cheque, são necessárias 02 (duas) apresentações, em dias diferentes³⁸.

. impedimento ao pagamento: são hipóteses como bloqueio judicial da conta do emitente, sustação ou revogação do cheque e dúvida sobre a veracidade da assinatura do emitente.

. cheque com irregularidade – são ocorrências referentes à regularidade material do título, como a existência de erros ou divergência de grafias.

. Emissão ou apresentação indevida – são os casos, por exemplo, de cheque emitido em moeda inválida ou apresentado após ocorrida sua prescrição.

Dentre as situações impeditivas ao pagamento do cheque, merecem especial atenção a revogação (art. 35 da Lei n. 7.357/85) e a sustação (art. 36) ao pagamento da quantia expressa no título, bem como o cancelamento do documento.

A revogação (ou contraordem) do cheque tem por objetivo desconstituir, com efeitos definitivos, a ordem de pagamento corporificada pelo título, após transcorrido o prazo estipulado pelo art. 33 da Lei n. 7.357/85 sem sua apresentação ao banco sacado³⁹.

www.bcb.gov.br/meubc/faqs/p/motivos-de-devolucao-de-cheques Consultado em 15/12/2023.

38 A declaração do banco sacado, formalizada no Cheque, de que o mesmo foi duas vezes devolvido por falta de provisão de fundos tem o efeito de dispensar a necessidade de protesto do título, tanto se o objetivo for demandar judicialmente o pagamento do emitente, quanto para a cobrança de eventuais obrigados de regresso.

39 *"A contraordem é ato cambial que limita o pagamento do cheque ao prazo de apresentação, razão pela qual só produz efeito depois de expirado o prazo de apresentação, e, se não há revogação, o art. 35, parágrafo único, expressamente autoriza o banco sacado a pagar o cheque até que decorra o prazo de prescrição, tal qual definido pelo art. 59 da mesma Lei do Cheque. Nisso, distingue-se da sustação, que, como se verá, pode ser passada a qualquer tempo. A previsão de que o efeito só será produzido após expirado o prazo de apresentação não limita o poder do sacador de promover-la antes de decorrido tal prazo. Em fato, a contraordem pode ser dada a qualquer momento, sendo válida; seus efeitos, porém, estão condicionados ao decurso do prazo de apresentação sem que o cheque tenha sido trazido ao caixa ou que tenha sido apresentação à câmara de compensação".* MAMEDE. Gladston.

Por se tratar de medida com efeitos definitivos, somente pode ser tomada pelo emitente do título além de se aplicar somente após transcorrido o prazo legal de apresentação do cheque, ao banco sacado, para pagamento (art. 33 da Lei n. 7.357/85).

Já a sustação (ou oposição) ao pagamento do cheque gera efeitos provisórios, dado que se funda em uma relevante razão de direito levantada, pela pessoa que realiza a sustação, como fundamento para a não realização do pagamento.

Os efeitos da sustação prevalecem até que seja sanada a dúvida acerca da efetiva ocorrência da relevante razão de direito apontada como fundamento para a medida, e, dado seu caráter provisório, coloca em suspenso a exigibilidade do documento ainda durante seu prazo de apresentação.

Essencialmente, os fundamentos para a sustação do cheque estão na possível ocorrência de algum ato ou fato que coloque em dúvida a legitimidade da pessoa que, presumidamente, apresentará o documento ao banco.

São, por exemplo, casos de perda, furto ou roubo do cheque preenchido (comprovados por Boletim de Ocorrência Policial), além de inadimplência do credor quanto à obrigação por ele assumida na relação fundamental.

Fundamental ressaltar que o exercício, sem a comprovação do devido fundamento, tanto da sustação, quanto da revogação do cheque, submetem o emitente às mesmas consequências aplicáveis a hipótese de emissão de cheque sem provisão de fundos.

Quanto ao cancelamento do Cheque, trata-se de um direito do correntista, aplicável sempre que o talão ou uma de suas folhas for perdido, furtado, extraviado ou roubando antes de sua efetiva emissão.

Tem claramente por objetivo evitar que a(s) folha(s) sejam ilegitimamente preenchidas e, com isso, venham a ocasionar pagamentos indevidos.

Uma vez devolvido sem pagamento, por falta de provisão de fundos, cabe ao beneficiário do cheque o direito de promover sua execução judicial, na qual poderá demandar tanto do emitente quanto de eventuais obrigados de regresso (endossantes e avalistas), já que, como antes lembrado, o protesto do título é substituído, em seus efeitos, pela negativa do banco sacado, formalizada e fundada na falta de fundos disponíveis.

O prazo para propositura desta ação de execução está estipulado pelo art. 58 da Lei n. 7.357/85, sendo de 6 (seis) meses, contados do término do prazo para apresentação do título ao banco sacado, para pagamento⁴⁰.

Uma vez prescrito o título, restará ao credor manejar a chamada ação de locupletamento (art. 61 da Lei n. 7.357/85), que seguirá o rito da ação monitória.

40 Marlon Tomazette comenta a possível dúvida sobre o tema: *"Caso o portador deixe transcorrer o prazo, sem apresentar o cheque, não há dúvida de como será contado o prazo prescricional. Contudo, há controvérsias quando o cheque foi apresentado ao sacado, dentro do prazo de apresentação. Nesses casos, parte da doutrina sustenta que o prazo de seis meses deverá ser contado a partir do dia da apresentação. Outros autores, porém, mantém inalterada a contagem, com ou sem apresentação dentro do prazo"*. TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. Vol. 2. 11ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2020. Pg. 264.

Em verdade, razão assiste à segunda corrente de pensamento, uma vez que o texto do art. 59 da Lei n. 7.357/85 é expresso ao prever que o prazo prescricional se contará a partir do "fim do prazo de apresentação".

3.2 – DUPLICATA

DUPLICATA MERCANTIL SUA RAZÃO SOCIAL LTDA				SUA RAZÃO SOCIAL LTDA Rua do seu Endereço, 9999 Sua cidade - Estado Telefones : (51) 99999-9999 CNPJ : 02.022.022-02222-22 Inscrição Estadual : 013-333333 Data do processamento : 22/08/2016																															
FATURA																																			
Nota Fiscal	Data de Emissão 22/08/2016	Duplicata	Valor RS:	Vencimento 17/08/2016	Para uso da Instituição Financeira																														
<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <td colspan="3">Nome do Sacado:</td> <td colspan="3">Bairro</td> </tr> <tr> <td colspan="4">Endereço de Cobrança</td> <td colspan="2"></td> </tr> <tr> <td>Cidade</td> <td>Estado</td> <td>CEP</td> <td>Telefone</td> <td colspan="2">Praça de Pagamento</td> </tr> <tr> <td colspan="3">CNPJ</td> <td colspan="3">Inscrição Estadual</td> </tr> <tr> <td colspan="6">Assinatura Emitente</td> </tr> </table>						Nome do Sacado:			Bairro			Endereço de Cobrança						Cidade	Estado	CEP	Telefone	Praça de Pagamento		CNPJ			Inscrição Estadual			Assinatura Emitente					
Nome do Sacado:			Bairro																																
Endereço de Cobrança																																			
Cidade	Estado	CEP	Telefone	Praça de Pagamento																															
CNPJ			Inscrição Estadual																																
Assinatura Emitente																																			
VALOR	O VALOR POR EXTENSO REAIS E CENTAVOS																																		
Reconhecemos a existência desta DUPLICATA DE VENDA MERCANTIL, PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS ou importâncias acima que pagaremos à SUA RAZÃO SOCIAL LTDA ou à sua ordem na praça e vencimentos acima indicados.																																			
Em	22/08/2016	Assinatura do Sacado																																	
	Data do Aceite																																		

Ao contrário dos modelos de títulos de crédito anteriormente analisados (Letra de Câmbio, Nota Promissória e Cheque), a duplicata tem na causalidade uma de suas características, o que significa que a sua emissão somente é válida quando a relação fundamental geradora do direito de crédito for aquela expressamente prevista pela legislação que tipifica o documento.

É importante ressaltar, a respeito da causalidade dos títulos de crédito, que esta característica se tornou, ao longo do tempo, prevalente tanto se analisada a quantidade de modelos que a adotam quanto se ponderada a utilidade prática atual deles, se comparados aos títulos abstratos.

Um título de crédito abstrato pode corporificar, como sabido, direito de crédito decorrente de quaisquer negócios jurídicos válidos, como, por exemplo, a doação, a compra e venda, o mútuo, a locação, etc. A amplitude de relações jurídicas em virtude das quais

eles podem ser emitidos é enorme, o que os torna, em princípio, de maior relevância.

Porém, os títulos causais, exatamente porque destinados estritamente à regulação de uma relação fundamental específica, se mostram, cada um exclusivamente em seu nicho econômico, profundamente adaptados às peculiaridades daquela operação creditícia.

Portanto, enquanto os títulos abstratos têm uma vantagem quantitativa sobre os títulos causais, posto que podem ser emitidos em um vastíssimo leque de operações de crédito, estes últimos se mostram qualitativamente superiores, já que regulados à medida para a relação fundamental que visam corporificar.

A duplicata é regulada pela Lei n. 5.474/1968 (denominada Lei das Duplicatas) e, como título de natureza causal, poderá ser emitida apenas se a relação fundamental, geradora do direito de crédito, se enquadrar em uma das duas hipóteses expressamente referidas pela legislação⁴¹.

A primeira relação fundamental em virtude da qual pode ser emitida uma duplicata é a compra e venda mercantil⁴² realizada entre partes domiciliadas no território brasileiro e cujo prazo para pagamento do preço seja não inferior a 30 (trinta) dias, contados da data da entrega ou despacho dos produtos vendidos (art. 1º da Lei n. 5.474/68). Trata-se, nesta hipótese, da denominada Duplicata Mercantil.

41 A duplicata é, assim como o cheque, um título de crédito cujo modelo está padronizado pelo Conselho Monetário Nacional, que, por força do art. 27 da Lei n. 5.474/68, tem o poder de regulamentar o padrão formal deste título. A Resolução n.102/68 do Banco Central do Brasil prevê as características formais de três modelos de duplicatas, conforme a relação fundamental seja liquidável de uma só vez ou em parcelas.

42 *"Em síntese, em nosso entendimento, para uma compra e venda mercantil, vendedor e comprador deverão ser empresários, o objeto deverá ser uma mercadoria e o destino deverá ser a circulação de riquezas. Assim, será mercantil a compra e venda de mercadorias para revenda, bem como a compra e venda de produtos e equipamentos para serem transformados e revendidos, ou mesmo para produzir novas mercadorias (insumos da atividade empresarial)".* TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. Vol. 2. 11ª edição. Ed. Saraiva Jur. São Paulo. 2020. Pg. 300/301.

A Lei n. 5.474/68 admite ainda, em seu art. 20, a emissão da chamada Duplicata de Prestação de Serviços, cuja relação fundamental é, como o próprio nome indica, a prestação, por pessoas individuais ou coletivas, de serviços ao qual se dediquem com profissionalidade e habitualidade.

Analizadas ambas as relações fundamentais, pode-se concluir que o vendedor do produto ou o prestador do serviço é a pessoa titular do direito de receber o preço correspondente a esta prestação, o qual é devido, a prazo, pelo comprador dos produtos ou tomador do serviço prestado.

Em ambos os casos há, para o vendedor das mercadorias ou prestador do serviço, um direito de crédito em relação, respectivamente, ao comprador dos produtos e ao tomador do serviço prestado. É daí que surge, para estes vendedores ou prestadores de serviço, o direito de emitir a duplicata, para que possam corporificar seu direito em um documento dotado de todos os atributos dos títulos de crédito.

A duplicata é, à semelhança da Letra de Câmbio e do Cheque, uma ordem de pagamento, de modo que a pessoa que emite o título não pretende assumir o ônus da prestação nele prevista, mas, ao contrário, cria o documento exatamente para nele estampar uma ordem para que outrem assuma a obrigação ali expressa.

Entretanto - e de maneira oposta à Letra de Câmbio e ao Cheque - o emitente da duplicata é o credor na relação fundamental em virtude da qual o título é emitido, sendo a finalidade deste último a de corporificar a ordem dada ao comprador dos produtos vendidos ou tomador do serviço prestado para que realize o pagamento do preço correspondente, na data acordada.

Assim, o emitente ou sacador da duplicata é o credor na relação fundamental, e o título criado corporifica uma ordem de pagamento por ele sacada contra a pessoa que, ao comprar seus produtos ou tomar seu serviço, se tornou sua devedora.

Neste ponto é necessário abordar outro documento, físico ou escritural, essencial para a compreensão da duplicata, posto que

elena, em seu texto, os elementos básicos da relação fundamental. Trata-se da chamada fatura, ou nota fiscal-fatura.

A fatura é um documento de natureza contábil destinado a descrever, para esta finalidade, as operações realizadas por vendedores ou prestadores de serviços em caráter profissional e habitual. A partir da década de 1970, sua finalidade foi incorporada à da nota fiscal, de modo que, hoje, um mesmo documento físico ou escritural desempenha ambas as funções, sendo, por isso, adequado falar em nota fiscal-fatura⁴³.

A emissão da nota fiscal-fatura é um dever do vendedor dos produtos ou prestador dos serviços, já que exigência da lei tributária. Sua utilidade é contábil e fiscal, mas este documento não tem os atributos de um título de crédito (como a possibilidade de protesto, executividade, transmissão por endosso e garantia por aval, por exemplo), já que assim não foi tipificado pela legislação.

Emitida a nota fiscal-fatura, o vendedor ou prestador do serviço pode, se quiser criar um documento com os atributos de um título de crédito contra seu devedor (o comprador dos produtos ou tomador dos serviços), emitir também, com base nos elementos constantes da nota fiscal-fatura, a duplicata, assim denominada exatamente porque *duplica* as informações sobre a relação fundamental geradora do crédito, as quais estão estampadas, como visto, na nota fiscal-fatura (art. 2º da Lei n. 5.474/68).

Importante também ressaltar que a obrigação do sacado, destinatário da ordem de pagamento corporificada na duplicata, não se confunde com seu dever contratual de pagar o preço dos produtos comprados ou serviços tomados.

43 *"Desde o convênio do Sistema Nacional Integrado de Informações Econômico-Fiscais, assinado entre o Ministério da Fazenda e as Secretarias Estaduais de Fazenda em 1970, admite-se o uso da nota fiscal como fatura, existindo assim a nota fiscal-fatura.*

Assim, o conceito comercial de fatura incorporou-se à exigência tributária da nota fiscal. Ambas são escriturais (fixas e registradas na escrita do vendedor), discriminam a mercadoria vendida, seu valor, quantidade, data de venda e destinam-se também a documentar o comprador". BARBI FILHO. Celso. *A duplicata mercantil em juízo*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2005. Pg. 9.

Na duplicata, o sacado somente está obrigado se efetuar, por ato unilateral e voluntário, o aceite da ordem de pagamento que lhe foi enviada, tornando-se aceitante no título e seu obrigado principal.

Há, portanto, a necessidade de remessa da duplicata, pelo sacador, ao sacado, para que este último, devedor do preço dos produtos ou serviços, aceite e devolva o título ao sacador, que, beneficiário da ordem de pagamento, poderá, se desejar, endossá-lo ou aguardar seu vencimento (art. 6º e 7º da Lei n. 5.474/68).

É, porém, possível que o sacado, ao receber as mercadorias ou o serviço prestado, constate neles algum defeito de qualidade e/ou quantidade, bem como perceba que as duplicatas remetidas estão em desacordo com a relação fundamental praticada. São, por exemplo, os casos de divergência entre o valor do documento e o preço sinalizado no ato da contratação e diferenças quanto ao prazo para pagamento ou ao número de parcelas contratados.

Neste caso, cabe ao sacado o direito de recusar o aceite na duplicata, apontando, em documento escrito a ser encaminhado ao sacador do título, no prazo para devolução da duplicata, a fundamentação de sua recusa, que está adstrita às hipóteses elencadas pelo art. 8º (quanto a Duplicata Mercantil) e art. 21 (referente à Duplicata de Prestação de Serviços) da Lei n. 5. 474/68. Portanto, a recusa de aceite na duplicata é, ao contrário do que se tem na Letra de Câmbio, ato formal e fundamentado.

A Lei n. 5.474/68 contém, além disso, uma solução jurídica para o caso de o sacado simplesmente não devolver a duplicata aceita, ainda que tenha recebido devidamente os produtos ou serviços adquiridos do sacador do título.

Nesta hipótese, a Lei n. 5.474/68 autoriza o sacador da duplicata a efetuar o seu protesto por falta de devolução do título, o qual se baseia nos elementos constantes da nota fiscal-fatura e é, por isso, denominado Protesto por Indicações (art. 13 e 14 da Lei n. 5.474/68).

Realizado o protesto do título, ainda que sem o mesmo em seu poder, dada a falta de sua devolução, ao credor resta

necessário provar que, embora negado o aceite no título, o sacado efetivamente recebeu os produtos ou serviços prestados, de forma que, ao menos, tinha o dever de informar a razão da recusa do aceite.

O art. 15 da Lei n. 5.474/68 permite que o sacador/credor possa provar a transmissão dos produtos através de qualquer "documento hábil comprobatório da entrega e recebimento da mercadoria", como, por exemplo, o "canhoto" da nota fiscal-fatura, o qual, no momento da entrega dos bens vendidos, é datado e assinado pelo recebedor dos mesmos.

Assim, fica provada a entrega das mercadorias e a não devolução da duplicata aceita, assim como a falta de fundamentação e formalização da eventual recusa do aceite, pelo sacado.

A certidão de protesto por falta de devolução da duplicata, mais o comprovante escrito de efetiva entrega e recebimento dos produtos e a inexistência de recusa tempestiva, formal e fundamentada de aceite permitem ao sacador/credor cobrar do sacado, através de ação de execução, o valor da duplicata não devolvida (art. 15 da Lei n. 5. 474/68). Trata-se do suprimento do aceite injustificadamente recusado pelo sacado, na duplicata remetida e não devolvida.

Isto gerou, de fato, uma desnecessidade da própria emissão do documento físico da duplicata, dado que a possibilidade de sua execução judicial fica resguardada com o comprovante escrito de entrega e recebimento das mercadorias e a possibilidade de protesto por falta de devolução, o qual se efetiva, como já assinalado, por indicações constantes da nota fiscal-fatura⁴⁴.

Para fins de cobrança judicial dos direitos do sacador/vendedor, em relação ao sacado/comprador, a emissão da duplicata não é, de fato, necessária, posto que tal cobrança pode ser efetivada com os documentos enumerados pelo art. 15 da Lei

44 É o que Celso Barbi Filho chamou de *supressão documental da duplicata*, algo que não pode ser confundido com a *duplicata virtual* ou *escritural*, disciplinada pela Lei n. 13.775/2018, e que decorre da substituição do suporte em papel pelo registro eletrônico do título. BARBI FILHO, Celso. A Supressão Documental da Duplicata. *Revista Literária de Direito*. N. 19. São Paulo. Pg. 11. Set/out. 1997.

n. 5.474/68. Sua efetiva emissão e aceite são essenciais apenas se o sacador pretende endossar o título ou para fins de eventual prestação de aval no documento.

É comum que o sacador/credor da duplicata emita, além da nota fiscal-fatura, o chamado *boleto bancário* e o remeta, para pagamento, ao sacado, como devedor do preço dos produtos vendidos ou serviços prestados.

O chamado *boleto bancário* é um documento unilateralmente criado, pelo sacador da duplicata e credor do preço dos produtos vendidos ou serviços por ele prestados, destinado a servir, para o sacado/devedor, como comprovação do efetivo pagamento de sua dívida com o emissor do boleto.

Emitido pelo vendedor e encaminhado ao comprador, este *boleto bancário*, se pago, permite que o devedor tenha consigo uma prova de que efetivamente cumpriu sua prestação na relação fundamental de compra e venda ou prestação de serviços.

Note-se que esta prova é inoponível a eventual terceiro de boa-fé que venha a se tornar credor na duplicata aceita, mas, em se tratando do expediente de não emissão do título, permite ao comprador ter consigo uma prova de quitação, caso o vendedor inadvertidamente venha a demandar novamente o pagamento do preço das mercadorias vendidas ou serviço prestado.

Não há nenhuma irregularidade no uso do *boleto bancário* com esta finalidade, mas o mesmo não pode, em momento algum, ser confundido com a própria duplicata e, muito menos, com um modelo de título de crédito autônomo.

O *boleto bancário*, documento de emissão unilateral, não possui os atributos da duplicata, como cartularidade, literalidade, autonomia e executividade, nem comprova a existência do débito nele inserido, o que somente pode ser demonstrado com os documentos enumerados pelo art. 15 da Lei n. 5.474/68.

Porém, ciente de que realmente deve e que pode ser demandado pelo vendedor com base na certidão de protesto por indicações mais comprovante escrito de entrega da mercadoria, o

comprador, ao receber o boleto, efetua seu pagamento e o mantém consigo, para, como dito, se resguardar contra nova cobrança.

Para o vendedor, emitente do boleto, trata-se de expediente que facilita sua operação, pois o pagamento já é creditado em sua conta bancária.

3.3 - A DESMATERIALIZAÇÃO DOS TÍTULOS DE CRÉDITO E A DUPLICATA ESCRITURAL

A partir da década de 1990, a massificação do armazenamento de dados por meio computacional provocou constante declínio na utilização de documentos impressos, já que a função de se prestar como instrumento confiável para lançamento e posterior demonstração da existência e veracidade de informações passou gradativamente do papel para os sistemas eletrônicos.

Já no século XXI, com a universalização do uso da internet, relações jurídicas antes constituídas presencialmente e formalizadas em documentos escritos passaram a ser realizadas à distância (via internet) e corporificadas em registros eletrônicos, em detrimento dos documentos em papel.

Assim, os títulos de crédito – outrora soberanos instrumentos jurídicos destinados a disciplina da operação econômica de crédito – enfrentaram o mais significativo ponto de dúvida: seriam eles – e seus princípios reguladores – capazes de atender à necessidade de disciplina jurídica de relações creditícias realizadas em massa, de forma não presencial (via internet) e formalizadas sem o uso do papel?

Termos como cartularidade, autonomia, endosso, protesto e outros seriam adaptáveis a este novo modo de transação ou estariam definitivamente condenados à história do Direito, em detrimento da necessária (mais ainda não realizada) construção de um arcabouço regulador completamente novo?

É inegável que vários pontos da legislação creditícia não mais comportam qualquer utilidade e aplicabilidade neste cenário de

transações econômicas. É o caso, por exemplo, da Letra de Câmbio, título de crédito original, mas que hoje está, na prática, extinto.

Por outro lado, mesmo em um mundo totalmente digital, a operação de uso temporário e consensual da riqueza alheia continua pautada sobre determinadas premissas consolidadas pela legislação cambiária e ainda vigorantes.

Os modelos eletrônicos reguladores de relações creditícias têm a mesma função essencial dos antigos títulos cartulares, que é a de servir como elemento gerador de confiança em uma relação de débito e crédito, a qual decorre de sua capacidade de estabelecer, com segurança e de forma antecipada, todos os direitos e deveres dos participantes da relação.

A relação creditícia registrada por estes instrumentos não cartulares, por sua vez, ainda mantém os atributos da exigibilidade futura e incondicionada do direito do credor e a vinculação à capacidade patrimonial de pagamento do devedor, e não ao seu sucesso econômico (como no caso dos documentos geradores de direitos de sócio, como as ações).

O documento eletrônico de crédito (ou título de crédito escritural) é, assim como o físico, constituído por declarações unilaterais e voluntárias dos devedores e apresenta necessária dilação temporal entre a constituição do direito e sua exigibilidade. Além disso, a transferibilidade dos direitos e possibilidade de garantia dos credores ainda são essenciais, mesmo nesta nova realidade pautada pela internet e pelo uso de meios eletrônicos de armazenamento.

Além disso, a estrutura fundamental da ordem triangular de pagamento (advinda da Letra de Câmbio) e da promessa bilateral de pagamento (oriunda da Nota Promissória) ainda são capazes de explicar grande parte dos atuais instrumentos de regulação das relações creditícias.

Trata-se, portanto, de necessária releitura dos instrumentos cambiários, selecionando os que ainda são válidos, aqueles que necessitam de reinterpretação e quais outros podem ser

considerados obsoletos, incapazes de regular a realidade de transações eletrônicas.

O princípio cambiário que certamente gerou maiores dúvidas quanto à sua aplicabilidade em relações creditícias estabelecidas pela internet e eletronicamente armazenadas foi o da cartularidade, cuja essência está, como aqui já referido, na ideia de que o título de crédito precisa ser existente e comprovável no mundo dos fatos, o que tradicionalmente se dava com a redação do documento em papel.

Como também aqui já mencionado, a função essencial do documento creditício em papel está na sua capacidade de servir como meio suficientemente seguro de prova tanto da existência da relação creditícia quanto dos direitos, obrigações e identidades de credores e devedores, bem como da demonstração de que todos se obrigaram de forma voluntária.

Esta função básica para a cartularidade do título de crédito é desempenhada, com a mesma ou até maior segurança, por instituições que, devidamente autorizadas e regulamentadas pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, mantém sistema de registro eletrônico destes títulos não cartulares, denominados escriturais.

Além disso, a antes essencial assinatura de próprio punho como forma única de expressar declarações unilaterais e voluntárias nos documentos de crédito certamente pode ser substituída, com igual ou maior credibilidade, por instrumentos como o uso de senhas, assinaturas digitais ou reconhecimento biométrico.

Excelente exemplo destas considerações está na Lei n. 13.775/2018, que regula a denominada duplicata escritural.

Pode-se afirmar que a duplicata escritural é aquela cuja emissão é feita com o lançamento de seus requisitos extrínsecos (art. 1º e 2º da Lei de Duplicatas, a Lei n. 5.474/68) em um sistema eletrônico de escrituração, mantido por alguma das instituições autorizadas por órgão ou entidade da administração federal direta ou indireta, como o Banco Central do Brasil (art. 3º da Lei n. 13.775/18).

Esta instituição, responsável pelo registro eletrônico destas duplicatas (denominada, na Lei. n. 13.775/18, “gestor do sistema eletrônico de escrituração), é responsável também por formalizar a apresentação, aceite, devolução, endosso, aval e pagamento do título (art. 4º da Lei n. 13.775/18)⁴⁵.

Também incumbe ao gestor do sistema eletrônico de escrituração a disponibilização, tanto ao sacador quanto ao sacado, de meios que permitam comprovar a entrega e o recebimento das mercadorias, como é o caso de recibos eletronicamente lançados.

A duplicata escritural é, assim como a sua forma cartular, dotada de executividade, já que, com base no art. 6º da Lei n. 13.775/18, a instituição gestora do sistema eletrônico de escrituração e armazenamento destes títulos tem o dever de expedir, a pedido de qualquer interessado, o extrato do registro eletrônico da duplicata, documento suficiente para instruir uma ação de execução (art. 7º da Lei n. 13.775/18).

No contexto da duplicata escritural, disciplinada pela Lei n.13.775/18, é possível afirmar que a prova do direito de crédito, antes realizada com a exibição do documento redigido em papel, é substituída pela declaração, emitida pela instituição responsável pela manutenção do registro eletrônico dos títulos, a qual, dada a fiscalização e regulamentação à qual estão submetidas tais entidades, é dotada do mesmo grau de segurança e credibilidade.

Já a emissão da duplicata escritural se dá, de forma análoga à sua forma cartular, com o lançamento, por ato do sacador, dos

45 “Para que um registro em um sistema informatizado de dados que identificam um crédito produza os efeitos de título de crédito eletrônico, é indispensável a contratação dos serviços prestados por um específico agente econômico: a entidade de registro de títulos eletrônicos (ERTE). Trata-se de agente autorizado pelo BCB [Banco Central do Brasil] ou pela CVM [Comissão de Valores Mobiliários], conforme a competência de cada uma dessas autoridades, para a prestação de serviços de registro de títulos de crédito eletrônico.

Somente instituições financeiras podem optar por contratar uma ERTE ou manter elas mesmas o registro informático de títulos de sua responsabilidade, tais como a CCB, 3CB e CCI (Lei n. 10.931/04, arts. 27-A, parágrafo único, e 45-A). Os demais agentes econômicos devem contratar os serviços de registro de uma ERTE, para concederem ou negociarem créditos representados por títulos de crédito eletrônicos”. COELHO, Fábio Ulhôa. *Títulos de Crédito: uma nova abordagem*. Ob. Cit. Pg. 61.

requisitos extrínsecos referentes a tal modelo de título de crédito, os quais constam, como já aqui abordado, da Lei n. 5.474/68 (art. 1º e 2º).

Altera-se, apenas, que, na forma escritural da duplicata, este lançamento dos requisitos extrínsecos não se dá em papel, mas no sistema gerido pela instituição autorizada a funcionar como repositório confiável destes títulos.

As demais declarações inerentes à duplicata – aceite, endosso, aval – são igualmente preservadas, agora substituída a sua formalização com a assinatura de próprio punho por outros meios comprobatórios de exteriorização de vontade, como senhas numéricas, assinaturas digitais ou biometria.

Os princípios cambiários da literalidade e da autonomia estão, nas formas escriturais de títulos de crédito, igualmente válidos, já que o documento, ainda que não corporificado em papel, continua sendo o limite único dos direitos do credor e obrigações dos devedores, assim como mantida a regra da inoponibilidade de exceções pessoais ao terceiro de boa-fé.

Estas considerações, extraídas da Lei n. 13.775/18, aplicam-se, em sua quase totalidade, às demais modalidades escriturais de títulos de crédito, como os títulos bancários e do agronegócio.

Em todas, substitui-se a forma cartular pela anotação eletrônica realizada e mantida pelas instituições autorizadas a tal atividade, com a comprovação dos limites do direito do credor e das obrigações dos devedores realizada pela certidão emitida com base nos registros da instituição mantenedora dos registros eletrônicos.

Uma realidade que merece ser destaca é a crescente ampliação do uso dos títulos de crédito, em sua forma escritural, como instrumento para captação de recursos financeiros mediante sua negociação ao público em geral, de forma análoga aos valores mobiliários tradicionais, como ações e debêntures.

Em sua forma tradicional, os títulos de crédito corporificavam relações entre pessoas determinadas, as quais se tornavam recíprocas credoras e devedoras em virtude de uma relação

fundamental isolada, como a compra e venda a crédito, a locação ou a prestação de serviços.

Porém, em sua forma escritural, os títulos de crédito ganharam importância como instrumento de captação de recursos financeiros em relação a uma enorme gama de potenciais investidores, os quais tem nestes documentos escriturais uma opção de alocação de riqueza. A antiga relação particular entre devedor e credor tornou-se, neste caso, uma relação do emitente dos títulos com uma coletividade de investidores/credores.

O uso de títulos de crédito escriturais para captação de recursos financeiros no mercado só é possível com uma importante alteração nas regras de transferência dos direitos contidos no documento. Pode-se, por isso, falar em títulos de crédito negociáveis e endossáveis.

Títulos negociáveis são aqueles nos quais a posição de beneficiário, titular do direito expresso pelo documento escritural, é transferível, de forma onerosa ou gratuita, por ato unilateral e voluntário do credor ou seu representante legal.

Neles, entretanto, e diferentemente do que se tem no endosso cambiário, quem transfere não passa a ocupar a posição de devedor de regresso. O alienante deixa, ao transferir o título, a relação por ele disciplinada.

Assim, nos títulos de créditos negociáveis ao público em geral, o alienante do direito expresso no documento não é responsável pelo adimplemento da obrigação nele referida, como se dá, em regra, no endosso cambiário.

A responsabilidade do alienante é, nos títulos negociáveis, adstrita à existência da relação fundamental e do direito de crédito correspondente, mas não alcança o dever de garantir o credor quanto à capacidade de pagamento da pessoa obrigada principal no documento, algo que se verifica nos títulos endossáveis.

Portanto, o endosso sem garantia do endossante, quanto ao adimplemento da obrigação expressa no título, é a forma adotada em títulos de negociação pública e incondicionada, já que, no

mercado, a responsabilização de todo aquele que viesse a tomar parte no título inviabilizaria, na prática, sua circulação.

Também a garantia oferecida pelo obrigado, nestes títulos de negociação pública, deixa de ser, em regra, o modelo previsto para os títulos de crédito tradicionais (o aval) e passa a assumir outras formas, consideradas mais seguras, relacionadas a direitos reais como a hipoteca, alienação fiduciária e penhor.

Outra característica essencial para a compreensão do atual mercado de crédito está na constatação de que o credor na relação fundamental, quando não se dedica precípua e profissionalmente à oferta de crédito, opta por formas de negociação na qual o risco de inadimplemento da dívida é transferido a terceiro, o qual tem nesta atividade seu objeto principal.

Tome-se como exemplo as operações realizadas com o uso do cartão de crédito. Nelas, o devedor obtém crédito não da parte que com ele estabelece a relação fundamental, mas de um terceiro (a operadora do serviço de cartão), que lhe concede o crédito para realizar a compra e, ao mesmo tempo, reduz o risco de inadimplência para os vendedores dos bens ou serviços adquiridos pelo usuário do cartão.

Neste modelo, os credores em virtude da relação fundamental não mais assumem para si o risco de inadimplemento do devedor, como nos títulos de crédito tradicionais. Este risco é transferido a um terceiro (como, no exemplo, a operadora do cartão de crédito), que se dedica com profissionalidade e habitualidade a financiar estas operações em massa.

Ao mesmo tempo em que tomam para si o risco de inadimplemento dos devedores, estas instituições fornecedoras de crédito ao público em geral distribuem este risco entre todos os seus clientes, seja na forma de cobranças pelo serviço prestado ou através dos juros que impõem aos inadimplentes.

Conclui-se, portanto, que enquanto nos modelos tradicionais e cartulares de crédito o risco de inadimplência é internalizado pelo credor da relação fundamental, nestas operações intermediadas

o risco é captado pela instituição fornecedora do crédito, mas, ao mesmo tempo, externalizado para todo o mercado usuário do serviço.

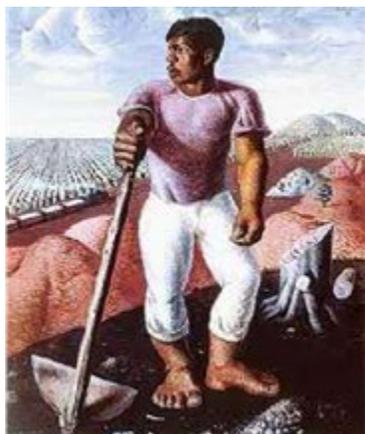
3. 4 TÍTULOS DO AGRONEGÓCIO

As atividades econômicas relacionadas à agricultura e pecuária representam fundamental papel na economia brasileira, além de serem importantes fontes de emprego para milhões de trabalhadores. O termo agronegócio⁴⁶ é usado para identificar este setor da economia, o qual, por razões óbvias, está intrinsecamente ligado ao crédito e ao risco.

O empresário rural, seja ele organizado sob a forma de uma pessoa física ou jurídica, depende de financiamento de terceiros para poder viabilizar a sua produção e, com o seu resultado, quitar sua dívida.

46 "Em geral, associa-se 'agronegócio' à 'produção rural', como se fossem sinônimos, mas isso não é inteiramente correto. O agronegócio abrange um conjunto amplo e complexo de atividades econômicas, entre as quais evidentemente se destaca a produção rural. A agricultura e pecuária estão no centro do agronegócio, mas essa rede de atividades econômicas e empresariais abrange várias outras – muitas das quais, aliás, exploradas em ambientes urbanos.

*O agronegócio é uma 'rede de negócios' (ou 'cadeia de produção'), conceito econômico contraposto ao tradicional modelo de segmentação da economia em três grandes setores: primário (agricultura, pecuária, extrativismo, etc.), secundário (indústria) e terciário (comércio e serviços)". COELHO, Fábio Ulhôa. *Títulos de Crédito: uma nova abordagem*. Ob. Cit. Pg. 134.*



A economia brasileira sempre esteve essencialmente ligada à atividade agrícola ou pecuária, razão pela qual os instrumentos jurídicos destinados ao financiamento do agronegócio são de fundamental importância.

Na figura ao lado, a obra "O Lavrador de Café" (1934), de Cândido Portinari

Por outro lado, por ser uma atividade essencialmente dependente de fatores naturais e, portanto, incontrolláveis pela ação humana, está sujeita a um percentual de insucesso ainda maior do que aquele inerente às demais atividades empresariais.

Consideradas, portanto, a importância econômica e social do agronegócio, a sua dependência de financiamento por terceiros e o risco a ela inerente, fica patente a necessidade de especial tutela normativa para o setor, a qual se corporifica em diferentes normas destinadas ao assunto, como a Lei n. 11.076, de 2004, que regulou várias modalidades de títulos de crédito especialmente desenvolvidas para corporificar relações creditícias decorrentes do agronegócio.

Entre estes modelos, interessa particularmente o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), o Warrant Agropecuário (WA) e a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), posto que os demais estão diretamente relacionados ao mercado de valores mobiliários e à operação de securitização.

O Certificado de Depósito Agropecuário é uma promessa de pagamento decorrente da relação fundamental de depósito de produtos agropecuários, conforme definido pelo par. 1º do art. 1º da Lei n. 11.076/04.

O empresário rural, seja ele pessoa física ou jurídica, destina sua produção ao mercado, e não apenas a seu consumo próprio. Por se tratar, via de regra, de produtos com alto risco de perecimento, o resultado de suas atividades precisa de condições próprias de armazenamento, de forma a conservar sua qualidade original até que seja vendido.

É comum, em consequência, que este empresário rural estabeleça, com pessoa titular de instalações capazes de armazenar devidamente produtos agrícolas ou pecuários (chamados de armazéns-gerais), o contrato de depósito, pelo qual este último, na condição de depositário, assume a obrigação de guardar e preservar os bens entregues pelo empresário rural (depositante) até que lhe seja solicitada a devolução dos mesmos, pondo fim ao contrato⁴⁷.

De forma a comprovar a titularidade sobre os bens dados em depósito, o depositário dos produtos emite uma promessa, cartular ou escritural – o Certificado de Depósito Agropecuário – na qual se obriga a restituir os bens depositados a quem lhe apresente tal documento e insere, como destinatário da promessa, o depositante.

Nota-se, portanto, que o CDA contém, para o emitente/promitente, o dever de realizar uma prestação não pecuniária, posto que consistente na entrega, a quem lhe apresentar o documento, das mercadorias descritas no título.

O empresário rural, titular e depositante das mercadorias, figura como beneficiário da promessa representada pelo CDA e, se assim desejar, poderá vender os produtos, receber o pagamento e, mediante endosso, transferir a titularidade do CDA ao comprador.

Este comprador, agora titular do direito contido na CDA, apresenta o documento ao depositário e emitente do título e terá

47 Segundo o art. 4º da Lei n. 11. 076/04, considera-se:

I - depositário: pessoa jurídica apta a exercer as atividades de guarda e conservação dos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei, de terceiros e, no caso de cooperativas, de terceiros e de associados, sem prejuízo do disposto nos arts. 82 e 83 da Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971;

II - depositante: pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei entregues a um depositário para guarda e conservação;

o direito de retirar a mercadoria comprada, dando-lhe a destinação que desejar.

Embora a transferência da CDA se opere por endosso, o art. 2º da Lei n. 11. 076/04 responsabiliza os endossantes apenas pela existência do produto referido no título, mas não pela sua efetiva entrega, a qual é de responsabilidade exclusiva do depositário/emitente da CDA.

Porém, o empresário rural, depositante das mercadorias e beneficiário do CDA, pode pretender não transferir a titularidade sobre os bens depositados, mas, apenas, oferecê-los como garantia do pagamento de uma dívida que venha a contrair.

É, por exemplo, o caso do empresário rural que venha a contrair um empréstimo bancário e, como garantia do pagamento desta dívida, ofereça ao credor, em penhor, os produtos agrícolas depositados e referidos na CDA.

Para que o empresário rural possa oferecer as mercadorias de sua titularidade, depositadas com o emitente do CDA, há, junto com a criação deste título, a emissão, também pelo depositário dos produtos, do Warrant Agropecuário (WA), definido pelo art. 1º par. 2º da Lei n. 11.076/04 como uma promessa de pagamento em dinheiro que confere ao seu titular o direito de penhor sobre as mercadorias mencionadas no CDA correspondente.

Nota-se, portanto, que CDA e WA são emitidos com base na mesma relação fundamental (o depósito de produtos agrícolas ou pecuários) e têm o mesmo emitente e o mesmo beneficiário, que são, respectivamente, o depositário dos produtos e o titular dos mesmos, o empresário rural.

Embora emitidos juntos e tendo os mesmos emitentes e beneficiários, CDA e WA conferem direitos diferentes sobre os produtos depositados e mencionados nos documentos: a CDA confere ao seu titular o direito de propriedade sobre os bens depositados, enquanto a WA corporifica o direito real de garantia sobre bens móveis (penhor) em relação aos produtos indicados na CDA.

Para a retirada dos produtos, é necessária a apresentação conjunta do CDA e do WA, já que ambos foram criados pelo mesmo emitente e em favor do mesmo beneficiário. Se a mercadoria for vendida a terceiros, o beneficiário deverá endossar ambos os documentos ao comprador, que, assim, poderá retirar os produtos adquiridos.

Porém, se o empresário rural, depositante dos produtos, pretende oferecê-los como garantia do pagamento de uma dívida, deverá transferir apenas o WA, o qual ficara com o credor do empréstimo realizado até que esta dívida seja quitada.

A pessoa que estiver na posse do CDA, mas sem o WA, não consegue retirar os produtos com o depositário, posto que a falta do WA comprova que os produtos estão empenhados em favor de terceiro.

Para recuperar o WA e conseguir retirar os produtos é necessário quitar o débito com o credor garantido pelas mercadorias, o qual, nesta situação, tem o dever de devolver o WA a quem venha a pagar a dívida.

É também possível que o titular do CDA retire os produtos depositados mesmo sem o WA, mas desde que deposite, na instituição custodiante de tais títulos, o valor expresso no WA (art. 21 da Lei n. 11.076/04).

Por se tratar de títulos de negociação pública, devem ser inseridos em sistema de registro de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil (art. 15 da Lei n. 11.076/04).

Outro título de crédito relacionado ao agronegócio e que também contém uma obrigação não pecuniária é a Cédula de Produto Rural (CPR), a qual está disciplinada pela Lei n. 8.929/94 e é de negociação pública, do mesmo modo que o CDA e o WA supra analisados.

A Cédula de Produto Rural corporifica uma promessa, realizada pelo emitente (empresário rural ou associação de produtores rurais), de entregar, ao beneficiário mencionado, determinado produto agrícola ou pecuário na data estipulada pelo documento.

O beneficiário da CPR paga ao emitente pelos produtos agrícolas ou pecuários mencionados no documento, sendo esta a relação fundamental que gera, para o comprador, o direito ao recebimento futuro dos bens referidos na CPR.

Como titular do direito de receber, no futuro, as mercadorias indicadas na CPR, este beneficiário poderá aguardar a data prevista para a entrega ou, como é mais comum, negociar tal documento a terceiros, transferindo o direito sobre os produtos a quem venha a lhe pagar pela CPR.

Uma variação desta estrutura fundamental é a chamada CPR financeira, na qual a obrigação de entrega dos produtos indicados no documento pode ser substituída pelo pagamento, em dinheiro, do valor de negociação destes produtos, na data de sua entrega.

A Lei n. 13.986/20 instituiu e regulou, em seus art. 17 a 29, a Cédula Imobiliária Rural (CIR), título de crédito de livre negociação e que expressa uma promessa de pagamento em dinheiro garantida por imóvel rural vinculado ao chamado "patrimônio rural de afetação", instituído na mesma lei⁴⁸.

O objetivo deste modelo de título, que pode ser emitido sob a forma escritural, é permitir a empresário rural obter crédito para sua atividade oferecendo, como garantia do pagamento da dívida, parte de seu patrimônio rural de afetação.

Os requisitos extrínsecos do documento estão expressos no art. 22 da Lei n. 13.986/20, dos quais vale destacar a autorização irrevogável, dada pelo emitente, para que o oficial do registro de imóveis processe, em favor do credor, o registro de transmissão da propriedade imóvel rural, ou da fração, constituinte do patrimônio rural em afetação vinculado à CIR.

48 Segundo o art. 7º da Lei n. 13.986/2020, "o proprietário de imóvel rural, pessoa natural ou jurídica, poderá submeter seu imóvel rural ou fração dele ao regime de afetação.

No o regime de afetação, o terreno, as cessões e as benfeitorias nele fixadas, exceto as lavouras, os bens móveis e os semoventes, constituirão patrimônio rural em afetação, destinado a prestar garantias por meio da emissão de Cédula de Produto Rural ou Cédula Imobiliária Rural.

Por fim, merecem referência os chamados títulos de autofinanciamento do agronegócio⁴⁹, entre os quais se destacam o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), todos disciplinados pela Lei n. 11.076, de 2004.

Estas modalidades têm em comum a característica de serem promessas de pagamento emitidas por cooperativas ou empresários rurais (no caso da CDCA) ou instituição financeira (em se tratando de LCA) e vinculadas a direitos futuros de crédito, decorrentes de atividade relacionada ao agronegócio.

No caso da CDCA, o emitente, titular de direitos de crédito decorrentes de sua atividade relacionada ao agronegócio, se vale deste título para, na condição de emitente/devedor, captar dinheiro com investidores em momento presente oferecendo, como garantia do pagamento, os direitos de crédito que ele, emitente, tem para receber, no futuro.

O Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) também se destina a permitir que o emitente realize a troca de "dinheiro futuro" por "dinheiro presente", mas, neste caso, se vale da operação de securitização de recebíveis, tema que relaciona diretamente o mercado de crédito e o mercado de valores mobiliários.

3.5 – SECURITIZAÇÃO E A LEI N. 14.430/2022

A operação de securitização tem, no mercado de crédito brasileiro, significativa importância como meio de levantamento, pelas companhias, de recursos financeiros necessários ao financiamento de suas atividades⁵⁰.

49 COELHO. Fábio Ulhôa. *Títulos de Crédito: uma nova abordagem*. Ob. Cit. Pg. 142.

50 CAMINHA. Uinie. *Securitização*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2005. CHAVES. Natália Cristina. *Direito Empresarial: Securitização de Crédito*. Ed. Del Rey. 2006. Belo Horizonte.

Em essência, securitizar⁵¹ consiste em transformar direitos de crédito - dos quais uma companhia é titular - em valores mobiliários, para que sejam negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. Para isso, tais direitos de crédito precisam ser "formatados" como valores mobiliários, daí o termo "securitizar".

Sociedades empresárias dos mais diversos ramos de atividades - como vendas a varejo, operação de cartões de crédito, concessão de rodovias, construção civil, etc. - vendem seus bens e serviços para recebimento futuro, o que as torna, portanto, credoras de seus clientes. Tais créditos são, no vocabulário do mercado financeiro, denominados recebíveis.

Uma loja de departamentos ou uma incorporadora de imóveis vende seus produtos para recebimento parcelado, assim como operadoras de cartões de crédito financiam - para futuro reembolso - os gastos mensais de seus clientes e fornecedoras de sinal de TV a cabo têm o direito de receber, no mês seguinte ao uso, os valores devidos pelos assinantes. Todos esses créditos são exemplos de recebíveis, os quais são divididos em dois grandes grupos: os performados e os não performados.

Créditos performados são aqueles já constituídos, mas ainda não exigíveis, posto que não vencidos. Se uma incorporadora de imóveis vende uma unidade para recebimento parcelado, o preço do imóvel vendido é um crédito performado, pois já se tem por juridicamente constituído, em favor da incorporadora, desde a conclusão do contrato de compra e venda, mas as parcelas só se tornarão exigíveis à medida que forem atingindo seus respectivos vencimentos.

Já os créditos não performados são aqueles que, em momento presente, ainda não se constituíram, mas sobre os quais há certeza (ou grande probabilidade) de futura existência e exigibilidade.

Veja-se, por exemplo, o caso de uma concessionária de rodovia. As pessoas usarão a estrada durante determinado período

51 O termo "securitização" remete ao vocábulo inglês *securitization*, o qual, por sua vez, advém de *securities*, cuja tradução mais próxima é valores mobiliários.

de tempo futuro e, claro, pagarão o devido pedágio. Em momento presente, estes créditos, decorrentes dos futuros pedágios, ainda não existem, mas, em virtude da concessão e exploração da rodovia, é possível afirmar que, no futuro, estes valores se materializarão em favor da concessionária. O mesmo ocorre - ainda como exemplo - com uma operadora de cartão de crédito, em relação aos futuros gastos de seus clientes.

A questão é que estas sociedades empresárias, muitas vezes, têm necessidade ou interesse em usar seus créditos - performados e não performados - antes da data em que os receberão, seja para movimentar seu fluxo de caixa ou, como é mais comum, para investir na expansão e aprimoramento de suas atividades empresariais.

Assim, para levantar capital sem precisar contrair dívidas no mercado financeiro e sem a necessidade de abrir-se, pela emissão de ações, à entrada de novos sócios, estas sociedades empresárias recorrem ao aqui tratado mecanismo da securitização⁵².

O objetivo aqui é transferir a terceiros a titularidade dos recebíveis nos quais é credora determinada sociedade empresária, em troca do recebimento antecipado, por ela, do capital referente a estes créditos.

Na securitização, uma sociedade empresária⁵³ transfere, por meio de cessão de créditos, a titularidade de seus recebíveis - performados e não performados - a uma outra pessoa jurídica, chamada de securitizadora, constituída especificamente para figurar como cessionária na operação.

Assim, a sociedade empresária cedente deixa de ser a titular dos créditos/recebíveis, que passam a ser da securitizadora. Esta cessão de créditos é chamada de contrato de cessão de lastro.

Nesta cessão de créditos, formalizada através do contrato de cessão de lastro, o cedente é a sociedade empresária que, em

52 SCHWARCZ, Steven L. *The future of securitization*. Connecticut Law Review. Vol. 41. Number. 4. May. 2009. Pg. 1315/1324.

53 Embora seja, por razões óbvias, algo mais usual entre sociedades com atividade empresarial, não há vedação legal a que outras modalidades de pessoas jurídicas figurem como cedentes, na operação de securitização.

virtude de suas atividades econômicas, se torna credora de seus clientes. Ela é a originadora, em razão do exercício de sua empresa, dos recebíveis cedidos.

O objeto do contrato de cessão de lastro é formado, como já salientado, pelos direitos de crédito (recebíveis) dos quais é titular a sociedade empresária cedente, sejam tais créditos referentes a períodos passados (performados) ou, principalmente, futuros (não performados).

Já a posição de cessionária é ocupada, neste contrato de cessão de lastro, pela chamada securitizadora. A securitizadora era obrigatoriamente uma sociedade personificada, constituída especificamente com a função de figurar como intermediária nessa operação, o que a torna, portanto, uma Sociedade de Propósito Específico.

Atualmente, porém, a posição de securitizadora pode ser ocupada, por exemplo, por um Fundo de Investimentos, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDIC)⁵⁴.

A securitizadora, uma vez cessionária dos recebíveis a ela transferidos por meio do contrato de cessão de lastro, emitirá valores mobiliários, a serem negociados em bolsa de valores e no mercado de balcão organizado.

Note-se que a capacidade da securitizadora de gerar riqueza para os adquirentes dos valores mobiliários por ela emitidos decorre dos créditos a ela cedidos, principalmente aqueles não performados.

Assim, ao adquirir valores mobiliários emitidos pela securitizadora, o investidor torna-se titular do direito de receber, à medida que forem se constituindo e sendo quitados, parte dos

*54 No início da securitização a SPE – Sociedade de Propósito Específico – era conditio sine qua non para a montagem da operação, hoje, esta expressão “SPE” está sendo substituída por “SPV” – Special purpose vehicle (veículos de finalidade específica) ou companhias securitizadoras – que podem ser: 1) contrato fiduciário – Trust; 2) fundo mútuo – fundo de investimento em direito creditório 3) sociedades anônimas (ou similares) as quais podem ser as próprias SPE(s). NAJJARIAN. Ilene Patricia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2010. Pg.s 99/100.*

recebíveis gerados pela sociedade empresária que, no contrato de cessão de crédito supra mencionado, figura como cedente.

Deste modo, e à medida que, com o passar do tempo, os créditos dos quais a securitizadora é cessionária sejam honrados, os titulares dos valores mobiliários por ela emitidos são remunerados. O ganho destes adquirentes decorre – nos termos do mercado, estão “lastreados” – nos recebíveis⁵⁵.

Por outro lado, ao emitir valores mobiliários e negociá-los no mercado, a securitizadora capta, no momento presente, os recursos dos adquirentes destes títulos e, em seguida, os transfere à sociedade empresária cedente dos recebíveis, em contraprestação pela cessão destes créditos.

Deste modo, os recursos captados pela securitizadora, à vista, no mercado de valores mobiliários, não são usados por ela própria, mas direcionados para a cedente dos créditos que fundamentam a operação.

A sociedade empresária cedente não precisará aguardar para receber e acumular os valores dos créditos cedidos à securitizadora. Ao contrário, com a securitização a cedente consegue levantar, de uma única vez, os recursos financeiros de que precisa para aprimorar suas atividades empresariais.

Como qualquer operação realizada no mercado de valores mobiliários, a securitização também acarreta determinados riscos, tanto para a companhia cedente dos recebíveis que lastreiam a operação quanto para os investidores que se dispõem a adquirir os valores mobiliários emitidos pela securitizadora.

Este risco está, no caso da sociedade empresária cedente, principalmente na possibilidade de não haver interessados em adquirir os valores mobiliários emitidos pela securitizadora – crise

55 Pode-se ainda, para torná-los economicamente mais interessantes, optar por emitir diferentes tipos de valores mobiliários em nome da companhia securitizadora, cada um deles conferindo determinados direitos a seus titulares. FABOZZI, Frank J. *Securitization: the tool of financial transformation*. Yale ICF Working Paper n. 07-07. Social Science Research Network. Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=997079>.

de liquidez – enquanto, para os investidores, o principal fator de preocupação é o risco de atraso ou falta de pagamento dos recebíveis cedidos à securitizadora – crise de inadimplência.

Imagine-se, por exemplo, que os recebíveis cedidos à securitizadora decorram da venda de imóveis residenciais⁵⁶. Como se trata, em regra, de financiamentos de longo prazo, sempre há o risco de que os mutuários, compradores dos imóveis, não consigam honrar integralmente as prestações.

Por isso são empregadas, em operações de securitização, a atuação de agências de avaliação de risco, as *rating agencies*. Elas se dedicam a mensurar a qualidade dos valores mobiliários emitidos pelas securitizadoras, especialmente do ponto de vista do risco de inadimplência deles.⁵⁷

Outra forma de minimizar o risco dos compradores de valores mobiliários emitidos pela securitizadora é estabelecer que a cedente dos recebíveis responde, como obrigada de regresso, pelo adimplemento destes créditos.

Nesta hipótese, os titulares dos valores mobiliários emitidos pela securitizadora têm, como garantias de recebimento, não só a capacidade de pagamento dos devedores nos recebíveis, mas também o patrimônio da companhia cedente⁵⁸.

56 As companhias securitizadoras de créditos imobiliários são aquelas nas quais os recebíveis cedidos são originados da venda de imóveis, como citado na hipótese. Nesse caso, os valores mobiliários usados são as CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários.

Outra modalidade especial são as companhias securitizadoras de créditos decorrentes do agronegócio. Aqui, a sociedade cedente é empresária rural e os créditos cedidos são valores que ela espera receber na venda de futuras safras. Os valores mobiliários empregados nesta operação são os chamados CRA – Certificados de recebíveis do agronegócio.

57 “O rating de emissão é uma opinião independente sobre a idoneidade creditícia de um emissor [no caso, emissor de valores mobiliários vinculados ao pagamento de recebíveis] expressa através da escala ‘AAA’ a ‘C’; sendo certo que a idoneidade creditícia é a capacidade futura do emissor de honrar pontual e completamente os pagamentos devidos.” NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2010. Pg. 134.

58 “Em uma operação de securitização realizada sem direito de regresso ou coobrigação do cedente, o pagamento dos valores mobiliários emitidos no mercado de capitais independe da situação econômico-financeira do cedente, mas tão somente

A edição da Lei n. 14.430/2022 – chamada também de Marco Legal da Securitização – estabeleceu, em bases expressas, algumas importantes regras sobre a realização desta operação.

O art. 18 da Lei n. 14.430/22 define tanto o que são consideradas companhias securitizadoras como a própria operação de securitização, a qual está vinculada à emissão de uma espécie própria de valor mobiliário, o Certificado de Recebíveis⁵⁹.

Os Certificados de Recebíveis são, portanto, valores mobiliários emitidos pela securitizadora e negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. Conferem, como anteriormente já explicado, o direito do titular/beneficiário ao recebimento dos valores transferidos à securitizadora em virtude do contrato de cessão de lastro (art. 20 da Lei n. 14.430/22).

São promessas de pagamento, emitidas em forma nominativa e escritural, dotadas de executividade possibilidade de livre negociação e às quais são aplicadas, supletivamente, regras cambiais, além de institutos como aval e endosso, neste caso obrigatoriamente na forma “sem garantia” por parte do endossante.⁶⁰

Seus requisitos extrínsecos estão previstos no art. 22 da Lei n. 14.43/22, entre os quais vale destacar o nome da securitizadora emitente, a remuneração por taxa de juros fixa, flutuante ou variável (com ou sem prêmio), correção monetária e a descrição dos direitos

da solvência dos devedores e eventuais garantidores dos recebíveis adquiridos pelo veículo securitizador. TROVO. Beatriz. Securitização de Recebíveis. In: GORGA. Érica. SICA. Lígia Paula Pinto (Coord.). *Estudos Avançados de Direito Empresarial*. Ed. Elsevier Campus. 2013.Pg. 281.

59 Art. 18. As companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações que têm por finalidade realizar operações de securitização.

Parágrafo único. É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.

60 Isto significa, em síntese, que a transferência do Certificado de Recebíveis não impõe, àquele que o endossa, nenhuma responsabilidade patrimonial pelo cumprimento da prestação constante do documento (art. 21 par. 3º da Lei n. 14.430/22).

creditórios a ela vinculados, pelos quais a companhia securitizadora responde tanto em relação à origem quanto à autenticidade.

Na forma como até aqui abordada, vê-se que o objeto da securitização é relacionado a direitos de crédito de constituição e/ou recebimento futuro, os chamados recebíveis. Entretanto, a operação pode ter outros objetos, sendo um deles relacionado aos contratos de seguro, resseguro e afins. Este modelo está especificamente disciplinado pela Lei n. 14.430/22.

É fundamental lembrar, previamente, que o contrato de seguro tem por objetivo, em sua forma elementar, transferir, do proprietário para a companhia seguradora, o risco de perda ou dano de um determinado ativo ou bem.

Tome-se, por exemplo, o caso do automóvel. Trata-se de um bem ao qual é inerente a possibilidade de perda (por furto ou roubo, por exemplo) e danos (causado por colisões ou forças da natureza). Além disso, é um bem que pode causar danos a terceiros, como no caso de acidentes. A estes eventos adversos, ocasionados pelo uso do bem objeto de seguro, dá-se o nome de sinistro.

Em princípio, cabe ao proprietário do automóvel arcar com as responsabilidades patrimoniais decorrentes destes eventos adversos, os chamados sinistros. É, portanto, ao proprietário que cabe o risco – tomado aqui como a possibilidade de resultado adverso com o uso do automóvel – de sinistros referentes ao veículo.

Entretanto, ao celebrar o contrato de seguro do bem em questão, o proprietário transfere, à companhia seguradora, exatamente este risco e as responsabilidades decorrentes de sinistro. O seguro é, portanto, uma forma de alocação do risco no mercado, pois o transfere do proprietário do bem ou ativo objeto do contrato para a companhia seguradora contratada.

Espera-se, no exemplo, que a companhia seguradora seja patrimonialmente capaz de honrar o pagamento dos valores decorrentes de sinistros relacionados ao uso do automóvel objeto do seguro. Constata-se então que assegurar a solidez patrimonial das companhias seguradoras é a preocupação fundamental

neste mercado, o qual é regulamentado pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), autarquia instituída pelo Dec. Lei n. 73/1966 e análoga à Comissão de Valores Mobiliários.

Neste ponto, vale cogitar o seguinte: a companhia seguradora poderia “securitizar” no mercado o risco de pagamentos das indenizações e reparações dela contratadas? Dito em outras palavras: seria possível que investidores assumissem, em troca de rendimentos, o ônus de formar um patrimônio capaz de garantir os pagamentos devidos aos clientes da companhia seguradora? A resposta a ambas as questões é afirmativa e encontram na Lei n. 14.430/22 expressa acolhida, na forma das chamadas sociedades seguradoras de propósito específico (SSPE).

Em apertada síntese, tem-se, neste caso, que a companhia seguradora pode criar uma sociedade de propósito específico – de forma análoga às securitizadoras já abordadas – para transferir a ela a responsabilidade pelo pagamento do valores devidos aos seus clientes quando da ocorrência de determinados sinistros.

Imagine-se, como exemplo, uma companhia de seguros que é contratada para assumir o risco de perda ou danos, por eventos climáticos (como enchentes ou terremotos), de um grupo de usinas hidrelétricas. Indispensável ressaltar o alto valor envolvido e também a relativamente baixa possibilidade de ocorrência do sinistro.

Esta companhia seguradora terá, como já explicado, que arcar, com seu patrimônio, pela eventual – embora improvável – ocorrência do evento causador do dano ou perda das usinas (sinistro), o que significa, em outras palavras, que está exclusivamente com a seguradora o risco desta operação.

Ao criar uma sociedade seguradora de propósito específico (SSPE), a companhia seguradora original transfere àquela a responsabilidade pelo pagamento das reparações previstas, no exemplo, pelo contrato de seguro das hidrelétricas⁶¹. Assim, em

⁶¹ Art. 2º da Lei n. 14.430/22: *A Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE) é a sociedade seguradora que tem como finalidade exclusiva realizar uma ou mais operações, independentes patrimonialmente, de aceitação de riscos de seguros, previdência complementar, saúde suplementar, resseguro ou retrocessão de uma ou*

caso de ocorrência do sinistro, caberá ao patrimônio da sociedade seguradora de propósito específico (SSPE) o ônus de pagar, aos contratantes do seguro, os valores destinados à reparação dos danos ou perdas provocados pelo sinistro.

Entretanto - e como já salientado - a preocupação fundamental do mercado de seguros é a solidez patrimonial da pessoa jurídica responsável pelo pagamento das reparações. No caso da SSPE é válido perguntar, então, de onde viria este patrimônio, já que ela foi criada - como sociedade de propósito específico - apenas para assumir a responsabilidade pelo pagamento das reparações referentes ao seguro das hidrelétricas, originalmente de responsabilidade da companhia seguradora.

O patrimônio da sociedade seguradora de propósito específico é constituído pela emissão e negociação pública de valores mobiliários denominados Letras de Risco de Seguro, os quais estão disciplinados pelo art. 12 e seguintes da Lei n. 14.430/22.⁶²

Ao adquirir tais Letras de Seguro de Risco, investidores vão integralizar o capital social da SSPE, o qual é, como visto, garantidor dos pagamentos devidos, pela companhia seguradora, em caso de sinistro.

Assim, em vez de assumir, com seu patrimônio, os riscos do sinistro, a companhia seguradora se vale do capital social da SSPE para garantir seus contratantes/segurados, capital social este que é integralizado com a emissão e negociação pública das Letras de Risco de Seguro.

Obviamente que a próxima pergunta é: o que ganham os investidores adquirentes destas Letras de Seguro de Risco? Neste formato, eles são remunerados na forma de juros e correção

mais contrapartes e seu financiamento por meio de emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS), instrumento de dívida vinculada a riscos de seguros e resseguros.

⁶² As Letras de Risco de Seguro são inspiradas nos chamados *Insurance Linked Securities*, já usados há décadas no mercado de valores mobiliários norte-americano para operações de transferência de risco inerente a contratos de seguro. Sobre o tema, confira: Cummins, J. David, *CAT Bonds and Other Risk-Linked Securities: State of the Market and Recent Developments* (November 19, 2007). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1057401>.

monetária, similares aos demais títulos de renda fixa existentes no mercado, além de receber parte dos prêmios pagos, em virtude do contrato de seguro, à companhia seguradora.

Claro que, em caso de ocorrência do sinistro garantido pelo patrimônio da SSPE emissora das Letras de Seguro de Risco, o patrimônio dela será desfalcado, nada podendo, a este respeito, opor os titulares de tais valores mobiliários. Por outro lado, como a possibilidade de ocorrência do sinistro é relativamente baixa, esta preocupação deixa de ser, a princípio, tão relevante.

4. O SISTEMA BANCÁRIO DE CAPTAÇÃO DE POUPANÇA PARA FORNECIMENTO DE CRÉDITO

"Se queres saber o valor do dinheiro, tenta pedi-lo emprestado". Benjamin Franklin

4.1 – BANCOS: ORIGEM E CARACTERIZAÇÃO



"O mercador de Veneza" é um filme inspirado na peça de William Shakespeare e é ambientado na Itália renascentista e retrata personagens diretamente relacionados ao incipiente mercado de crédito da época (The Merchant of Venice. EUA. 2004. Direção: Michael Radford).

A atividade de empréstimo de moeda tem precedentes relevantes na Antiguidade (especialmente entre Fenícios) e também era praticada entre gregos e romanos, aonde se reporta, pela primeira vez, o uso do termo *banco* (mesa na qual eram realizadas as trocas de moeda) e havia, inclusive, regras para o exercício desta atividade⁶³.

⁶³ FREITAS. Newton. *História do dinheiro: do escambo ao TED*. Ed. Oboé. Rio de Janeiro. 2005. 63 pg.

Apesar destes protótipos de fornecimento de crédito a risco, o sistema bancário, como hoje conhecido, tem origem junto com uma nova forma de sistema econômico - o capitalismo - e o reaquecimento do comércio, durante o Renascimento.

Especialmente relevante na Itália, o comércio renascentista europeu provocou um aumento na demanda por crédito, destinado a financiar as atividades econômicas, e também na necessidade de câmbio, já que a diversidade de moedas era constante.

Além do fornecimento de crédito e realização do contrato de câmbio, era também necessário o serviço de guarda, em depósito, das moedas recebidas pelos comerciantes, dada a dificuldade e riscos inerentes ao transporte e manutenção de dinheiro.

Em paralelo ao surgimento e disseminação dos Títulos de Crédito, grupos de pessoas (em sua maioria, integrantes da mesma família) viram a oportunidade de atuar tanto como fornecedores de capital quanto como praticantes do contrato de câmbio e depositários, para guarda, da riqueza acumulada pelos comerciantes e demais profissionais.

Assim, a partir do Século XV (época na qual são comumente apontados os primeiros bancos europeus), tornou-se comum famílias de banqueiros se dedicarem, profissionalmente, ao serviço de guarda (depósito), empréstimo a juros (fornecimento de capital) e câmbio (troca de moedas ou metais por outros).

A prática de emprestar dinheiro com cobrança de juros era condenada pela Igreja Católica⁶⁴, mas admitida entre, por exemplo, os judeus, que acabaram se solidificando como importantes agentes deste nascente setor bancário⁶⁵.

64 *"Houve época em que se considerava crime grave cobrar juros pelo uso do dinheiro. No princípio da Idade Média, o empréstimo de dinheiro a juros era proibido por uma potência cuja palavra constituía lei para toda a cristandade.*

*Essa potência era a Igreja. Empréstimo a juros, dizia ela, era usura, e a usura era pecado. (...). HUBERMAN, Leo. *História da Riqueza do Homem*. 21a edição. Editora LTC. Rio de Janeiro. 1986. Pg. 34.*

65 *"Embora os bispos e reis combatessem e fizessem leis contra os juros, estavam entre os primeiros a violar tais leis. Eles mesmos tomavam empréstimos ou os faziam, a juros - exatamente quando combatiam os usurários! Os judeus, que geralmente concediam pequenos empréstimos a juros enormes, porque corriam grande risco,*

Com o tempo, estes bancos passaram a emprestar não apenas os próprios recursos financeiros, mas também o dinheiro dos próprios depositantes, pois percebiam que boa parte do capital depositado permanecia sem uso, sob a posse e guarda dos bancos.

É possível afirmar, com relativa tranquilidade, que este é o maior e essencial fator responsável pelo sucesso da atividade bancária e pela verdadeira revolução por ele provocada no mercado de crédito.

A partir de então, bancos passaram a emprestar o dinheiro próprio e, principalmente, o dinheiro alheio, representado, este último, pelos valores de titularidade daqueles que procuravam estas casas bancárias para depositar a riqueza por eles acumulada.

O crédito deixa de ser uma operação entre dois polos – credor e devedor – e passa a contar com um intermediário, os bancos, que captavam dinheiro alheio (na forma de depósitos) e o recolocava no mercado, na forma de empréstimo a juros, para quem desejasse ou precisasse de capital para suas atividades.

Esta prática de captação de dinheiro acumulado por terceiros (na forma de depósitos) para empréstimo a juros (intermediação financeira) fez aumentar exponencialmente tanto os valores disponíveis para financiamento das atividades econômicas quanto os juros recebidos pelos bancos e foi, sem dúvidas, um dos principais responsáveis pela superação da economia medieval e advento do sistema capitalista.

*eram odiados e perseguidos, desprezados em toda parte como usurários. Os banqueiros italianos emprestavam dinheiro em grande escala, fazendo negócios enormes – e frequentemente, quando seus juros não eram pagos, o próprio Papa ia cobrá-los, ameaçando com um castigo espiritual.” (HUBERMAN, Leo. *História da Riqueza do Homem*. Ob. Cit. Pg. 37)*

A operação de consecutivos recebimentos de depósitos e empréstimos de um percentual destes mesmo valores tem o efeito de multiplicar o crédito disponível, de modo que permite ao sistema econômico operar como se houvesse uma quantidade disponível de moeda superior àquela efetivamente existente. É o que se denomina "multiplicador bancário" ou "multiplicador monetário". Uma explicação sintética e eficiente deste aspecto do sistema bancário está no seguinte vídeo, produzido pela Khan Academy: <https://pt.khanacademy.org/economics-finance-domain/core-finance/money-and-banking/banking-and-money/v/banking-4-multiplier-effect-and-the-money-supply?modal=1>

Como se trata de uma operação envolvendo dinheiro de terceiros (depositantes), captados de forma pública, pelas instituições bancárias, há grande preocupação com os riscos fundamentais deste sistema, os quais podem acarretar graves consequências macroeconômicas.

Em síntese, é possível apontar três riscos fundamentais inerentes ao sistema bancário de captação de dinheiro para empréstimo a juros, os quais justificam a grande preocupação com as regras e a fiscalização deste setor do mercado.

O primeiro destes riscos está na possibilidade de que os tomadores de empréstimo em bancos (mutuários) simplesmente não tenham condições financeiras de, na data de vencimento, pagar o valor devido.

Denominado *risco de inadimplência*, refere-se à relação dos bancos com seus devedores e pode decorrer tanto de fatores macroeconômicos (perda geral da condição financeira da população) quanto microeconômicos (falta de critério no oferecimento de empréstimos, ineficiência dos mecanismos de recuperação de crédito)⁶⁶.

66 "Em resumo, tomadores em geral preferem empréstimos com valor nominal elevado e prazo de pagamento longo para investir em empreendimentos de risco [o prazo maior lhes permite obter lucro suficiente para pagar a dívida]. Já os emprestadores

O segundo, denominado *risco de liquidez*, refere-se à relação do banco com seus credores (os depositantes).

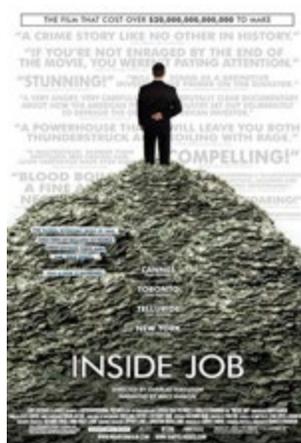
As instituições bancárias operam, em princípio, com o recebimento de depósitos à vista, o que significa que o titular do dinheiro depositado pode, a qualquer momento, e sem qualquer justificativa, requerer sua devolução.

Porém, como já visto, grande parte dos recursos financeiros depositados em um banco não está, realmente, aguardando sua devolução aos titulares, pois foram recolocados no mercado na forma de empréstimo a juros.

O banco, portanto, é devedor à vista e credor a prazo, já que precisa, nesta última situação, aguardar a data de vencimento dos empréstimos que realizou para, no futuro, receber o pagamento dos devedores.

Este sistema somente funciona se os depositantes confiarem que, quando desejarem, terão imediato acesso ao dinheiro que depositaram nas instituições bancárias.

preferem empréstimos com valor nominal baixo e prazo de pagamento curto, de modo a se expor ao menor risco possível. Conciliar as necessidades de emprestadores e tomadores é a essência das atividades bancárias.” McMILLAN, Jonathan. *O fim dos Bancos – Moeda, Crédito e a Revolução Digital*. Ed. Portfolio Penguin. São Paulo, 2018. Pg. 33.



O documentário Inside Job, (EUA, 2010. Direção de Charles H. Ferguson), retrata, de forma explícita, os riscos inerentes ao mercado financeiro e como as consequências de uma regulação ineficiente do setor afetam diretamente toda a economia.

Entretanto, fatores macroeconômicos (perda de credibilidade do governo ou do sistema bancário, crises político-institucionais) ou microeconômicos (dúvidas quanto à situação financeira de um determinado banco, suspeita de fraudes nas suas operações) podem levar a uma busca, ao mesmo tempo, de muitos depositantes pelos seus depósitos (conhecida pelo termo "corrida bancária").

Neste caso, como se viu, os bancos não terão condições de devolver todo o dinheiro que receberam em depósito, o que provocará sérios impactos sobre a credibilidade do sistema bancário e da economia do país.

O terceiro grande risco do sistema bancário é o denominado *risco sistêmico*, que se refere à relação de uma instituição bancária com as demais.

Quando uma instituição bancária passa por perda de credibilidade nas suas operações (por fraudes ou má gestão, por exemplo), esta desconfiança afeta as operações de todas as demais participantes do mercado, provocando o que popularmente se

denomina "efeito dominó" e a possibilidade de que todo o sistema bancário seja comprometido.

Além disso, instituições bancárias são credoras e devedoras recíprocas. Assim, qualquer abalo na situação financeira de uma delas pode repercutir na sua capacidade de cumprimento de suas obrigações com os demais bancos e, por consequência, comprometer o regular funcionamento da generalidade dos agentes financeiros.

Dados, entre outros, estes riscos, há a constante preocupação com a credibilidade do sistema e a preservação dos valores depositados, o que acarreta modos cada vez mais elaborados de regulação e a criação de instituições estatais especialmente voltadas para esta complexa função.

A regulação jurídica do sistema bancário é, na generalidade dos países, um ponto da legislação marcado pela quantidade, especialidade e complexidade das normas.

Uma das características desta regulação está na prevalência do princípio da *legalidade estrita*, o que significa a imposição de condutas e procedimentos que não podem ser flexibilizados - e muito menos alterados - pela vontade dos agentes deste mercado.

Outro aspecto regulatório relevante, quanto a instituições financeiras, está na *exceção ao princípio da livre criação*, o qual vigora em relação à generalidade das atividades econômicas lícitas.

O princípio da livre criação significa, em síntese, que pessoas físicas ou jurídicas são livres para se dedicarem a qualquer atividade econômica lícita, sem necessidade de autorização específica por parte do Poder Público. É a liberdade de empreender, expressamente acolhida no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal de 1988.

Porém, quanto a instituições financeiras (e outras a estas equiparadas pela legislação), este princípio não vigora, pois obrigatória a obtenção de prévia autorização para funcionamento, a qual é especificamente concedida por instituição estatal própria (no caso do Brasil, o Banco Central).

Atuar no mercado bancário, portanto, exige prévia e específica autorização estatal, o que se faz em virtude da própria essência da atividade a ser realizada (captação de recursos financeiros de terceiros para empréstimo a juros), dos riscos decorrentes e da necessidade de credibilidade patrimonial e gerencial para funcionamento⁶⁷.

A exigência de autorização prévia para funcionamento de instituições financeiras confere ao mercado bancário outro aspecto fundamental para sua regulação, que é a *centralização*.

Qualquer pessoa física ou jurídica, de direito público ou privado, que pretenda usar o sistema de depósitos, empréstimos e outros serviços bancários somente pode fazê-lo se recorrer às instituições expressamente autorizadas para o exercício desta atividade, ou seja: a escolha dos usuários do sistema bancário é restrita apenas àqueles agentes autorizados, pelo Poder Público, a funcionar.

Outro aspecto fundamental para a compreensão da regulação do sistema bancário está na existência de *instituições estatais próprias*, criadas para desempenhar, em complemento e atenção à legislação, o papel de regulamentadoras, fiscalizadoras, sancionadoras e autorizadas do mercado financeiro.

O fundamento para a existência destas instituições - como o *Federal Reserve* (FED) no Estados Unidos e o Banco Central do Brasil - está na já apontada quantidade e complexidade das operações realizadas pelas instituições bancárias, bem como na rapidez com que são modificadas por inovações nas operações de captação e empréstimo de dinheiro.

Isto posto, uma regulação prévia realizada somente por normas legislativas abstratas, bem como a fiscalização e sanção limitadas

⁶⁷ "A vida de uma instituição financeira começa com o pedido de autorização de funcionamento ao BC. Analisar as condições da futura instituição antes mesmo do início da operação é fundamental para que entrem no mercado apenas participantes com boa perspectiva de viabilidade econômico-financeira e cujos donos conheçam do negócio e possuam reputação ilibada, contribuindo para aumentar a competição e a inovação no sistema financeiro nacional". Disponível: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/licenciamento>. Consulta em 20/05/2021.

a instituições como o Ministério Público e o Poder Judiciário não são capazes de atender à realidade volátil e complexa do sistema financeiro.

Assim, a legislação cria instituições estatais com maior ou menor grau de autonomia (dependendo de cada país) e confere a elas próprias, através de regras legislativas, uma série de competências que, espera-se, tornem-nas capazes de regular, com a necessária agilidade de resposta e capacidade técnica de conhecimento da realidade, o sistema bancário.

Colocadas estas premissas de funcionamento e forma de regulação do sistema bancário, é necessário abordar o tema tendo como objeto de estudo o Sistema Financeiro Nacional brasileiro, cuja estrutura fundamental decorre da Lei n. 4.595/1964.

4.2 – O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL

É correto afirmar que as instituições reguladoras do Sistema Financeiro Nacional estão organizadas em um formato piramidal, com o Conselho Monetário Nacional (C.M.N) ocupando o topo desta estrutura e, na base, o Banco Central do Brasil, com atuação no sistema bancário e de fornecimento de crédito, e a Comissão de Valores Mobiliários, dedicada às operações envolvendo ativos financeiros direta ou indiretamente relacionados às companhias de capital aberto.

A composição do Conselho Monetário Nacional é definida pela Lei n. 9.069/1995 e atualmente conta com a Presidência do Ministro da Economia e a participação do Presidente do Banco Central do Brasil e do Ministro do Planejamento e Orçamento.

Trata-se, como dito, da autoridade máxima, na Administração Pública Federal, sobre as atividades que envolvam a captação pública de recursos financeiros e a realocação destes recursos no mercado, na forma de crédito.

Suas decisões são, nas matérias que lhe cabem, de obrigatória implementação pelas instituições a ele relacionadas, entre as quais está, além do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), regulamentadora do mercado de seguros e previdência privada.

Segundo o art. 3º da Lei n. 4.595/64, constituem objetivos do Conselho Monetário Nacional, entre outros, a orientação sobre a aplicação dos recursos das instituições financeiras; a busca pelo aperfeiçoamento das instituições e instrumentos financeiros; a proteção da liquidez e solvência das instituições financeiras, de forma a evitar risco sistêmico) e a coordenação das políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa.

Deste modo, é possível afirmar que o Conselho Monetário Nacional desempenha, com deliberações de natureza colegiada, o papel de estabelecer diretrizes gerais para a política pública referente ao mercado financeiro e de crédito, a qual será implementada, com autonomia, pelo Banco Central do Brasil.

4.3 – O BANCO CENTRAL DO BRASIL



Apesar de seu nome, o Banco Central do Brasil não desempenha funções eminentemente bancárias. Ao contrário, trata-se de uma Autarquia Federal (art. 8º da Lei n. 4.595/64) destinada a zelar, sob as diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo regular funcionamento do sistema de captação e fornecimento de

crédito, de forma a evitar os riscos inerentes ao seu funcionamento e a instabilidade da moeda nacional.

Suas atribuições são variadas e complexas, abarcando inúmeros ramos e operações que vão desde decisões sobre moeda e políticas anti-inflacionárias até a tipificação de documentos de crédito e a regulação de contratos entre instituições bancárias e seus clientes.

Embora sua atuação deva se pautar dentro dos estritos limites da legalidade e também das diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil teve expressamente fixada, pela Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021, sua autonomia operacional.

O objetivo desta norma foi, em essência, permitir que o Banco Central do Brasil desempenhe suas competências de forma a zelar pela estabilidade da moeda e do sistema financeiro, independentemente de eventuais conjunturas políticas sazonais, decorrentes de decisões de governo. Permite, portanto, que a instituição tenha metas e objetivos de médio e longo prazo, essenciais ao eficiente funcionamento deste sistema.

Suas competências privativas estão elencadas pelo art. 10 da Lei n. 4.595/64, dentre as quais merecem especial destaque as seguintes:

a) É o único agente econômico autorizado à emissão, segundo as diretrizes fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, de moeda, sendo, por isso, denominado *banco de emissão*.

b) Através de seu Comitê de Política Monetária (COPOM), atua como regulador da política nacional de juros e de cumprimento de metas de inflação.

c) Decide sobre o recolhimento de depósitos à vista e títulos contábeis das instituições financeiras, de forma a minimizar o risco sistêmico.

d) Decide sobre eventuais empréstimos a instituições financeiras, razão pela qual é chamado de "banco dos bancos".

e) Funciona como depositário único das reservas oficiais de ouro e de moeda estrangeira, bem como regula a movimentação de capital de origem estrangeira.

f) Regula a negociação de títulos públicos federais.

Especificamente sobre o funcionamento das Instituições Financeiras ou outras a elas legalmente equiparadas, as atribuições do Banco Central do Brasil podem, para fins didáticos, ser sistematizadas em cinco grandes campos de atuação.

1 – Função Regulamentar – Consiste no poder de editar regras abstratas aplicáveis a todos os agentes que operem no mercado financeiro. Como não tem poder legislativo, seus atos normativos (como Resoluções e Instruções Normativas) não podem inovar regras, mas apenas detalhar a forma de aplicação das disposições legais.

2 – Função Fiscalizadora – Cumpre-lhe acompanhar todas as condutas ou operações relacionadas ao mercado de captação e fornecimento de crédito, de forma a aferir sua adequação aos padrões de legalidade fixados.

3 – Função de autorização – Cumpre-lhe autorizar, de forma prévia, específica e expressa, qualquer instituição pública ou privada que deseje funcionar como intermediária financeira ou similar, em território nacional. Esta atribuição visa essencialmente garantir que somente funcionem na condição de captadoras e fornecedoras de crédito instituições dotadas de solidez patrimonial e credibilidade gerencial.

4 – Função Sancionadora – Constatada violação a qualquer dispositivo normativo regulador do mercado financeiro, cabe ao Banco Central o poder de, após prévio processo administrativo, aplicar sanções expressamente previstas pela lei n. 13. 506/2017, que disciplina a matéria.

5 – Função interventiva – Os institutos do Regime de Administração Especial Temporária (REAT) e da Intervenção ou

Liquidação Extrajudicial de Instituição Financeira conferem ao Banco Central o poder para atuar também após constatada alguma violação normativa ou conduta que possa expor a risco anormal o patrimônio da instituição financeira ou de seus clientes.

Este poder conferido ao Banco Central do Brasil possibilita que ele assuma temporariamente a gestão da Instituição Financeira em questão ou mesmo promova o encerramento de suas atividades, alienação de seu patrimônio e consequente pagamento dos credores.

Note que a maioria das funções anteriores (regulamentar, fiscalizadora, e de autorização) têm essencialmente um caráter preventivo, já que visam evitar qualquer a prática de qualquer conduta fraudulenta, lesiva ou que exponha a risco anormal o sistema financeiro nacional.

Já os institutos ora mencionados funcionam (aliados à função sancionadora do BACEN) de forma essencialmente repressiva, já que visam minimizar os efeitos negativos decorrentes da prática, pela instituição Financeira em questão, seus administradores ou controladores, de operações fraudulentas, lesivas ou excessivamente arriscadas.

O Regime de Administração Especial Temporária (REAT) é regulado pelo Dec. Lei n. 2. 321/1987 e prevê, para o Banco Central do Brasil, o poder discricionário para, uma vez verificada alguma das situações previstas em seu art. 1º, nomear um Conselho Diretor para assumir, temporariamente, a gestão e a representação da Instituição Financeira em questão.

A decretação do REAT não implica alteração nas operações negociais da Instituição Financeira, embora imponha a imediata perda do mandato de seus administradores e Conselheiros, cujas competências passam a ser exercidas pelo Conselho Diretor indicado pelo Banco Central do Brasil (art. 2º e 3º do Dec. Lei n. 2. 321/1987).

Com as informações produzidas pelo Conselho Diretor, o Banco Central do Brasil poderá autorizar a transformação, incorporação, fusão, cisão ou transferência do controle acionário da Instituição Financeira em questão, propor sua desapropriação ou decretar sua Liquidação Extrajudicial (art. 11 do Dec. Lei n. 2. 321/87).

A Intervenção Extrajudicial em Instituição Financeira, regulada pela Lei n. 6.024/74, também consiste na assunção temporária, por interventor indicado pelo Banco Central do Brasil, da administração da instituição que tenha praticado algum dos atos previstos pelo art. 2º da citada legislação, quais sejam: prejuízo decorrente de sinais de má administração ou exposição excessiva ao risco de inadimplência ou de liquidez.

Assim como na REAT, o interventor nomeado pelo Banco Central do Brasil assume, pelo prazo de seis meses - prorrogável, uma vez, pelo mesmo período - os poderes de gestão e representação legal da Instituição Financeira sob intervenção.

Porém, diversamente ao que se tem no caso da REAT, a Intervenção Extrajudicial implica relevantes alterações sobre as atividades da Instituição Financeira em questão, como a suspensão da exigibilidade das obrigações vencidas e do prazo para pagamento das obrigações vincendas constituídas antes da intervenção, além da inexigibilidade dos depósitos realizados até então.

O Interventor nomeado pelo Banco Central do Brasil apresentará, no prazo prorrogável de 60 dias (art. 11 da Lei n. 6.024/74), relatório descrevendo a situação econômico financeira da Instituição Financeira em questão e a indicação (para fins de possível responsabilização administrativa, cível ou penal dos envolvidos) de atos e omissões danosos eventualmente verificados. Este relatório também conterá propostas de providências que o interventor entenda justificáveis para o saneamento da instituição.

Diante deste relatório, o Banco Central do Brasil poderá determinar a cessação ou continuação da intervenção até que cessadas as razões que a motivaram, decretar a Liquidação

Extrajudicial da Instituição Financeira ou autorizar o requerimento de falência dela.

Tanto no caso da Liquidação Extrajudicial (também regulada pela Lei n. 6.024/74) quanto da falência (disciplinada pela Lei n. 11.101/05) a finalidade essencial é encaminhar a alienação do patrimônio da Instituição Financeira em questão, para pagamento das dívidas por ela assumidas.

Em se tratando de Liquidação Extrajudicial, este encaminhamento é de responsabilidade do próprio Banco Central do Brasil, que nomeará o liquidante⁶⁸ responsável pela função, enquanto, no caso de falência, o processo se dará em juízo.

4.4 - INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

As Instituições Financeiras são, certamente, o eixo em torno do qual funciona o mercado de captação de riqueza acumulada (poupança) para fornecimento de crédito, mediante cobrança de juros, para quem deseja ou precisa usar o dinheiro de terceiros para investir ou consumir⁶⁹.

A Lei n. 4. 595/64 reproduz, em seu art. 17, exatamente esta ideia central o definir Instituição Financeira como sendo as pessoas

68 Os integrantes de Conselho Diretor, Interventores ou Liquidantes serão escolhidos pelo Banco Central do Brasil entre interessados que apresentem capacitação técnica e experiência profissional compatíveis com as atribuições, reputação ilibada e não estejam sujeitos a quaisquer restrições de natureza administrativa, penal ou cadastral.

Estes interessados (que podem ser pessoas físicas ou jurídicas) devem se inscrever no Cadastro de Responsáveis por Regime de Resolução (CARESP), mantido pelo próprio Banco Central do Brasil.

69 Segundo José Xavier Carvalho de Mendonça, bancos são *“empresas comerciais, cujo objetivo principal consiste na intromissão entre os que dispõem de capitais e os que precisam obtê-los, isto é, em receber e concentrar capitais para, sistematicamente, distribuí-los por meio de operações de crédito”*. CARVALHO DE MENDONÇA. J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. Volume. VII. 3ª parte. Rio de Janeiro. 1947. Pg. 13 e 14.

No mesmo sentido vai Nelson Abrão, que define banco como sendo a) organização empresária b) que se utiliza de recursos monetários próprios, ou de terceiros; c) na atividade creditícia (toma e dá emprestado). ABRÃO, Nelson. *Curso de Direito Bancário*. 2ª edição. São Paulo. 1988. Ed. Revista dos Tribunais. 1988. Pg. 30.

jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Também a Lei n. 7.492/1986, que trata dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, vai exatamente neste sentido ao estabelecer, em seu art. 1º, que "considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários".

A partir destas definições, de caráter legal e, portanto, cogente, é possível apontar diferentes modalidades de Instituições Financeiras, as quais podem ser classificadas conforme o seu modelo fundamental de captação e fornecimento de capital.

Bancos comerciais (também chamados de bancos de varejo ou bancos de depósito) são aqueles que têm na relação de conta corrente ⁷⁰ com pessoas físicas e jurídicas sua base fundamental tanto para captação de dinheiro (na forma de depósitos ou poupança) quanto para fornecimento de crédito, este último formalizado através de diferentes modalidades de mútuo (como o cheque especial, o empréstimo pessoal ou consignado, além de financiamentos de bens móveis e imóveis em geral).

70 "A conta corrente é estruturalmente um registro efetuado nos sistemas da instituição financeira, relativamente a créditos detidos pelo depositante, mas podendo também incluir obrigações para com o depositante, geralmente ligadas à prestação de serviços. Tais obrigações são em regra de duas naturezas. A primeira se refere à efetuação de pagamentos na forma e periodicidade solicitadas pelo depositante, como por exemplo para quitar débitos junto a concessionários de serviços públicos (água, luz, telefone, etc.) A segunda família de obrigações da instituição financeira em benefício do correntista se refere a cobranças de créditos a favor dele, serviço este mais comumente prestado a benefício de pessoas jurídicas detentoras de créditos empresariais contra clientes. (Salomão Neto. Eduardo. Direito Bancário Ed. Atlas. São Paulo. 2007. Pg. 229

Estes bancos operam basicamente como devedores à vista de seus correntistas, o que significa que a qualquer momento, e independentemente de motivo, estão obrigados a restituir aos seus clientes os valores depositados em conta corrente ou aplicados em investimentos de resgate imediato, como a poupança.

Estes bancos comerciais ou de varejo adotam, na outra ponta de suas operações, vários tipos de instrumentos jurídicos para fornecer crédito tanto para pessoas físicas quanto jurídicas e, sob o aspecto da finalidade do dinheiro emprestado, para consumo ou para investimento⁷¹.

Os modelos jurídicos reguladores das relações creditícias formalizadas, de um lado, pela Instituição financeira credora e, de outro, por pessoas físicas e jurídicas que desejam ou necessitam usar, temporariamente, o dinheiro de terceiros, é bastante ampla e mutável. Para fins de sistematização do assunto, abaixo são citados alguns destes modelos, todos essencialmente variações do contrato de empréstimo de dinheiro a juros.

O chamado cheque especial é um limite de dinheiro pré-estabelecido pela Instituição Financeira em favor de seu cliente, que poderá, com a simples emissão de cheques, tomar emprestado valores dentro deste limite fixado. Por se tratar de um crédito de fácil e rápida utilização, representa maior risco de inadimplimento para o banco e, por isso, implica pagamento de juros maiores.

Parecido com este é o chamado empréstimo pessoal, o qual é negociado diretamente entre a Instituição Financeira e o mutuário e não conta com garantia específica, embora esteja condicionado à aprovação, com base em análise de indícios patrimoniais do

71 Há fornecimento de crédito para consumo quando a finalidade do dinheiro emprestado não vai, em princípio, aumentar a capacidade produtiva do tomador do empréstimo. É, por exemplo, a realização de uma viagem de férias ou a troca de um automóvel por outro mais novo.

Crédito para investimento é, ao contrário, quando a finalidade do dinheiro emprestado gera, ao menos em princípio, um aumento na capacidade produtiva do devedor. São hipóteses como a ampliação de um restaurante ou a realização, pelo devedor, de um curso de aperfeiçoamento profissional.

correntista (como rendimentos mensais e histórico de pagamentos), do valor solicitado.

Também nesta linha é o chamado empréstimo consignado, o qual é debitado, com autorização do devedor, diretamente nos seus rendimentos mensais, mediante desconto em sua folha de pagamento. Por recair diretamente sobre os rendimentos mensais do cliente, apresenta menor risco de não pagamento e, portanto, em regra oferece menores taxas de juros.

Há, ainda, diversos tipos de financiamento tanto de bens móveis (como veículos e bens de consumo) quanto imóveis. Especialmente no caso deste último, como o bem imóvel não apresenta risco significativo de desvalorização e fica como garantia do pagamento da dívida, os juros cobrados são comparativamente pequenos.

Bancos de investimentos são também instituições privadas, mas que operam de forma diferente dos bancos comerciais, tanto no modo de captação de recursos financeiros de terceiros quanto na forma de fornecimento de crédito ao mercado.

Bancos de investimento captam recursos financeiros na forma de depósitos a prazo que são aqueles nos quais o depositante não tem a possibilidade de exigir, a qualquer momento, a devolução dos valores captados.

Os interessados em alocar neste modelo sua riqueza acumulada o fazem através da aquisição de valores mobiliários emitidos pelos bancos de investimento, os quais somente serão resgatados dentro do prazo determinado.

Exatamente porque o banco de investimentos tem o direito de reter, pelo prazo estabelecido nos valores mobiliários por ele emitidos, o dinheiro captado no mercado, os rendimentos oferecidos aos titulares destes valores mobiliários são, em geral, mais significativos do que os decorrentes de depósitos à vista oferecidos pelos bancos comerciais.

Além disso, bancos de investimento não realizam empréstimos para consumo ou financiamento de bens específicos, como no caso

dos bancos comerciais. Ao contrário, o dinheiro por eles captado é exclusivamente aplicado para o financiamento de atividades empresariais, seja na forma de fornecimento de capital de giro para seus clientes, aquisição de valores mobiliários ou mesmo de participações societárias.

Enquanto os bancos comerciais têm na diferença entre o valor que remuneram seus depositantes e o montante de juros que cobram de seus devedores (o chamado *spread* bancário)⁷² sua principal fonte de lucro, os bancos de investimento ganham especialmente com as tarifas cobradas pela prestação de seus serviços, de forma similar ao que ocorre com corretoras de valores mobiliários.

Há instituições bancárias que funcionam, com a devida autorização do Banco Central do Brasil, tanto como bancos comerciais quanto como bancos de investimento, sendo, por isso, denominadas bancos múltiplos.

A massificação da internet fez com que surgissem instituições bancárias cujo atendimento é exclusivamente *online*, sem a existência de agências físicas, de forma a diminuir o custo de funcionamento e acelerar as operações.

São chamados bancos digitais e, dado seu menor custo de operação, não cobram, ao contrário dos demais bancos, tarifas pela execução de seus serviços, mas precisam igualmente de autorização de funcionamento, pelo Banco Central do Brasil.

72 Não existe limite legal para as taxas de juros cobradas pelas Instituições Financeiras em operações de disponibilização imediata de empréstimo, sendo esta uma matéria a ser definida contratualmente. Inexistente esta cláusula, aplica-se a Súmula n. 530 do Superior Tribunal de Justiça, que estabelece: *Nos contratos bancários, na impossibilidade de comprovar a taxa de juros efetivamente contratada - por ausência de pactuação ou pela falta de juntada do instrumento aos autos -, aplica-se a taxa média de mercado, divulgada pelo Bacen, praticada nas operações da mesma espécie, salvo se a taxa cobrada for mais vantajosa para o devedor*



Votação realizada pela Forbes apresentou cinco bancos digitais como os melhor avaliados pelos clientes, em 2021. Disponível em <https://investnews.com.br/economia/forbes-elege-osmelhores-bancos-do-brasil-em-2021-veja-a-lista/>

Por fim, vale citar os chamados bancos de desenvolvimento, que operam com repasses de dinheiro estatal e se destinam a financiar determinados setores da atividade econômica como forma de implementação de políticas públicas.

Existem ainda as chamadas Instituições Financeiras por equiparação. São pessoas jurídicas de direito público ou privado que, embora não sejam exatamente enquadráveis dentro das modalidades acima, são, por força de lei, submetidas ao mesmo regime de regulação e fiscalização aplicáveis aos bancos de diferentes modalidades.

São, por exemplo, as Cooperativas de crédito (veja art. 18 par. 1º da Lei n. 4.595) (que funcionam como bancos comerciais, mas só podem oferecer seus serviços aos seus cooperados) entidades de previdência privada e administradoras de consórcios.

Também são Instituições Financeiras por equiparação legal as pessoas físicas ou jurídicas que captem ou administrem seguros, câmbio, capitalização além de qualquer tipo de poupança ou recursos de terceiros (art. 1º par. Único da Lei n. 7.492/1986).

5. INSTRUMENTOS BANCÁRIOS DE CAPTAÇÃO E FORNECIMENTO PÚBLICOS DE CRÉDITO

5.1 – TÍTULOS DE CRÉDITO BANCÁRIOS

A utilização de títulos de crédito por Instituições Financeiras é constante e de grande valia para o bom funcionamento das atividades relacionadas ao mercado de crédito.

Como a generalidade dos instrumentos financeiros, estes modelos de títulos de crédito estão sempre sujeitos a alterações em sua regulação, dada a já apontada especificidade das normas que disciplinam o funcionamento do sistema de captação e fornecimento público de crédito.

Apesar disso, o objetivo essencial dos modelos de títulos de crédito empregados por instituições bancárias ou a elas equiparadas é o mesmo, e tem direta relação com a atuação destas instituições como intermediárias no mercado de crédito.

Ao se colocar no centro da cadeia de captação de poupança para empréstimo, estas instituições são, sempre, credoras de seus mutuários e devedoras de seus depositantes. Operam, em princípio, com as relações de depósito e mútuo.

Além disso, estão sempre interessadas em maximizar os valores que conseguem captar dos poupadores para, em consequência, conseguir realizar maiores empréstimos ao mercado, ampliando seu volume de operações e, por consequência, seus ganhos.

Diante disso, as Instituições Financeiras se valem de diversos modelos de títulos de crédito para formalizar tanto sua relação com seus devedores quanto com seus credores, e, por consequência, viabilizar maior captação de poupança e realização de empréstimos.

Na primeira situação estão títulos de crédito nos quais o banco, em virtude de uma relação de mútuo, se torna credor de seus clientes e deseja formalizar esta operação de crédito em um documento escritural ou físico com força executiva e negociável.

Assim, se esta Instituição Financeira credora desejar, ela poderá negociar estes títulos de créditos no mercado financeiro, para levantar dinheiro presente em troca de dinheiro futuro, este último corporificado nos títulos negociados.

Já no segundo caso, a Instituição Financeira deseja, em seu próprio nome, captar dinheiro de terceiros, não na forma de depósito, mas através de mútuo.

Isto porque, além da autorização para captar dinheiro dos depositantes, as Instituições Financeiras podem - dentro de estritos limites regulamentados pelo Banco Central e pela legislação - figurar, elas próprias, como mutuárias, tomando empréstimos de investidores.

Estes empréstimos são formalizados em documentos, igualmente com força executiva e negociáveis, nos quais a Instituição Financeira, tomadora do empréstimo, figura como devedora, e o mutuante (investidor) é o credor.

Há, portanto, títulos de crédito bancários que permitem à Instituição Financeira tanto captar dinheiro para emprestar (como as Letras de Crédito) quanto formalizar juridicamente o empréstimo do dinheiro captado (Cédulas de Crédito)

Estes modelos de títulos de crédito são basicamente de dois grandes gêneros - Cédulas de Crédito e Letras de Crédito - e apresentam algumas características comuns.

A primeira delas é a causalidade, já que a relação fundamental em virtude da qual podem ser emitidos está sempre expressamente prevista em lei.

Também apresentam a possibilidade de negociação pública, já que todos podem ser transferidos, tanto pelas Instituições Financeiras quanto pelos investidores, ao público em geral, desde que obedecidas, claro, as normas e regulamentos do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

Outro ponto comum a estes modelos de títulos de crédito está na possibilidade de que neles sejam inseridas garantias reais (como a hipoteca e o penhor) ou fidejussórias (como o aval), o que

visa reduzir o risco para quem venha a se tornar credor em algum destes modelos.

Além disso, a natureza de título executivo extrajudicial é inerente também a estas modalidades de documentos de crédito, em consonância com os modelos não essencialmente vinculados a atividade bancária, como a nota promissória.

5.1.1- CÉDULAS DE CRÉDITO

São títulos de crédito representativos de promessa de pagamento decorrentes de uma operação de mútuo de dinheiro no qual uma Instituição Financeira é a mutuante (credora) e uma pessoa física ou jurídica assume a posição de mutuária (devedora).

O beneficiário é sempre uma instituição integrante do Sistema Financeiro Nacional, e o emitente pode ser uma pessoa física ou jurídica que tenha obtido, em seu favor, financiamento para suas atividades econômicas ou crédito pessoal.

Podem ser emitidas sob a forma cartular ou escritural, sendo os direitos sobre tais títulos transferíveis por endosso por escritura pública de cessão de direitos entre duas Instituições Bancárias.

São classificadas conforme alguns critérios, o primeiro dos quais é a finalidade do dinheiro emprestado pela Instituição Bancária credora. Segundo essa classificação, há:

.Cédulas de Crédito Rural (CCR) – Nestas, o valor obtido pelo devedor/emiteente da Cédula deve ser aplicado na realização de atividade agrícola ou pecuária por ele praticada. Trata-se de um instrumento jurídico decorrente do financiamento do agronegócio e está tipificada pelo Dec. Lei n. 167/1967.

.Cédulas de Crédito Industrial (CCI) – São promessas de pagamento decorrentes de financiamento bancário de atividades de natureza industrial e estão tipificadas pelo Dec. Lei n. 413/1969.

.Cédulas de Crédito Comercial (CCC) – Tipificadas pela Lei n. 6.840/1980, advém de mútuo realizado por Instituição Financeira

em favor de pessoa física ou jurídica que exerça, profissionalmente, atividade comercial ou de prestação de serviços.

.Cédulas de Crédito à Exportação (CCE) – São promessas de pagamento previstas pela Lei n. 6.313/1975, emitidas em virtude de operações de financiamento à exportação ou à produção de bens para exportação, bem como às atividades de apoio e complementação integrantes e fundamentais da exportação, realizadas por instituições financeiras.

.Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) – Disciplinadas na Lei n. 10.931/2004, são emitidas pela Instituição Financeira credora em virtude do financiamento concedido para a aquisição, pelo devedor, de bem imóvel.

O banco credor pode emitir a CCI mesmo sem a anuência do devedor, posto que decorrente do contrato de financiamento realizado entre ambos, com o objetivo de renegociar o crédito do qual seja titular.

.Cédula de Crédito Bancário (CCB) – Esta modalidade tem a importante peculiaridade de poder ser emitida independentemente da destinação a ser dada, pelo emitente/devedor, ao dinheiro a ele emprestado pela Instituição Financeira, credora no documento⁷³.

Apesar disso, a Cédula de Crédito bancário também é um título causal, já que sua relação fundamental deve ser o mútuo realizado entre Instituição Financeira (credora) e o tomador do empréstimo (devedor).

Outro critério de classificação das Cédulas de Crédito está na modalidade de garantia que podem conter, as quais podem ser de natureza real ou fidejussória. Segundo este critério, as Cédulas de Crédito são hipotecárias, pignoratícias ou fidejussórias, conforme sejam garantidas, respectivamente, por hipoteca, penhor ou alienação fiduciária.

73 "A cédula de crédito bancário dispensa a finalidade específica do empréstimo, servindo, portanto, para corporificar qualquer empréstimo bancário, independentemente de sua finalidade". (TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. V. 2. 9ª edição. 2018. Saraiva Jur. Pg. 350).

Vale ressaltar que as Cédulas de Crédito garantidas por bens imóveis precisam ser averbadas no Cartório de Registro de Imóveis do bem dado em garantia, sendo que somente o credor tem o direito de negociar seus direitos no título (a via do devedor recebe a rubrica de "não negociável").

5.1.2- LETRAS DE CRÉDITO

Além já citado sistema de depósitos, as Instituições Financeiras se valem também de títulos de crédito para realizar captação pública de dinheiro para, posteriormente, realizarem empréstimo a juros

Neste modelo de captação de recursos, as próprias Instituições Financeiras se colocam como tomadoras de empréstimos com investidores, contraindo dívidas para levantar capital e, por consequência, terem mais recursos financeiros disponíveis para fazer empréstimos ao mercado.

Portanto, no exercício de sua atividade de intermediação, as Instituições Financeiras assumem a posição de devedoras nestes títulos de crédito para, com o capital levantado, se tornarem, concomitantemente, credoras daquelas pessoas físicas ou jurídicas que desejam usar temporariamente o capital de terceiros.

Para a Instituição Financeira, esta operação é vantajosa pois, em essência, os juros que ela se obriga a pagar para seus credores é menor do que aquele cobrado de seus devedores. A expressão *spread* bancário é usada para identificar exatamente esta diferença entre os juros pagos e os juros cobrados pelas instituições bancárias.

Já do ponto de vista da pessoa física ou jurídica que se interessa por emprestar dinheiro às instituições financeiras (com a aquisição destes títulos por elas emitidos), a operação se mostra uma opção de investimento interessante na medida que os juros oferecidos sejam atraentes, além de contar com garantias específicas e, claro, com a solidez patrimonial da instituição financeira emissora.

Letras de Crédito (também chamadas de Letras Financeiras) são tipificadas pela Lei n. 12.249/2010 e constituem promessas de

pagamento emitidas por Instituições Financeiras e colocadas à negociação pública. Sua relação fundamental deve, portanto, ser o mútuo realizado entre a instituição financeira emitente (devedora) e terceiros adquirentes dos títulos (credores).

A posição de emitente/devedor neste modelo de título de crédito é privativa de Instituição Financeira ou outra a elas equipadas pelo Banco Central e seus requisitos extrínsecos estão enumerados pelo art. 38 da Lei n. 12.249/10, entre os quais vale destacar a forma exclusivamente escritural, a executividade, a possibilidade de cláusula de conversibilidade em ações do banco emissor, a admissão de garantia real ou fidejussória e a livre negociação mediante registro no sistema eletrônico e escrituração.

A Letra Financeira (LF) é uma promessa de pagamento emitida por Instituições Financeiras nas quais elas se colocam como devedoras da pessoa física ou jurídica que venha a adquirir tais títulos. Servem para que o banco possa captar recursos com devolução a longo prazo, pois seu prazo de vencimento deve ser igual ou superior a dois anos.

Aos adquirentes, este título oferece maior rentabilidade do que outras aplicações dada a sua menor liquidez (em virtude do prazo de vencimento que precisa ser respeitado). A remuneração que conferem aos seus titulares pode ser fixa (denominada pré-fixada) ou não (chamada pós-fixada) e pode ser negociada de forma particular entre instituições financeiras e seus clientes ou pode ser objeto de negociação pública.

É emitida exclusivamente em forma escritural, ficando registrada nos sistemas de registro de liquidação financeira de ativos mantidos pelas próprias instituições financeiras, sob autorização, regulação e fiscalização do Banco Central do Brasil.

Podem conter cláusula de garantia real ou fidejussória, surgindo, em virtude disso, as seguintes variações, conforme a garantia oferecida pela instituição emitente do título:

Letra de Crédito Imobiliário (LCI) – Disciplinadas pela Lei n. 10.931/04, são emitidas por Instituições Financeiras e garantidas por

hipotecas e alienações fiduciárias sobre imóveis financiados pela instituição emitente.

A Instituição Financeira, emitente das Letras de Crédito Imobiliário, financia, para seus clientes, a compra de imóveis. Dada esta operação, estas Instituições Financeiras estabelecem, em relação ao imóvel por elas financiado, a hipoteca ou alienação fiduciária, enquanto o adquirente do mesmo não encerrar o pagamento do financiamento.

Esta Instituição Financeira, credora garantida pela hipoteca ou alienação fiduciária sobre os imóveis por ela financiados, emite as Letras de Crédito Imobiliário para captar dinheiro daqueles que venham a adquirir tais títulos.

Estes adquirentes, por sua vez, têm na LCI uma forma de emprestar dinheiro à instituição financeira com a segurança de que os valores investidos são garantidos pelos bens imóveis sobre os quais a emitente tem direito à hipoteca ou alienação fiduciária.

Disciplinado nos artigos 30 a 40 da Lei n. 13.986/2020, o CDB é um título emitido por Instituição Financeira para captar recursos financeiros destinados às suas atividades de empréstimo ao público.

Trata-se de uma promessa de pagamento, feita pelo banco emitente, em favor da pessoa física ou jurídica que venha a adquirir este título (art. 30 da Lei n. 13.986/20).

A pessoa titular do CDB está, em essência, emprestando dinheiro para o banco emitente, em troca de remuneração, enquanto a Instituição Financeira usa os recursos captados para fazer empréstimos a seus clientes.

O valor investido no CDB configura depósito a prazo, já que o adquirente do título não poderá, em princípio, resgatá-lo antes da data estabelecida pela instituição emitente⁷⁴.

Porém, se assim desejar, o titular do CDB poderá negociá-lo com terceiros, já que se trata de um ativo de livre negociação, além

⁷⁴ Esta não é, porém, uma obrigação legal, já que é possível a emissão, por Instituição Financeira, de CDB's com liquidez diária, o que significa que o titular poderá resgatá-los a qualquer momento, independentemente da data de vencimento.

de ser, por previsão expressa do art. 36 da Lei n. 13.986/20, um título executivo extrajudicial.

Como modalidade de investimento, o CDB apresenta, para o credor, uma rentabilidade geralmente maior do que opções como a poupança, além de contar, da mesma forma, com a segurança do Fundo Garantidor de Crédito.

Fundo Garantidor de Crédito é uma organização privada, mantida com recursos das próprias instituições bancárias e criado com o objetivo de proteger o mercado financeiro contra o chamado risco sistêmico, já que os recursos destinados a este fundo garantem, aos investidores, a devida devolução do dinheiro alocado em contas correntes, poupança ou CDB, nas condições contratadas.

Criado em 1995, é uma associação civil, sem fins lucrativos, com personalidade jurídica de direito privado. É, como dito, financiado com dinheiro que os bancos recebem em depósito ou empréstimo, mas são proibidos de emprestar ao mercado, por expressa determinação regulamentar.

Estes recursos, retidos pelas instituições bancárias, funcionam como uma espécie de reserva financeira para, como dito, garantir seus depositantes e credores em caso de alguma crise envolvendo o setor.

Sua existência e funcionamento confere, indubitavelmente, confiança aos depositantes e, indiretamente, a todo o mercado financeiro.

5.2 - LEASING OU ARRENDAMENTO MERCANTIL

A utilidade econômica fundamental desta relação contratual é permitir que uma determinada pessoa física ou jurídica (arrendatário) possa, em momento presente, ter acesso à posse e uso de um determinado bem sem precisar dispender, de imediato, os recursos financeiros necessários à aquisição de sua propriedade⁷⁵.

⁷⁵ "Porque, adquirindo o bem, o empresário diminui sua liquidez, compromete seu capital de giro e suporta os inconvenientes da gradual obsolescência do equipamento.

Por parte da Instituição Financeira (arrendador), que fornece, no ato da constituição do contrato, o capital necessário à aquisição do bem para uso e posse do arrendatário, é mais uma forma de recolocar no mercado o dinheiro por ela captado e, sobre estes valores, auferir juros.

É, portanto, essencialmente uma operação creditícia, pois permite que o arrendatário faça uso presente (através do bem utilizado) de recursos financeiros cedidos pelo arrendador, os quais somente serão pagos futuramente e de forma parcelada.

Denominado *leasing* ou arrendamento mercantil, é o contrato pela qual uma Instituição Financeira vinculada ao SFN (arrendador) loca a uma pessoa física ou jurídica (arrendatário) um bem adquirido pela primeira segundo especificações da segunda, cabendo ao arrendatário, ao final do contrato, a opção de adquirir o bem por um preço preestabelecido, devolvê-lo ao arrendador ou prorrogar a locação.

São partes neste contrato, de um lado, o arrendatário, pessoa física ou jurídica, que deseja ou precisa ter acesso ao uso de uma coisa, mas, por outro lado, não dispõe de recursos financeiros suficientes para adquirir, de imediato, a propriedade dela.

A outra parte na relação de *leasing* é o arrendador, obrigatoriamente uma Instituição Financeira vinculada ao Sistema Financeiro e que dispõe, dada sua atividade, do dinheiro para adquirir, à vista, do vendedor, o bem desejado pelo arrendatário.

A relação de *leasing* ou arrendamento mercantil pode ser subdividida em diferentes fases, cada uma caracterizada pela constituição de um modelo contratual específico entre arrendador e arrendatário.

A primeira destas relações é uma promessa de locação, pois, assinado o contrato, o arrendador se obriga a adquirir à vista, do

(...) De outra parte, se recorrer a empréstimos, ver-se-á na obrigação de pagar juros elevados, pondo em risco a estabilidade e a credibilidade de seu negócio". MANCUSO. Rodolfo de Carvalho. *Leasing*. 2ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 1999. Pg. 15.

vendedor, o bem especificado pelo arrendatário e, de imediato, locá-lo em favor deste último, por prazo determinado⁷⁶.

Ainda neste momento de constituição do vínculo é possível também identificar uma relação de mandato, já que o arrendador confere ao arrendatário, ainda que tacitamente, o poder para verificar se o bem entregue pelo vendedor corresponde à totalidade das características estipuladas⁷⁷.

Pelo prazo de duração estipulado entre arrendador e arrendatário haverá, entre eles, um contrato de locação, pelo qual este último é obrigado a pagar ao primeiro, valores mensais correspondentes ao direito de posse e uso do bem objeto do contrato.

Muito usado para a aquisição de automóveis e equipamentos industriais por pessoas jurídicas, o leasing apresenta, para o arrendador, a vantagem de manter, no caso de veículos, o registro do bem em seu nome, dado que o mesmo está em sua propriedade e locado ao arrendatário. Para este último, por sua vez, o contrato de leasing costuma apresentar menores taxas de juros do que outras modalidades de contratação, como, por exemplo, a aquisição através da alienação fiduciária. Além disso, os valores pagos a título de locação implicam abatimento tributário, para fins de Imposto de Renda.

Findo o prazo pelo qual o bem ficou locado, pelo arrendador, ao arrendatário, cabe a este último tomar, unilateralmente, uma de três possíveis escolhas decorrentes do contrato: adquirir a

⁷⁶ "A partir da assinatura do contrato, aparece a promessa de locação, estabelecida dentro de uma relação sinalagmática, pois a empresa locadora se compromete a locar o bem, e a empresa locatária, em geral de produção, a arrendar o mecanismo ou o imóvel". RIZZARDO, Arnaldo. *Leasing*, 9ª edição. Ed. Juruá. Curitiba. 2020. Pg. 55

⁷⁷ "Embora pareça estranho, a locadora ou arrendadora é a mandante, isto é, ela confere poderes, conquanto tacitamente, à locatária, que passa a ser mandatária. Os poderes são de representação quanto à conferência do material adquirido, ao exame de suas características técnicas e qualidades. Não cabe, pois, à empresa de leasing aprovar o equipamento, definir suas condições de serventia. Compete-lhe apenas a aquisição, ou, em última instância, o financiamento. Serão os profissionais da locatária que examinarão o bem e concluirão no tocante à aprovação". RIZZARDO, Arnaldo. *Leasing*. Ob. Cit. Pg. 56.

propriedade do bem arrendado, mediante pagamento, em favor do arrendador, do chamado *Valor Residual* (VR); devolver o bem ao arrendador pagando o *Valor Residual Garantido* (VRG) ou prorrogar a locação por novo período.

O *Valor Residual* (VR) é aquele contratualmente estipulado para o caso de o arrendatário decidir, ao final do prazo da locação, pela aquisição da propriedade do bem objeto do contrato. É, por óbvio, fixado a partir do valor pago, pela arrendadora, ao vendedor do bem, mas também leva em conta fatores como a taxa de depreciação e riscos inerentes à preservação da coisa adquirida, bem como juros a serem pagos, pelo arrendatário, dado o uso do capital da arrendadora durante o período da locação.

Já o *Valor Residual Garantido* (VRG), também fixado no contrato, deverá ser pago, pelo arrendatário, ao arrendador, em caso de opção pela devolução do bem objeto da relação contratual⁷⁸.

Assim, se o arrendatário decidir, ao final do prazo de locação, adquirir a propriedade do bem, cabe-lhe pagar o *Valor Residual* estipulado no contrato.

Já se a decisão for pela devolução do bem, a arrendadora procederá, em seguida, à sua venda para terceiros, os quais

78 "Ocorre que, em razão da alta depreciação sofrida pelos veículos, passaram as instituições arrendadoras a não mais recuperar o valor investido (pago antecipadamente à revendedora) na operação, quando os arrendatários não ficavam com o bem, o que acontecia pelo exercício da opção ao término ou quando houvesse inadimplência durante o cumprimento do contrato.

Consertando tal situação, foram editadas as Portarias MF 564/1978 e 184/1984, seguidas pelas Res. 980/1984 e, por fim, a Res. Bacen 2.309/1996, que estabeleciam uma nova espécie de valor residual, o chamado valor residual de garantia (adiante denominado apenas VRG), justamente para esses casos em que o arrendatário não ficasse com o bem.

O que se estabeleceu, em verdade, foi uma nova função para o VR que passou a ser tanto o preço contratualmente estipulado para exercício da opção de compra (VR), quanto o valor contratualmente garantido pelo arrendatário, como mínimo que será recebido pela arrendadora na venda a terceiros do bem arrendado, na hipótese de não ser exercida a opção de compra (VRG). Nesse caso, após a alienação (a um terceiro), o arrendatário pode ser chamado a "completar" o valor percebido na venda, até o montante garantido (VRG)." MAXIMILIAN. Paulo. Contrato de leasing de veículos: verdades e mentiras sobre o valor residual garantido (VRG). Disponível em: http://genjuridico.com.br/2015/10/26/contrato-de-leasing-de-veiculos-verdades-e-mentiras-sobre-o-valor-residual-garantido-vrg-2/#_ftn19.

certamente estarão dispostos a pagar o valor de mercado do bem devolvido, já que o mesmo está depreciado pelo uso durante o arrendamento.

Neste caso, é possível que o valor de venda deste bem não seja suficiente para cobrir os custos que a arrendadora teve com a operação, e, neste sentido, se estipula a obrigação, para o arrendatário, de arcar com a diferença entre o valor de venda do bem e o *Valor Residual Garantido* previsto no contrato⁷⁹.

Caso o arrendatário deseje prorrogar o contrato de arrendamento para assegurar o direito ao uso e posse do bem por mais tempo, os valores mensais devidos ao arrendador são mais baixos do que os cobrados durante o primeiro período de arrendamento.

O *leasing* pode ter por objeto bens móveis (sejam estes bens destinados ao consumo ou à produção) ou imóveis sendo sua disciplina legal regida pela Lei n. 6.099/74 e Lei n. 10.188/2001, para o denominado *leasing* residencial.

Além da forma acima descrita (chamada de *leasing* puro ou financeiro) o arrendamento mercantil pode apresentar algumas variações em seus termos, dando origem a diferentes modalidades desta relação.

A primeira destas variações é o chamado *leasing* de retorno (ou *lease-back*), muito comum entre empresários ou sociedades empresárias que desejam levantar capital para aplicar nas suas atividades econômicas, sem precisar abrir mão do uso de seus bens de produção.

⁷⁹ "Consequentemente, a função do VRG será a de atuar como uma garantia de preço mínimo, ou caução em dinheiro, instituída em prol do arrendador em vista dos riscos de obsolescência, risco esse que é do arrendatário, bem como os derivados de eventual inadimplência e, ainda, os referentes às despesas correlatas à guarda e conservação, assegurando igualmente o lucro, móvel de toda e qualquer atividade mercantil, de modo que o arrendador receba, por fim, valor equivalente ao capital empregado para obtenção do bem junto ao fornecedor, acrescido dos interesses financeiros correspondentes". MARTINS COSTA, Judith. Os contratos de *leasing* financeiro, a qualificação da parcela denominada valor residual garantido – VRG e a sua dupla função: complementação do preço e garantia. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 49. São Paulo. 2010. Pg. 133.

No *leasing* de retorno o arrendatário é, até o momento da contratação, o proprietário do bem objeto do arrendamento. Ele vende este bem a arrendador, que, imediatamente, loca estas mesmas coisas ao próprio arrendatário.

Desta forma, o arrendatário consegue levantar o capital pago, pelo arrendador, pela propriedade dos bens vendidos mas, ao mesmo tempo, permanece no uso e posse deste bens, pelos quais pagará, pelo tempo estabelecido no contrato, o valor mensal estabelecido.

Merece também referência o chamado *leasing* operacional (também chamado *renting* ou *leasing* industrial), o qual se individualiza por conter a obrigação, para o arrendador, de prestar assistência técnica ao arrendatário, em relação ao bem objeto do contrato, durante o período de duração da relação.

5.3 – DESCONTO BANCÁRIO, FATURIZAÇÃO E CESSÃO FIDUCIÁRIA DE TÍTULOS DE CRÉDITO

A relação creditícia, esteja ela juridicamente corporificada em um título de crédito ou não, traz em sua essência a ideia fundamental, já aqui abordada, de permitir ao devedor o uso presente de recursos financeiros futuros.

O credor permite que o devedor use, no presente, parte de seus recursos financeiros com a obrigação, para este último, de, em data futura, entre eles acordada, restituir tais valores, acrescidos de juros e outros encargos financeiros.

Porém, este credor pode, a seu turno, também necessitar de usar, no presente, mais recursos financeiros do que tenha, naquele momento, disponíveis.

De forma a aumentar seu acesso ao capital, no presente, este credor pode, por sua vez, alienar créditos dos quais seja titular, em troca de dinheiro presente. É, em síntese, a ideia de trocar créditos de recebimento futuro por dinheiro no presente.

O cessionário de tais créditos se torna o titular dos valores antes devidos ao cedente e, no momento presente, transfere a este último os valores, em moeda, correspondentes a tais créditos.

Entretanto, é praticamente unânime (embora não seja obrigatório) que o cessionário realize um abatimento no valor de face dos títulos a ele transferidos, já que permite ao cedente usar, no presente, dinheiro futuro, o que reduz, para este último, o *custo de oportunidade* desta operação.

Custo de oportunidade, nesta situação, é usado para identificar o tempo que o cedente precisaria aguardar para utilizar o dinheiro a ele devido e incorporado nos títulos transferidos, com a operação, ao cessionário.

Com o recebimento antecipado destes valores, ainda que considerado o abatimento no seu valor original, o cessionário pode, de imediato, fazer uso do dinheiro, seja para pagar outras dívidas ou para movimentar sua própria atividade econômica.

Além disso, o cedente transfere ao cessionário, em princípio, o risco de não recebimento dos valores incorporados no título, dada a possibilidade de insolvência dos devedores mencionados no documento (art. 296 do Código Civil).

É possível apontar dois modelos similares que trazem, em suas características, a mesma essência de serem, a seu modo, instrumentos que permitem ao credor converter seus direitos futuros contra os devedores em dinheiro presente. São eles a operação de desconto bancário⁸⁰ e o contrato de faturização⁸¹, também chamado *factoring* ou fomento comercial.

80 "O contrato por via do qual o banco, deduzindo antecipadamente juros e despesas da operação, empresta à outra parte certa soma em dinheiro, correspondente, de regra, a crédito deste, para com terceiro, ainda não exigível". GOMES, Orlando. *Contratos*. 27ª edição. Ed. Gen/Forense. Rio de Janeiro. 2019. Pg. 401.

81 "O contrato de faturização ou factoring é aquele em que um comerciante cede a outro os créditos, na totalidade ou em parte, de suas vendas a terceiros, recebendo o primeiro do segundo o montante desses créditos, mediante o pagamento de uma remuneração". MARTINS, Fran. *Contratos e Obrigações Comerciais*. 15ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2001. Pg. 559.

A primeira distinção entre eles está na legitimidade para figurar no polo cessionário dos direitos previstos nos títulos a serem negociados. A operação de desconto bancário somente pode ser praticada, neste sentido, por instituição vinculada ao Sistema Financeiro Nacional, enquanto o fomento comercial ou faturização pode ser realizada por qualquer pessoa jurídica legalmente constituída como sociedade empresária.

Por não integrar o Sistema financeiro Nacional - e, via de consequência, não estar sujeito à regulação e fiscalização específicas do setor - o cessionário em um contrato de fomento comercial ou faturização (denominado *factor* ou faturizador) não pode realizar captação pública de recursos para realizar suas operações.

Desta forma, o faturizador somente pode operar, na "compra" destes direitos de crédito, com seus próprios recursos financeiros, ao contrário das Instituições Financeiras, que podem realizar o desconto bancário com o dinheiro que captam de depositantes ou investidores.



Associação Nacional de Fomento Comercial

A entidade indica diariamente, para os faturizadores a ela vinculados, o chamado fator de compra, que reflete o quanto no valor dos títulos objeto do contrato é cobrado, do cedente, pela prestação do serviço. Sua referência é a taxa de remuneração praticada, pelas instituições financeiras, para o Certificado de Depósito Bancário (CDB), e não é de obrigatoria adoção pelos contratantes.

Importante lembrar ainda que, na operação de desconto bancário, o cessionário tem assegurado seu direito de regresso contra o cedente do título, tanto no caso de inexistência do crédito quanto na hipótese de insolvência do devedor⁸². O exercício deste direito de regresso pode ser realizado inclusive mediante débito, na conta corrente bancária entre cedente e cessionário, dos valores eventualmente não quitados pelos devedores originais.

Já na operação de faturização, o cedente é garantidor da existência da relação creditícia corporificada pelos títulos, mas não pode ser responsabilizado pelo eventual inadimplemento dos devedores constantes dos documentos, pois transfere tal risco ao faturizador⁸³.

Em ambos os casos, o objeto contratual são créditos de recebimento futuro, corporificados em títulos de crédito físicos ou eletrônicos, de titularidade do contratante/cedente, que pode ser qualquer pessoa física ou jurídica.

82 "O contrato de desconto é utilizado com frequência em todos os ramos do comércio e da indústria, especialmente nas vendas a crédito. Representa uma forma de realização de capital líquido, indispensável para o desenvolvimento das atividades a que se empenham os titulares de estabelecimentos mercantis e industriais. Os bancos descontam os títulos representativos das mercadorias vendidas, tornando-se cessionários dos mesmos. Com os títulos em seu domínio, podem exercer contra os devedores dos mesmos as ações próprias do cedente, permanecendo, ainda, com o direito de exigir do mesmo as importâncias que, eventualmente, não receberem, pois a cessão não é pro soluto, e sim pro solvendo". RIZZARDO. Arnaldo. *Contratos de Crédito Bancário*. 10ª edição. São Paulo. Ed. Revista dos Tribunais. 2013. Pg. 75/76.

83 "O contrato de factoring não se subsume a uma simples cessão de crédito, contendo, em si, ainda, os serviços prestados pela faturizadora de gestão de créditos e de assunção dos riscos advindos da compra dos créditos da empresa faturizada. O risco advindo dessa operação de compra de direitos creditórios, consistente justamente na eventual inadimplência do devedor/sacado, constitui elemento essencial do contrato de factoring, não podendo ser transferido à faturizada/cedente, sob pena de desnaturar a operação de fomento mercantil em exame.

A natureza do contrato de factoring, diversamente do que se dá no contrato de cessão de crédito puro, não dá margem para que os contratantes, ainda que sob o signo da autonomia de vontades que regem os contratos em geral, estipulem a responsabilidade da cedente (faturizada) pela solvência do devedor/sacado. Por consectário, a ressalva constante no art. 296 do Código Civil – in verbis: "Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor" – não tem nenhuma aplicação no contrato de factoring".

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3ª Turma. Recurso Especial n. 1.711.412-M.G. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Dje. 10/05/2021.

Estes créditos são transferidos, por cessão ou endosso, ao contratado (Instituição Financeira ou faturizador), que tem o dever de, no momento da cessão ou endosso, pagar em moeda, ao cessionário ou endossante, o valor correspondente ao expresso no título, abatido de um percentual.

A instituição cessionária, seja no desconto bancário ou na faturização, tem o direito de selecionar, entre os créditos que se pretenda transferir, quais são aqueles sobre os quais deseja realizar a operação, não sendo, portanto, obrigada a receber todos⁸⁴.

Enquanto o contrato de desconto bancário é um dos possíveis serviços oferecidos pelos bancos aos seus correntistas, a relação entre o faturizador e seus clientes pode incluir, além da antecipação destes direitos futuros de crédito (chamados recebíveis), a prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção de riscos, administração de contas a pagar e a receber, conforme expressamente definido, entre outros, pelo art. 15, par. 1º III da Lei n. 9 249/1995.

Outra forma que o credor em títulos de crédito tem de se valer destes documentos para levantar capital, no momento presente, é oferecê-los em garantia do pagamento de um empréstimo contraído com uma Instituição Financeira ou outra a ela equiparada.

O termo *antecipação bancária* identifica o mútuo realizado por Instituição Financeira em favor de pessoa física ou jurídica no qual o pagamento do valor emprestado é garantido por bens ou direitos do mutuário, sobre os quais se estabelece um direito real de garantia⁸⁵.

84 RIZZARDO, Arnaldo. *Factoring*, 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo, 2004. Pg. 66. Os créditos que não sejam de interesse da cessionária poderão ser, via endosso-mandato, transferidos apenas para fins de cobrança e sem que haja, por óbvio, mudança na titularidade do credor e o consequente dever, para o cessionário, de pagar ao cedente o valor destes títulos.

85 "*Contrato pelo qual o banco adianta uma importância pecuniária contra a garantia real de certos bens, podendo estes bens serem mercadorias, títulos de crédito em geral ou outros direitos, como restituição do Imposto de Renda*". ABRÃO, Nelson. *Curso de Direito Bancário*. Ob. Cit. Pg. 77.

Títulos de crédito podem, assim como bens móveis ou imóveis, ser oferecidos como garantia do pagamento de uma dívida. Neste caso, o credor nos títulos de crédito, tomador do empréstimo, empenha ou aliena fiduciariamente estes títulos como forma de reduzir, para o banco mutuante, o risco de não recebimento do valor emprestado e, indiretamente, diminuir os juros cobrados pelo mútuo.

O credor nos títulos de crédito toma empréstimo com o banco e oferece, como garantia do pagamento, a titularidade dos valores que tenha para receber dos devedores constantes dos títulos. Esta garantia é, em regra, juridicamente constituída através da alienação fiduciária destes documentos⁸⁶, sobre os quais se constitui, portanto, um direito real em favor do banco mutuante.

O banco mutuante passa, portanto, a ser credor do tomador do empréstimo, com direito futuro ao recebimento, com juros, do valor emprestado, sendo este mútuo garantido pelos créditos corporificados nos títulos alienados fiduciariamente.

A transferência da propriedade resolúvel e posse indireta de títulos de crédito dados em garantia do empréstimo realizado, pela Instituição Financeira (credora fiduciária), em favor do credor do

86 *"Define-se a alienação fiduciária como o negócio jurídico pelo qual uma das partes, denominada credor (fiduciário), adquire a propriedade resolúvel de um determinado bem e sua posse indireta, sob condição resolutiva, como garantia de um financiamento concedido ao devedor (fiduciante), que o reaverá (em sua plenitude) quando saldar a dívida".* MAXIMILIAN. Paulo. *Contratos Bancários*. 4ª edição. Ed. Gen/Forense. Rio de Janeiro. 2015. Pg. 216.

O devedor fiduciante contrai dívida em dinheiro com o credor fiduciário e dá a propriedade resolúvel e a posse indireta de bem ou direitos como garantia do pagamento do débito, enquanto preserva para si a posse direta até que, com a quitação integral da dívida garantida, reassume a propriedade dos bens ou direitos oferecidos ao credor fiduciário.

Já a Instituição Financeira mutuante assume a propriedade resolúvel - posto que vinculada à condição resolutiva do pagamento da dívida garantida - e a posse indireta do bem ou direito oferecido como garantia.

A alienação fiduciária em garantia está disciplinada, para bens móveis infungíveis, nos art. 1. 361 a 1. 368 do Código Civil e, quando se tratar de bens imóveis, pelos art. 22 a 33 da Lei n. 9. 514/97.

direito contido nos títulos (devedor fiduciário), se formaliza através do chamado endosso fiduciário⁸⁷.

O endosso fiduciário gera, em relação aos devedores nos títulos de crédito endossados, a plenitude de seus efeitos. Deste modo, o endossatário-fiduciário tem, enquanto permanecerem os efeitos da alienação fiduciária dos títulos, todos os direitos neles mencionados, podendo exercê-los, na forma original, contra obrigado principal e eventuais obrigados de regresso.

Já entre o endossante-fiduciante e endossatário-fiduciário os efeitos desta transferência temporária de titularidade dos direitos contidos nos títulos são disciplinados conforme a operação de mútuo realizada entre eles.

Neste sentido, é comum que o mútuo seja formalizado através da emissão de Cédulas de Crédito Bancário (CCB) nas quais a Instituição Financeira mutuante figura como credora e o tomador do empréstimo é colocado como obrigado principal.

Nestas Cédulas de Crédito Bancário há a referência expressa aos títulos de crédito oferecidos pelo mutuário (endossante-fiduciante) em favor da Instituição Financeira mutuante (endossatária-fiduciária).

Após o pagamento das Cédulas de Crédito Bancário garantidas pelos títulos endossados fiduciariamente, automaticamente se encerra (pela ocorrência da condição resolutiva), a propriedade resolúvel e posse indireta que o endossatário-fiduciário tinha em relação aos documentos dados em garantia.

Como é regra nas operações de alienação fiduciária, o instrumento que constitui a garantia precisa ser devidamente

⁸⁷ "Pelo endosso-fiduciário, portanto, transfere-se a propriedade resolúvel dos títulos de crédito ao credor fiduciário (endossatário-fiduciário), até a liquidação da dívida por eles garantida, representada, geralmente, por meio de cédula de crédito bancário e termos de cessão fiduciária de títulos de crédito, devidamente registrados, no Registro de títulos e documentos, para surtir efeitos em relação a terceiros, em conformidade com o art. 42 da Lei n. 10.931/04, art. 1.361 do Código Civil". FERNANDES, Jean Carlos. *Cessão Fiduciária de títulos de crédito*. 2ª edição. Ed. Lumen Juris. Rio de Janeiro. 2010. Pg. 212.

registrado para que seja oponível a terceiros e, com isso, alcance a plenitude de seus efeitos.

Em caso de bens imóveis, este registro é efetuado no Cartório de Registro de Imóveis no qual esteja registrado o bem dado em garantia. Já em se tratando de bens móveis (excetuados os automóveis⁸⁸) ou títulos de crédito, este registro se efetua no Cartório de Títulos e Documentos.

88 No caso destes o registro da alienação fiduciária é realizada no Departamento de Trânsito no qual esteja registrado o veículo.

6. CRÉDITO E FINANCIAMENTO DE ATIVIDADES EMPRESARIAIS

6.1 – INVESTIMENTO DE DINHEIRO DO PRÓPRIO INVESTIDOR

Termos como investidor “anjo” e “capital semente”, além das expressões *Family, Friends and Fools* (FFF)⁸⁹ e *Bootstrapping*⁹⁰ referem-se, em essência, a operações nas quais uma ou um pequeno grupo de pessoas investe seu próprio capital para o financiamento de uma determinada empresa em fase ainda inicial de organização (*startup*) sem, entretanto, assumirem, pelo menos em princípio, a condição de sócios do empreendimento.

A Lei Complementar n. 182, de 1º de junho 2021, que instituiu o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador no direito brasileiro, traz, em seu art. 5º, expressa referência a várias destas formas de investimento de capital próprio na atividade empresarial sem, entretanto, a essencial vinculação à condição de sócio.

Um destes modelos está no contrato de opção de compra de ações ou quotas. A “opção” é, em essência, uma operação financeira na qual as partes acordam, em momento presente, o direito de, em data futura, comprar e vender entre si uma determinada participação

89 De conotação certamente pejorativa, o termo *Family, Friends and Fools* (FFF), traduzível como Família, Amigos e Tolos refere-se às situações nas quais estas pessoas, próximas aos sócios da sociedade empresária, financiam, com dinheiro próprio, as atividades desta última. É particularmente comum em situações nas quais o empreendimento ainda está em fase incipiente de organização.

90 “O termo *bootstrap* significa, literalmente, alça de bota. (...) No dia a dia, o objetivo dessa alça é facilitar o calçamento da bota, puxando com as mãos. Desde o século XIX, entretanto, o termo levantar a si próprio pelas botas passou a ser usado para designar tarefas difíceis.

Mais tarde, no universo do empreendedorismo, o termo ganhou a conotação de levantar uma empresa com o próprio capital”. LANA. Henrique Avelino. PIMENTA. Eduardo Goulart. *Direito, Inovação e Tecnologia*. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020. Pg. 55.

no capital de uma sociedade (na forma de ações ou quotas), a preço já fixado.

Segue um exemplo simples: A adquire de B, em 20 de Maio de 2020, o direito de, em data futura (20 de Dezembro de 2025), comprar determinado número de ações que B possui na companhia X pelo valor de R\$100,00 cada.

Na data acertada, A tem o direito de exercer ou não sua compra das ações de B, que, qualquer que seja a decisão de A, terá que aceitá-la e cumpri-la, já que ambos assim pactuaram.

Outro exemplo, agora com referência a aumento de capital a ser integralizado pelo titular da opção, é o seguinte: A adquire, em relação à sociedade X, na data de 20 de maio de 2020, o direito de, em 20 de Dezembro de 2025, exigir que a sociedade em questão realize um aumento de seu capital social, com a emissão de novas ações ou quotas a serem integralizadas, no montante pactuado, pelo titular da opção (o investidor A).

Tal contrato é, no caso de *startups*, usado como forma de permitir ao investidor acompanhar a evolução da empresa e, somente após um determinado período, decidir se deseja ou não integrar, como sócio, o empreendimento.

Como *startups* apresentam exponencial potencial de crescimento, mas também alto grau de risco de insucesso, é comum o financiador das atividades preferir reservar-se o direito de integrar ou não, como sócio, o empreendimento após um período em que observa, acompanha (e, muitas vezes, ajuda) o desenvolvimento do empreendimento.

Realizado muitas vezes pelos próprios empreendedores ou pessoas a eles próximas, como parentes e amigos (daí o termo *Family, Friends and Fools*) serve para, literalmente, viabilizar a implementação inicial da atividade empresarial.

O art. 5º da Lei Complementar n. 182/21 menciona também a debênture conversível em ações (disciplinada pela Lei n. 6.404/76) e o mútuo conversível em participação societária como dois outros instrumentos que podem ser adotados por quem deseja financiar

uma *startup* sem assumir, pelo menos em princípio, a condição de sócio.

As formas citadas no parágrafo anterior contêm a mesma essência, que é a de permitir ao investidor realizar, com a sociedade, um contrato de mútuo de dinheiro e, ao mesmo tempo, reservar-se o direito de, em data futura, decidir optar pela conversão do capital emprestado em ações ou quotas da sociedade destinatária do investimento.

A conversão do direito de crédito em direito de sócio pode ser condicionada à decisão do investidor ou, mesmo, à ocorrência de um ou mais eventos futuros e incertos como, por exemplo, o atingimento de um determinado número de clientes ou montante de faturamento ou lucro líquido.

No caso do contrato de mútuo conversível pode ser também estipulada uma cláusula que permita aos sócios da sociedade o direito de pagarem ao investidor uma determinada quantia para evitar a entrada deste último na sociedade.

De todo modo, há que se atentar, nestas operações, à prevalência do contratado sobre o legislado, dado que as partes não se encontram em condição de assimetria informacional ou negocial, dado que os sócios conhecem o empreendimento e continuam na gestão, enquanto ao investidor abre-se a possibilidade de limitar seu risco no negócio.

O contrato de investimento-anjo é disciplinado pela Lei Complementar n. 123/2006 (alterada pela Lei Complementar n. 155, de 2016), e também significa uma forma de aporte de capital sem direitos de sócio.

O investidor-anjo (que pode ser uma pessoa física ou jurídica) estabelece, com a sociedade destinatária do investimento, o chamado "contrato de participação", o qual estabelecerá a forma de remuneração, pelo capital investidor, e não poderá ter duração superior a 5 (cinco) anos.

Por este contrato de participação, o investidor será remunerado com uma parcela não superior a 50% do lucro líquido

da sociedade, sem, entretanto, assumir quaisquer outros direitos ou responsabilidades de sócio.

Esta operação torna possível vincular a remuneração do investidor ao sucesso do empreendimento sem, entretanto, impor a ele responsabilidades de sócio ou permitir-lhe ingerência na gestão do empreendimento.

Além do direito, pelo prazo de até 5 (cinco) anos, de participar dos lucros do empreendimento, este investidor faz jus, ao final do contrato, ao recebimento dos valores emprestados, os quais serão calculados na forma contratual ou, em não havendo tal previsão, nos moldes do art. 1.031 do Código Civil, que disciplina o processo de apuração de haveres nas sociedades.

A enumeração de hipóteses do art. 5º da Lei Complementar n. 182/2021 é expressamente exemplificativo, de forma que são admitidas outras formas de tratativas entre o titular do capital e a sociedade, sempre sem previsão da participação, do investidor, como sócio do empreendimento.

6.2 - INVESTIMENTO DE DINHEIRO CAPTADO NO MERCADO: FUNDOS DE INVESTIMENTO E VENTURE CAPITAL

O artigo 1.368 do Código Civil confere aos fundos de investimentos a natureza de condomínio de natureza especial, criado a partir de comunhão de recursos destinados à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

Este dispositivo legal põe fim à outrora existente discussão sobre a natureza jurídica de tais fundos. Sobre o assunto havia, em essência, duas correntes distintas, a primeira delas entendendo o fundo de investimentos como uma modalidade de condomínio e a segunda o concebendo como espécie de sociedade⁹¹.

91 FREITAS, Ricardo dos Santos. *A Natureza Jurídica dos fundos de investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2006. Pgs. 138 e segs. BORGES, Florinda Figueiredo. Os fundos de investimento – reflexões sobre sua natureza jurídica. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Direito Societário Contemporâneo*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009. pgs. 56 e segs.

Fundo de investimentos é, portanto, instituto desprovido de personalidade jurídica própria⁹² e sua natureza especial o afasta da aplicação das regras gerais sobre os condomínios. Cabe à Comissão de Valores Mobiliários a atribuição de regulamentar sua estrutura e funcionamento, bem como a atribuição de efetuar o registro deles, condição suficiente para sua publicidade e oponibilidade (art. 1.368-C do Código Civil).

Os participantes aportam seus recursos financeiros disponíveis na aquisição de cotas, as quais formam o capital do fundo de investimentos. Este capital, por sua vez, é aplicado pelos gestores do fundo – pessoas com elevado nível de informação e qualificação técnica para investir – em, por exemplo, diferentes modalidades de valores mobiliários disponíveis.

Note-se, porém, que os fundos de investimentos não necessariamente têm valores mobiliários como destinação dos recursos por eles agregados. Ao contrário, o Código Civil é expresso em ressaltar que quaisquer bens ou direitos podem ser objeto de investimento por parte dos fundos.

Esta liberdade de aplicação é, porém, limitada quando da elaboração e aprovação do regulamento do fundo. Definidos, por cláusula deste regulamento, quais os ativos, bens ou direitos nos quais os recursos do fundo serão investidos, é absolutamente vedado aos gestores destes recursos dar-lhes outra destinação.

Também ao regulamento do fundo de investimentos cabe a competência para a disciplina de importantes matérias, sendo de se destacar o poder de limitar a responsabilidade do cotista ao valor de suas cotas (art. 1.368-D do Código Civil).

Tem-se, desta forma, que os fundos de investimento agregam o capital de inúmeros investidores para, com este montante, investir no mercado de valores mobiliários e proporcionar aos seus cotistas

92 CORRÊA-LIMA. Sérgio Mourão. PIMENTA. Vinicius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD. Arnaldo. GONÇALVES. Fernando. CASTRO. Moema Augusta Soares de. (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 163.

os ganhos oriundos da variação no preço ou decorrentes dos lucros gerados pelos títulos adquiridos⁹³.

Para o investidor, a vantagem básica é poder contar com a capacitação técnica e elevado grau de informação dos gestores do fundo de investimento. Com isso o investidor fica, em princípio, desonerado dos custos de buscar, ele mesmo, as informações sobre as boas opções de compra disponíveis no mercado de valores mobiliários⁹⁴.

Por outro lado, como agregam um volume imenso de capital, estes fundos têm condições de adquirir maiores quantidades de determinados tipos de ativos financeiros ou participações societárias. Isto muitas vezes lhes proporciona maior participação e ingerência nas atividades das entidades emissoras dos títulos, o que permite, por óbvio, maior controle sobre o sucesso do empreendimento.

A seguir são apontados alguns dos critérios de classificação de fundos de investimento⁹⁵, os quais são organizados, basicamente, para fins didáticos, pois, em significativa parte dos casos, os fundos de investimento acabam assumindo, mais ou menos, estruturas que combinam várias destas classificações.

Além disso, os fundos de investimento estão em constante variação tanto nas suas finalidades quanto na sua forma de operação, embora não se afastem de sua essência, que é a de agregar capital de terceiros para investir.

93 Fundos de investimento são *“um conjunto de recursos monetários, formados por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam à aplicação coletiva em títulos e valores mobiliários”*. ASSAF NETO. Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5ª edição. Ed. Atlas, São Paulo. 2003. Pg. 386.

94 *“Os fundos buscam a conveniência da aplicação em condições técnicas mais favoráveis do que as que seriam possíveis para cada um de seus participantes, se estes operassem por conta própria nos mercados financeiros. (...) Os fundos agem em nome de uma coletividade, substituindo grande número de investidores, oferecendo as vantagens decorrentes dessa concentração”*. PINHEIRO. Juliano. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 7ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2013. Pg. 139

95 Sobre os diferentes tipos de fundos de investimento, veja: CARVALHO. Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos fundos de Investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2013. Pgs. 103 e segs.

Quanto à forma de captação de dinheiro, os fundos de investimento são abertos ou fechados, conforme a aquisição e transferência de suas cotas seja ou não facultada ao público em geral.

Fundos abertos são aqueles que admitem a livre entrada e saída de cotistas e o aumento, mediante novos aportes, da participação de cada um. Os *fundos fechados*, ao contrário, somente permitem o resgate do valor das cotas ao final de suas operações (Res. 175/22 da Comissão de Valores Mobiliários).

Acrescente-se também que as cotas dos fundos abertos são – salvo decisão judicial ou arbitral, cessão fiduciária, execução de garantia, sucessão universal ou dissolução de sociedade conjugal ou união estável – intransferíveis, enquanto as dos fundos fechados têm na livre negociabilidade uma de suas características⁹⁶.

Quanto à finalidade que os gestores do fundo podem dar aos valores por eles captados, sejam estes de forma pública ou não, os fundos de investimento podem ser classificados em *de objeto único*, *múltiplos* ou *empresariais*.

Fundos de objeto único são aqueles que têm em um determinado tipo de ativo financeiro a exclusiva destinação do dinheiro captado. É, por exemplo, o caso de fundos de investimento que aplicam exclusivamente em ações ou títulos de renda fixa.

Fundos múltiplos (também chamados de multimercado) têm maior liberdade para buscar boas opções de aplicação do dinheiro captado, podendo variar desde ações de companhias abertas até títulos bancários ou aplicações em participações societárias em empresas ainda em estágio inicial de estruturação econômica.

Fundos Empresariais são aqueles que se destinam, como o nome diz, exclusivamente ao investimento do dinheiro captado na

96 " [nos fundos fechados] é possível ao cotista ceder ou alienar as suas cotas a terceiros, mediante termo de cessão e transferência ou por meio de bolsa de valores ou entidades de mercado de balcão em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação, nos termos e forma, previamente prescrita no regulamento aprovado pelo respectivo fundo de investimento." CARVALHO. Tomás Lima de. *Fundo de investimento imobiliário – análise jurídica e econômica*. Arraes Editores. Belo Horizonte. 2014. Pg. 15.

forma de participação – seja como credor ou sócio – em empresas em diferentes fases de estruturação econômica⁹⁷.

São agentes que figuram em um dos polos das operações de *venture capital* (capital de risco), entendida esta como qualquer aporte financeiro realizado por uma pessoa física ou jurídica em uma atividade empresarial com o objetivo de, seja na condição de sócio ou de credor, auferir lucros decorrentes do sucesso da atividade da empresa na qual se deu o investimento.



A série *Billions* retrata, com algum grau de realismo, o funcionamento de um fundo de *private equity* no mercado norte-americano, com especial ênfase sobre suas possíveis violações regulatórias. *Billions*. Estados Unidos. 2016. Criação: Brian Koppelman, David Levien e Andrew Ross Sorkin

Os termos *venture capital* (usado em sentido específico, para distinguir da conotação genérica citada no parágrafo anterior) e *private equity* são utilizados para distinguir, entre os fundos empresariais, conforme o tipo de organização econômica às quais prevalentemente destinam os recursos financeiros por eles captados.

⁹⁷ "O negócio se desenvolve em três etapas: contratação, monitoramento e desinvestimento. Na primeira ocorre a negociação entre as partes e a contratação do negócio. Na segunda, as atividades são desenvolvidas e o desempenho do projeto é acompanhado pelos participantes. Na última, de desinvestimento, o investidor retira-se do negócio vendendo sua participação." MOREIRA DA SILVA. César Nimer. *Venture Capital*. Tese. Faculdade de Direito da USP. 2014. Pg. 21.

Venture capital (capital de risco) visa investir em sociedades empresárias ainda em fase inicial de organização ou desenvolvimento, tanto sob o aspecto do produto ou serviço que oferecem ao mercado quando de sua organização jurídica.

São, portanto, investimentos no qual o risco é relativamente alto, dado que se aposta em uma empresa ainda não totalmente estabelecida no mercado, mas que, na conclusão dos gestores dos recursos investidos, apresenta forte potencial de crescimento e futura geração de lucros.

Já o termo *private equity* indica fundos empresariais nos quais a destinação do dinheiro captado está em sociedades empresárias já consolidadas no mercado, com uma estrutura interna de governança e gestão já devidamente estruturadas.

Embora também apresentem risco de fracasso, tais empresas alvo dos fundos de *private equity* são consideradas, para os investidores, mais seguras, dada sua já consolidação no mercado.

Por outro lado, há nelas menor possibilidade de crescimento exponencial de atividades econômicas, dado que já se encontram devidamente inseridas no nicho de mercado para o qual foram criadas.

Quanto ao seu objetivo primordial, há aqueles fundos de investimento que se destinam precipuamente a minimizar, para seus participantes, o risco de perda dos recursos financeiros investidos. São, por isso mesmo, denominados fundos de *hedge* (ou fundos de cobertura).

Fundos de *hedge* adotam opções bastantes diversificadas de investimentos para, a partir desta diversidade, minimizar o risco de perda para seus investidores.

Diferentes são os fundos de investimento que têm como finalidade primordial obter, para seus investidores, ganhos derivados da variação no preço dos ativos por eles adquiridos no mercado financeiro, como ações ou títulos bancários.

Neles, o leque de ativos investidos é menor, se comparados aos fundos de *hedge*, pois o objetivo é encontrar, entre as inúmeras

opções, aquelas que possam alcançar maior valorização no mercado.

Como direcionam seus investimentos para buscar aqueles que possam conferir ao capital aplicado maiores ganhos, naturalmente implicam maiores riscos de perda do que os fundos de *hedge*, destinados à proteção do dinheiro dos investidores.

Há, por fim, aqueles fundos de investimento que direcionam o capital por eles agregado para sociedades empresárias ainda em fase inicial ou de desenvolvimento de suas operações. Nestes, o objetivo é obter retorno a médio e longo prazo, dada a confiança na capacidade de crescimento exponencial da empresa objeto do investimento.

Direito, crédito e empresa: entre o risco e a incerteza⁹⁸

Alocação de capital, principalmente para o financiamento de atividades empresárias, é uma decisão de longo prazo e que traz, consigo, relativamente alta possibilidade de resultado adverso.

Quem decide investir em empresas sabe que risco, tomado aqui como a possibilidade de um resultado contrário ao desejado pelo investidor, é da essência desta decisão.

O exercício da empresa envolve necessariamente a possibilidade de fracasso econômico do empreendimento. O intuito de lucro é da essência da empresa, mas sua efetiva obtenção está condicionada a fatores referentes tanto à atuação do empresário ou sociedade empresária (internos) quanto ao funcionamento do mercado (externos).

Além disso, o sucesso econômico da empresa exige um lapso temporal, não sendo, por isso, adequado que o investidor tenha expectativa de resultados rápidos do seu investimento.

⁹⁸ A distinção entre risco e incerteza apresentada se baseia naquela apresentada por Frank H. Knight, em sua obra *Risk, Uncertainty and Profit*: KNIGHT, Frank. H. *RISK, UNCERTAINTY AND PROFIT*. Houghton MIFFLIN Company. Boston and New York.

Risco, porém, não significa incerteza. Risco é, como salientado, o percentual de ocorrência de um resultado oposto ao desejado. Investir em uma empresa é assumir o risco de que esta atividade venha, por fatores internos ou externos, fracassar. O risco é mensurável pelo investidor, se forem claras as regras da operação e completa sua informação sobre o negócio.

Incerteza, por seu turno, significa falta de clareza sobre a possibilidade de fracasso da empresa investida. Resulta da falta de regras claras sobre a operação ou da falta de informação sobre os fatores internos e externos a que está sujeito a empresa.

Dúvidas quanto aos direitos e obrigações do investidor ou da empresa investida geram incerteza, e, diante desta situação, tornam o investimento menos atraente.

Já o risco é, como dito, da essência do investimento empresarial. Desde que haja definição das regras sobre a operação e disponibilização das informações necessárias à mensuração deste risco, pode ser mensurado e assumido pelo investidor.

O respeito aos direitos e obrigações pactuados entre o investidor e o destinatário do capital fornecido é fundamental para a mensuração do risco da operação, especialmente se considerado que o tempo necessário ao retorno do investimento é relativamente alto.

6.3 - O CONTRATO DE VESTING COMO GERAÇÃO DE CRÉDITO NA FORMA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

Embora sejam francamente minoritários, há documentos de crédito que conferem aos seus titulares direito a uma prestação patrimonial, mas de natureza não monetária.

Estas relações, corporificadas em tais documentos ou contratos não deixam de ser, a seu modo, relações creditícias, na

1921.

medida que colocam duas ou mais pessoas em polos contrapostos, na forma de credores e devedores recíprocos.

Neste sentido, uma relação contratual de crescente utilização, especialmente em empresas relacionadas à inovação, tem o efeito de gerar um direito de crédito de uma parte em relação à outra sendo este crédito, na hipótese, não diretamente fixado em dinheiro, mas em participação societária, seja esta na forma de quotas ou ações.

Neste modelo, o objeto da prestação futura da qual o credor é titular não é estipulado, ao menos diretamente, na forma de dinheiro, mas sim como uma certa quantidade de ações ou quotas no capital de uma sociedade empresaria a serem transferidas ao credor da prestação.

Trata-se aqui da chamada relação de *vesting*, termo derivado do verbo inglês *vest* (que significa, literalmente, vestir) e decorre da circunstância de que o destinatário da prestação vai, aos poucos, aumentando sua participação societária, o que, de certa forma, lhe permite "vestir" a condição de sócio.

São partes nesta relação contratual os sócios da sociedade para a qual o profissional destinatário da oferta presta serviços - em regra de natureza intelectual - seja ou não na condição de empregado além, é claro, deste último.

O objetivo precípua desta relação é criar um sistema de incentivos capaz de manter determinados profissionais vinculados à sociedade empresária e à empresa, especialmente em áreas nas quais possam agregar com sua particular competência intelectual.

O destinatário deste contrato é, em regra, um profissional cuja *expertise* é considerada essencial para o aprimoramento ou bom desenvolvimento de um produto ou serviço oferecido pela sociedade empresária.

Dada esta particular *expertise*, este profissional está, sempre, sujeito a receber ofertas para prestar seus serviços a sociedades concorrentes, muitas vezes mais estabelecidas economicamente e, por causa disso, capazes de oferecer melhores remunerações.

A uma empresa nascente, cuja essência está ligada a inovação, mas, ao mesmo tempo, a uma organização econômica e jurídica⁹⁹ ainda incipientes, uma eficiente alternativa para conseguir manter seus quadros é oferecer a estes profissionais a possibilidade de integrar a sociedade empresária com proporções crescentes de quotas ou ações.

Assim, cria-se uma direta relação entre o sucesso do empreendimento e o potencial de ganho, na forma de valorização das ações ou quotas daquela sociedade, para o profissional que se pretenda manter vinculado à empresa.

Seu incentivo passa a ser, como destinatário do *vesting*, não só a remuneração fixa, decorrente do serviço prestado, mas também a possibilidade de, com sucesso do empreendimento, ver valorizadas as ações ou quotas a que tenha direito.

O destinatário do *vesting* deverá, no presente e em datas futuras estipuladas no contrato, cumprir determinadas metas relacionadas à sua atividade na sociedade e, à medida que conseguir atingir tais metas, gera para si o direito de crédito não na forma de dinheiro, mas em quotas ou ações.

Ao mesmo tempo, os demais sócios, ofertantes no contrato de *vesting*, diminuem o risco de conferir, no presente, participação societária para alguém que, com o tempo, não se mostrará capaz

99 "empresa tradicional" – agrega capital e pessoas para, a partir daí, definir seu objeto, em regra entre atividades de produtos ou serviços já conhecidos, determinados ou sujeitos à propriedade. Ex: abrir um banco, uma construtora de imóveis, um supermercado.

"start up" – um produto ou serviço novo. Formador de mercado. Depois agrega produtos e serviços. Uma "start up" está intimamente ligada à idéia de inovação. Oferecer um produto ou serviço novo, que funcione como um "formador" de mercado, não como um "tomador" de mercado de um determinado bem o serviço. Pretende criar seu mercado, não disputar um mercado já formado.

É, neste sentido, "disruptiva" pois rompe com o padrão de organização empresarial concebido pela Economia Clássica (BRUE. Stanley. L. História do Pensamento Econômico. Ed. Thomson. Pg. 49.e que chegou ao seu extremo no e o direito do século XX, pos revolução industrial e a produção em massa: primeiro a tecnologia, depois os fatores de produção para implementar, de fato, aquela tecnologia. Primeiro a ideia, depois o capital, a força de trabalho, a matéria prima necessárias à implementação fática da ideia.

de atender às expectativas criadas em torno da pessoa. É como um período de testes.

Em essência, contém forte semelhança com a já conhecida bonificação dada a determinados funcionários na forma de ações ou quotas da sociedade empresária, especialmente comuns em cargos de alta gestão.

Entretanto, no caso do *vesting*, seu destinatário não ocupa postos de gestão. Ao contrário, sua *expertise* é, como dito, relacionada à particular capacidade intelectual de desenvolvimento do produto ou serviço relacionado à empresa.

Ainda de forma similar à bonificação na forma de ações ou quotas, o *vesting* está atrelado, para sua efetivação, ao cumprimento de metas estabelecidas pelo ofertante a serem cumpridas, pelo destinatário, dentro de um período de tempo fixado.

Este período de tempo mínimo exigido do profissional é chamado de *Cliff*, enquanto o termo *Milestones* se refere às atividades que o destinatário da oferta deve cumprir, no período de tempo estabelecido, para ter direito à titularidade das ações ou quotas oferecidas.

Estas metas costumam ser, por exemplo, ligadas à finalização de um determinado produto ou ao cumprimento de uma entrega a determinado cliente.

É possível que as metas sejam sucessivamente previstas, cada uma com seu prazo específico de cumprimento e que, a cada eventual atingimento de uma delas, o destinatário do contrato seja contemplado, com base no contrato, com o número de ações ou quotas nele fixado.

Outro ponto relevante neste contrato está na denominada *cláusula de aceleração*. Trata-se da previsão, no contrato, de determinados eventos futuros e incertos que são capazes de trazer, do futuro para o presente, o direito do destinatário à participação societária estipulada.

É, por exemplo, a estipulação, no contrato, de que eventual incorporação da sociedade a outra acarreta, para o destinatário do

vesting, o direito à integralidade da participação societária prevista, ainda que não se tenha cumprido o período de testes ou a meta estipulada.

Significativa também é a previsão, neste contrato, da chamada *cláusula de recompra*. Ela confere aos demais sócios o direito de, por manifestação unilateral de vontade, recomprar as ações conferidas, pelo cumprimento das metas, ao destinatário, por um valor fixado no contrato. Cria-se, neste caso, um *dever de venda* para o destinatário do *vesting*.

Este contrato pode prever também um *direito de venda* para o destinatário do *vesting*, que poderá, nesta hipótese, preferir receber o dinheiro referente às suas quotas ou ações adquiridas em virtude do cumprimento das metas fixadas.

De forma a minimizar a possibilidade de que, após a obtenção da titularidade das ações, o destinatário do *vesting* exija, por via judicial, seu direito de recesso, o contrato de *vesting* pode prever a chamada cláusula de "*good leaver, bad leaver*". Consiste na fixação de diferentes critérios de apuração dos haveres do sócio conforme sua saída se dê de forma consensual ou não.

Um exemplo de *vesting* e algumas de suas cláusulas

Um determinado funcionário tem estipulado, em seu favor, pelos demais sócios da sociedade, o direito futuro ao recebimento de, por exemplo, 1000 ações desta companhia. Porém, para fazer jus a tais ações, ele deverá ficar ao menos pelos próximos cinco anos dedicando-se, com exclusividade, à empresa desenvolvida pela sociedade em questão.

Ao final de cada ano cumprido (período de *Cliff*) este profissional receberá 250 das ações oferecidas. Fica estipulado ainda que se ele deixar voluntariamente a sociedade, com a concordância dos demais sócios, antes deste período, sua apuração de haveres será referente a 250 ações. Porém, se esta saída for litigiosa, sua apuração de haveres será referente a 100 ações (a chamada cláusula *good leaver, bad leaver*).

Em acréscimo ao período de tempo mencionado, o contrato pode estabelecer a necessidade, para o profissional, de cumprimento de metas (*milestones*) de outros tipos, como, por exemplo, o desenvolvimento de um determinado aplicativo após o primeiro ano, a finalização de outra etapa de desenvolvimento do produto em dois anos, etc.

Além disso, fica estipulado que, se os sócios receberem e decidirem aceitar, antes do final dos cinco anos, uma oferta de compra de suas respectivas participações, as 1000 ações devidas ao destinatário do *vesting* serão conferidas a ele antes do final do período do contrato, dada a ocorrência deste evento futuro e incerto (a chamada cláusula de aceleração).

Chama-se *vesting* invertido aquele no qual o destinatário da oferta inicia o contrato com uma determinada participação societária que, vai, aos poucos, sendo reduzida, na medida que cumprimentas as metas estabelecidas, dentro do prazo estipulado.

A redução desta participação se dá, novamente, pela recompra das ações ou quotas pelos demais sócios da sociedade, por um valor contratualmente estipulado.

Embora seja, obviamente, uma interessante solução para retenção do chamado "capital intelectual", especialmente em sociedades nascentes, o *vesting* apresenta, pelo menos, três fatores de risco jurídicos que precisam ser devidamente avaliados pelas partes.

O primeiro deles é o que se pode chamar de "risco trabalhista", que consiste na possibilidade de que a relação entre os sócios ofertantes e o profissional destinatário seja judicialmente considerado de natureza empregatícia, o que acarreta, por óbvio, todas as obrigações decorrentes.

O segundo é o denominado "risco tributário", posto que as quotas ou ações cabíveis ao destinatário da oferta estão sujeitas à tributação como "ganho de capital", para fins de Imposto de Renda.

O terceiro é o que denomina-se "risco de governança" e se caracteriza pela potencial indefinição sobre o poder de controle e tomada de decisão na sociedade, caso a mesma esteja sujeita a potenciais modificações significativas na composição de seu capital social.

A excessiva pulverização do capital da sociedade em um momento anterior à sua consolidação econômica e gerencial pode ser vista, por potenciais investidores, como elemento complicador para eventuais operações.

Se estipulado de maneira excessivamente ampla pelos sócios, pode ocasionar dúvidas sobre o poder decisório na sociedade, ocasionando, portanto, insegurança quanto à governança e, em consequência, dificuldade em obter financiamentos de terceiros, como venture capital.

6.4 – O CONTRATO DE SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO

A Sociedade em Conta de Participação é um instituto bastante antigo na legislação brasileira, pois já contava com expressa regulação desde o Código Comercial de 1850 (art. 325 a 328). Para sua compreensão é necessário, primeiramente, uma explicação preliminar sobre os dois possíveis significados jurídicos do termo sociedade.

No Direito Romano, as sociedades se estruturavam fundamentalmente sobre o caráter familiar que, invariavelmente, apresentavam. Tais relações se originavam da comunhão de interesses surgida entre os herdeiros de uma mesma pessoa. Os irmãos, forçosamente agrupados em torno do patrimônio deixado pelo *pater familias* falecido, então constituíam uma sociedade, onde se destacava intensamente o caráter pessoal - *intuitu personae* - do vínculo surgido.

Este perfil personalista, assumido pelas sociedades existentes no Direito Romano, acabou por constituir, durante muito tempo, o principal elemento característico dos vínculos societários em geral, tendo influenciado decisivamente a orientação adotada pelo Código Napoleônico de 1807 e todos aqueles que o seguiram, em especial o Código Comercial brasileiro de 1850.

As sociedades corporificam, deste modo, a ideia fundamental de acordo de vontades e comunhão de interesses, cuja estrutura se apresenta, essencialmente, sob a forma de um contrato plurilateral.

Trata-se de acordo de vontades que, ao contrário dos contratos sinalagmáticos puros, não apresenta a manifestação volitiva dos contratantes em sentidos opostos uma à outra. No contrato de sociedade a vontade de cada um dos membros se volta para a consecução do objetivo comum, e não para a simples realização da prestação por parte do outro contratante.¹⁰⁰

100 Sobre a caracterização das sociedades como contratos plurilaterais: ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª

Conclui-se, portanto, que a sociedade é, essencialmente, um acordo de vontades entre duas ou mais pessoas, que decidem colaborar mutuamente para a realização de um empreendimento econômico e partilha dos resultados. Esta é a estrutura fundamental positivada, no direito brasileiro, pelo art. 981 do Código Civil.

Diante desta definição, constata-se que é inerente à relação contratual de sociedade a comunhão de patrimônio e o exercício, em conjunto, de uma ou mais atividades econômicas. Há um complexo de bens e recursos financeiros comum a todos os sócios e, a partir dele, o exercício de um empreendimento econômico, algo que necessariamente implica, também, contrair dívidas.

De modo a permitir uma mais adequada separação entre direitos e obrigações inerentes ao empreendimento exercido em conjunto e aqueles que são particulares a cada um dos sócios, a disciplina jurídica das sociedades, pelo menos no que tange ao direito positivo, se estruturou, na generalidade dos ordenamentos, também sobre a noção de pessoa jurídica.¹⁰¹

No direito brasileiro, a inserção da noção de pessoa jurídica e sua aplicação às sociedades não se verificou, ao menos de forma expressa, com a entrada em vigor do Código Comercial de 1850. Seguiu-se forte discussão doutrinária acerca da matéria, sendo

edição. Edição Saraiva. São Paulo. 1969. Pg. 255 e seg.

101 *"La moderna teoría sobre las personas jurídicas halla su origen en tres factores: el derecho romano, el derecho germánico y el derecho canónico, cada uno de ellos con una concepción autónoma, cuyos elementos se entremezclan durante la Edad Media, dando paso a nuevas teorías."* CREVANI. Hugo Gambino. *Personas Jurídicas*. Biblioteca de Publicaciones Oficiales de La Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de La Universidad de Montevideo. Montevideo. 1958. Pf. 26.

*"A idéia da personalidade das sociedades commerciaes teve o seu embryão na doutrina com as primeiras manifestações do commercio, quando, desenvolvendo-se o trafico e criando-se as sociedades de responsabilidade limitada, se estabeleceu a separação entre os patrimonios dos socios e o da sociedade e se excluiram os credores particulares dos socios de quaesquer direitos sobre o fundo social, reservado para garantir os credores da sociedade."*CARVALHO DE MENDONÇA. J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro. Volume III. Livro II. Parte III.* 2ª edição. Livraria Editora Freitas Bastos. Rio de Janeiro. 1933. Pg. 82.

que alguns defendiam a personalidade autônoma de tais entes, enquanto outros a negavam.¹⁰²

Esta situação de relativa incerteza veio a se encerrar quando da edição do Código Civil de 1916, que dispôs expressamente, em seu art. 16, I e II, sobre a personalização das sociedades civis e comerciais. Idêntica diretriz é encontrada também no Código de 2002, que, em seu art. 44, II, elenca as sociedades entre as pessoas jurídicas de direito privado.

O ato de efetuar o registro do contrato de sociedade tem, segundo o art. 985 do Código Civil brasileiro, o efeito de constituir a pessoa jurídica societária, o que permite, como salientado, afastar direitos e obrigações referentes ao empreendimento realizado daqueles particulares a cada um dos contratantes (sócios).

Tem-se, portanto, que o termo sociedade significa, no direito brasileiro, tanto a relação contratual descrita pelo art. 981 do Código Civil quanto a pessoa jurídica que será criada, caso haja o registro, deste contrato, no órgão público devido (art. 985 do Código Civil).

A personificação é, desta forma, regra que alcança a generalidade das relações contratuais de sociedade. Porém, esta regra não alcança a Sociedade em Comum (art. 986 a 990 do Código Civil) e a Sociedade em conta de Participação (art. 991 a 996 do Código Civil), ambas identificadas como Sociedades Não Personificadas.

Apesar disso - ou talvez por causa disso - o contrato de Sociedade em Conta de Participação encontra adesão entre pessoas que decidem investir capital em um empreendimento e assegurar-se direitos de sócio, mas não assumir os riscos financeiros inerentes à atividade, os quais são suportados apenas pelas pessoas que efetivamente assumirem a gestão.

102 Sobre a divergência doutrinária acerca da personalidade jurídica das sociedades comerciais no direito brasileiro, anterior a 1916, veja-se: CARVALHO DE MENDONÇA. J.X. *Tratado de Direito Comercial...Volume III. Livro II. Parte III.* cit. Pg. 80 e seg.

Na Sociedade em Conta de Participação existem dois tipos de sócios, sendo o primeiro deles chamado de sócio ostensivo, que pode ser uma pessoa física ou jurídica.

Ele tem este nome porque todas as relações contratuais, débitos e créditos com terceiros são assumidos exclusivamente por ele, em seu próprio nome. Somente o sócio ostensivo é conhecido terceiros, e todas as obrigações são pessoalmente assumidas, em caráter exclusivo, por ele (art. 991 do Código Civil).

Já o denominado sócio participante é uma pessoa física ou jurídica que estabelece uma relação estritamente contratual com o sócio ostensivo, pela qual ele, sócio participante, se obriga a contribuir com bens ou dinheiro para o financiamento da atividade econômica exercida pelo sócio ostensivo.

Em contrapartida, o sócio ostensivo se obriga, nos termos do contrato firmado, a partilhar seus lucros com o sócio participante, que, inclusive, pode ser uma coletividade de pessoas físicas ou jurídicas.

Como se pode perceber, o sócio participante não se relaciona, em virtude da Sociedade em Conta de Participação, com ninguém além do sócio ostensivo e dos possíveis outros sócios participantes, dado que o contrato somente gera efeitos entre estas pessoas (art. 993 do Código Civil).

Terceiros não são formalmente informados da existência do sócio participante e, mesmo que o sejam, dele não podem exigir nada em relação às eventuais obrigações decorrentes do empreendimento exercido pelo sócio ostensivo, pois, como se viu, este último assume e pratica, em seu exclusivo nome, todos os negócios jurídicos inerentes à empresa.

Para o sócio ostensivo, a eventual contratação de Sociedade em Conta de Participação representa uma possibilidade de obter capital, para o exercício de sua atividade econômica, sem ter que contrair novos credores, os quais têm, em regra, direito à restituição futura e incondicionada do capital fornecido.

O sócio ostensivo tem nos sócios participantes pessoas cuja remuneração deriva do sucesso do empreendimento, não havendo, em relação a eles, o dever de restituição futura do capital investido, salvo previsão contratual em sentido diverso.

Já para o sócio participante, é um modelo de financiamento que o permite investir em atividades econômicas e empreendedores que considera economicamente promissores sem necessidade de assumir, em relação a terceiros, responsabilidade pelas obrigações advindas do empreendimento destinatário do investimento.

Além disso, o sócio participante vincula seus ganhos ao sucesso do empreendimento, já que participará dos lucros deste último, na forma como estabelecido pelo contrato social.

A relação entre sócio ostensivo e sócio participante é fundamentalmente definida pelo contrato social, como expressamente estabelecido pelo art. 991 par. Único do Código Civil. Isto significa que a contribuição do sócio participante, efetuada em bens ou recursos financeiros, seguirá, tanto no montante quanto na forma de realização, os termos contratados¹⁰³.

Por outro lado, é também o contrato de Sociedade em Conta de Participação que disciplina o direito de fiscalização que o sócio participante tem sobre a atividade do sócio ostensivo, bem como a forma de partilha dos lucros entre eles.

Neste sentido é possível, por exemplo, condicionar, por cláusula constante do contrato de Sociedade em Conta de Participação, questões como o plano de negócio, abertura de filiais e outras providências à aprovação do sócio participante.

103 *"As relações entre os participantes da sociedade em conta de participação atenderão ao que as partes tenham estipulado livre e conscientemente, se lícito. Isso vale, mesmo, para a distribuição dos ônus e dos bônus (investimentos e resultados) da atuação empresarial, desde que não se verifique, de qualquer parte, abuso de direito; na ausência de previsão específica, resultados positivos (lucros) ou negativos (prejuízos) devem ser distribuídos na mesma proporção da participação no patrimônio especial, operação que exige particular atenção nas situações em que as contribuições individuais não tenham se resumido a dinheiro, envolvendo cessão temporária de bens, trabalhadores ou trabalho".* MAMEDE. Gadston. *Direito Empresarial Brasileiro*. Vol. 2. 9ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 20017. Pg. 16/17.

Ao mesmo tempo, a responsabilidade do sócio participante, que em relação a terceiros é, como se viu, inexistente, pode ser, em relação ao sócio ostensivo, disciplinada pelo contrato social.

Isto significa que eventual cláusula contratual que estabeleça, para o sócio participante, algum tipo de responsabilidade pelas dívidas assumidas pelo sócio ostensivo é, entre eles, plenamente válida e apta a permitir, a este último, demandar, dos sócios participantes, a reparação estipulada.

Certo é, entretanto, que tal cláusula não poderá ser invocada por terceiros na tentativa de responsabilizar o sócio participante por qualquer das obrigações contraídas, pelo sócio ostensivo, para viabilização do empreendimento.

Nem se diga, por outro lado, que o eventual registro do contrato de Sociedade em Conta de Participação, seja na Junta comercial ou no Cartório civil, tem o efeito de tornar uma pessoa jurídica a relação contratual ora comentada.

O art. 993 do Código Civil é expresso em salientar o contrário, fazendo prevalecer a ideia de que a Sociedade em Conta de Participação é somente uma relação contratual capaz de gerar efeitos entre seus contratantes, e jamais em relação a terceiros.

A gestão do empreendimento é de competência exclusiva do sócio ostensivo, sendo expressamente vedado, pelo art. 993 par. Único do Código Civil, que o sócio participante exerça qualquer ato ou negócio jurídico, em relação a terceiros, referente ao empreendimento. Caso assim o faça, o sócio participante será, para fins de responsabilidade pelo negócio jurídico praticado, equiparado ao sócio ostensivo.

Fica claro, portanto, que do sócio participante é exigido, para que permaneça alheio às obrigações decorrentes do empreendimento do sócio ostensivo, afastado de qualquer operação econômica deste último.

Ressalte-se que, embora não tenha personalidade jurídica, a Sociedade em Conta de Participação é equiparada, para fins

de tributação, às modalidades personificadas de sociedades empresárias.

Isto significa que eventuais recebimentos, pelo sócio participante, de proveitos econômicos advindos da relação precisam ser devidamente declarados, para fins tributários, com a indicação da sociedade da qual ele faça parte.

7. DISRUPÇÃO DIGITAL EM MERCADO DE CRÉDITO: NOVOS PRESTADORES DE SERVIÇOS FINANCEIROS

A massificação no uso da internet para realização de transações econômicas e a exponencial evolução da tecnologia relacionada a este campo – como, por exemplo, o aumento na velocidade da transmissão de dados e a criação de formas eficientes de processamento de informações – impactou diretamente sobre o sistema bancário e financeiro.

Especialmente a partir da segunda década do Século XXI, inúmeros novos agentes econômicos passaram a oferecer, exclusivamente pela internet, diversos serviços até então intermediados apenas por Instituições Financeiras, na forma como aqui já definidas.

Tornou-se comum, para identificá-los, o termo *fintech*, que remete, em essência, à ideia de prestação de serviços relacionados ao mercado financeiro e de crédito, ao público em geral, exclusivamente pela internet, e sem que o prestador seja uma Instituição Financeira.

Atualmente, estes novos agentes econômicos têm forte atuação ao longo de toda a cadeia de fornecimento e obtenção de crédito, bem como em operações envolvendo a transferência de recursos financeiros e realização de pagamentos dos mais diferentes tipos.

Pautadas pela rápida capacidade de desenvolver novas soluções para a prestação destes serviços, assim como pela facilidade de serem acessadas pelos clientes, as *fintechs* atuam nas três “pontas” das operações de crédito.

Deste modo, há *fintechs* orientadas para a o auxílio na obtenção de capital (fornecimento de crédito), para o oferecimento de opções de alocação da riqueza produzida e não utilizada (investimento de dinheiro poupado) e, também, para quem deseja transferir recursos financeiros.



Warren Buffett faz aporte de US\$ 500 milhões no Nubank

Warren Buffett realiza maior aporte financeiro recebido pela fintech brasileira

A Berkshire Hathaway, gestora do bilionário Warren Buffett, é a mais nova acionista do Nubank. De acordo com informações antecipadas pelo *The Wall Street Journal*, a *Berkshire* irá comprar US\$ 500 milhões em ações do banco digital brasileiro, o maior investimento individual já recebido pela empresa.

O aporte da gestora norte-americana deve vir acompanhado de outra captação de US\$ 250 milhões e liderado pela *Sands Capital*, *Verde Asset* e *Absolute Partners*, levando a avaliação do Nubank para US\$ 30 bilhões.

Ao *WSJ*, David Vélez, CEO do Nubank, afirmou que com o banco está "muito, muito bem capitalizado" com o financiamento, descartando planos para novas captações.

O Nubank tem 38 milhões de clientes e já figura entre os maiores bancos digitais independentes do mundo, com atuação no Brasil e em países da América Central, como México e Colômbia.

Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/06/warren-buffett-faz-aporte-de-us-500-milhoes-no-nubank/>.

Consultado em 08/06/2021

Como, ao menos na sua versão inicial, estas *fintechs* não estão legalmente enquadradas na definição de Instituição Financeira, sua atuação ficaria restrita a serviços financeiros que não fossem, por lei, de privativa competência destas últimas.

Entretanto, o uso de instrumentos tecnológicos como sistemas *blockchain* e criptoativos permitiu que, indiretamente, mesmo algumas atividades estritamente bancárias fossem realizadas por estes novos agentes do mercado financeiro e de crédito, como a emissão de "moeda" e o fornecimento de crédito.

Naturalmente, as *fintechs* passaram a ser objeto das instituições reguladoras do mercado financeiro e de crédito, e várias normas são editadas para garantir que o funcionamento destes novos agentes econômicos não comprometa a credibilidade do sistema econômico dos países. Neste sentido, vale remissão à classificação estabelecida pelo Banco Central do Brasil:

Fintechs

Fintechs são empresas que introduzem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia, com potencial para criar novos modelos de negócios. Atuam por meio de plataformas *online* e oferecem serviços digitais inovadores relacionados ao setor.

No Brasil, há várias categorias de *fintechs*: de crédito, de pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, câmbio, e multisserviços.

Podem ser autorizadas a funcionar no país dois tipos de *fintechs* de crédito – para intermediação entre credores e devedores por meio de negociações realizadas em meio eletrônico: a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), cujas operações constarão do Sistema de Informações de Créditos (SCR).

Sociedade de Empréstimo entre pessoas (SEP)

A SEP realiza operações de crédito entre pessoas, conhecidas no mercado como *peer-to-peer lending*. Nessas operações eletrônicas, a *fintech* se interpõe na relação entre credor e devedor, realizando uma clássica operação de intermediação financeira, pelos quais podem cobrar tarifas. Ao contrário da SCD, a SEP pode fazer captação de recursos do público, desde que eles estejam inteira e exclusivamente vinculados à operação de empréstimo.

Neste caso, a *fintech* atua apenas como intermediária dos contratos realizados entre os credores e os tomadores de crédito. Os recursos são de terceiros que apenas utilizam a infraestrutura proporcionada pela SEP para conectar credor e tomador. Nesse tipo de operação, a exposição de um credor, por SEP, deve ser de no máximo R\$ 15 mil.

Adicionalmente, a SEP pode prestar outros serviços como análise e cobrança de crédito para clientes e terceiros, e emissão de moeda eletrônica.

Os potenciais destinatários dos empréstimos devem ser selecionados com base em critérios como situação econômico-financeira, grau de endividamento, setor de atividade econômica e pontualidade e atrasos nos pagamentos, entre outros.

Sociedade de Crédito Direto (SCD)

O modelo de negócio da SCD caracteriza-se pela realização de operações de crédito, por meio de plataforma eletrônica, com recursos próprios. Ou seja, esse tipo de instituição não pode fazer captação de recursos do público.

Seus potenciais clientes devem ser selecionados com base em critérios consistentes, verificáveis e transparentes, contemplando aspectos relevantes para avaliação do risco de crédito, como situação econômico-financeira, grau de endividamento, capacidade de geração de resultados ou de fluxos de caixa, pontualidade e atrasos nos pagamentos, setor de atividade econômica e limite de crédito.

Além de realizar operações de crédito, as SCDs podem prestar os seguintes serviços: análise de crédito para terceiros; cobrança de crédito de terceiros; distribuição de seguro relacionado com as operações por ela concedidas por meio de plataforma eletrônica e emissão de moeda eletrônica.

Autorização

Para entrar em operação, as *fintechs* que quiserem operar como SCD ou SEP devem solicitar autorização ao Banco Central.

Além de obter informações sobre os proprietários, o BC precisa: comprovar a origem e da respectiva movimentação financeira dos recursos utilizados no empreendimento pelos controladores e verificar se há compatibilidade da capacidade econômico-financeira com o porte, a natureza e o objetivo do empreendimento.

No Brasil, as *fintechs* estão regulamentadas desde abril de 2018 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) – Resoluções 4.656 e 4.657.

Fonte: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>
Site consultado em 23/01/24

Para a melhor compreensão do que são e o que fazem as *fintechs*, vale analisar as principais bases de seu funcionamento, segundo apontadas por Pranay Gupta e Tham T. Mandy¹⁰⁴.

104 GUPTA, Pranay. THAM, T. Mandy. *Fintech – The New DNA of financial services*. Ed. De Gruyter. Berlim. 2019. Pg. 22 e seg.

A primeira e mais óbvia delas é o uso da internet como único meio de prestação de seus serviços e, via de regra, também de comunicação com seus clientes.

As *fintechs* não têm estabelecimento físico que possa ser diretamente acessado pelos tomadores de seus serviços, como tradicionalmente se verifica no caso das Instituições Financeiras.

Assim, elas conseguem operar com muito menores custos de produção, especialmente aqueles relacionados à manutenção de imóveis e pessoal destinado ao atendimento ao público, o qual se dá apenas *online* ou, no máximo, por telefone.

Por outro lado, esta forma de atuação permite que elas consigam ter acesso a clientes nas mais diversas partes do mundo, o que amplia exponencialmente seu potencial mercado consumidor.

A sua atuação exclusivamente através da internet acarreta, direta ou indiretamente, todas as demais bases de funcionamento, as quais são apresentadas e analisadas detidamente nos capítulos seguintes:

7.1 - USO DA CRIPTOGRAFIA E IDENTIDADES DIGITAIS COMO FORMAS DE DECLARAÇÃO DE CONSENTIMENTO

Criptografia é um dos instrumentos utilizados para assegurar privacidade, segurança e eficiência nas transações realizadas através da internet, pois permite que uma mensagem seja trocada entre o remetente e destinatário, sob o conhecimento de terceiras pessoas, sem que estas últimas consigam acessar o conteúdo da comunicação.

Criptografar é, em síntese, transformar a redação de um texto criado em linguagem inteligível (como, por exemplo, em idioma português) para uma linguagem composta por uma combinação de sinais, letras ou números só conhecida pelo destinatário.

A utilização desta forma de modificar a redação da mensagem, de uma linguagem inteligível a todos que venham a acessá-la, para outra que somente pode ser compreendida por quem tenha

conhecimento de como retornar a mensagem à linguagem original, não é nova.

Ao contrário, remonta ao Egito Antigo e ao Império Romano, e ganhou significativa utilização entre militares, como forma de permitir que trocassem informações sigilosas sem o perigo de que o conteúdo delas fosse acessado por pessoas indesejadas.

Durante a Segunda Guerra Mundial, os nazistas trocavam mensagens entre seus postos militares, mas estas informações estavam sujeitas a serem interceptadas e acessadas pelos países Aliados.

Assim, quando uma mensagem era enviada de um posto militar alemão para outro, o conteúdo da comunicação seria acessado por um terceiro "indesejável" (o espião aliado).

De forma a evitar que este "terceiro indesejável" tivesse conhecimento do conteúdo da informação trocada (de importância militar), os remetentes da mensagem a enviavam não em linguagem inteligível (como, por exemplo, o idioma alemão) mas, ao contrário, a remetiam por meio de caracteres que, a princípio, pareciam incompreensíveis aos aliados espiões.

Para isso, se valiam de aparelhos (o primeiro deles a denominada Enigma, já utilizada na década de 20) capazes exatamente de converter a mensagem, originalmente redigida no idioma alemão, para caracteres somente compreensíveis e decifráveis pelo destinatário, o qual tinha acesso à mesma máquina.

Tome como exemplo um texto redigido em um idioma conhecido do leitor (como, por exemplo, o português). Este mesmo texto pode ser redigido também em mandarim ou hebraico, idiomas bastante diferentes, em sua estrutura, do português.

Se o leitor não conhece estes idiomas (mandarim ou hebraico), a mensagem, antes compreensível (pois redigida em português), se torna, quanto ao seu conteúdo, inacessível. O leitor sabe da existência da mensagem, tem acesso ao seu conteúdo, mas não o compreende, pois, como dito, está redigido em uma linguagem que ele não conhece.

Para acessar o conteúdo da mensagem, será necessário convertê-la da linguagem incompreendida por ele (mandarim ou hebraico) para outra (o português), que é de sua compreensão. Esta conversão somente é possível por quem tenha conhecimento de ambos os idiomas e consiga converter (traduzir) todo o conteúdo da mensagem.

Imagine, porém, que a mensagem seja convertida em um "idioma" criado apenas para aquela transação específica ou que sua "tradução" somente seja conhecida por uma determinada pessoa, o destinatário da mensagem.

Neste caso, embora qualquer um possa saber da existência da mensagem e, eventualmente, até acessar seu conteúdo, este não é compreendido, pois redigido em uma linguagem somente traduzível pelo destinatário, que tem a "chave" para fazer a conversão.

Criptografar uma mensagem é escreve-la em uma linguagem desconhecida para terceiros e somente traduzível por aquele que tenha informações para converter a mensagem da linguagem ininteligível para uma linguagem inteligível.

Computadores permitem que qualquer tipo de informação digital, não apenas texto, possa ser convertido de uma linguagem inteligível para outra somente acessível a quem tenha conhecimento da forma de conversão.

Assim, a criptografia, originalmente usada para manter segredo de informações (como, por exemplo, referentes a operações militares) é usada atualmente também para permitir troca de informações ou valores entre pessoas de maneira segura e via internet, pois computadores permitem "encriptar" (codificar) qualquer tipo de informação digital, não apenas textos.

A atual criptografia segue a mesma lógica essencial, mas, agora, se utiliza de instrumentos diferentes para permitir que o remetente converta a mensagem enviada, bem como para viabilizar a restauração dela, à linguagem original, pelo destinatário.

A troca de mensagens codificadas, pela internet, exige, claro, que tanto o remetente quanto o destinatário sejam capazes de converter a linguagem original da mensagem para o código usado (codificação) quanto, também, de retornar a mensagem à linguagem original (decodificação).

Assim, criam-se “chaves” digitais que são, em essência, capazes de codificar e decodificar mensagens trocadas pela internet¹⁰⁵. A chave é pública quando de livre conhecimento por terceiros, e privada quando somente o usuário tem acesso a ela.

A chave pública é usada para o envio das informações, que, claro, estão criptografadas, ou seja, os dados estão protegidos e à prova de interceptação, até chegarem ao computador do destinatário.

Quando as informações chegam à máquina de destino é que o usuário/destinatário pode usar a chave privada. Ela é individual e é utilizada para decifrar os dados que chegaram.

A segurança da chave privada depende da dificuldade em decifrá-la. Deve ser, portanto, um conjunto de caracteres (números, letras ou símbolos) grande, aleatório e complexo, gerado por um algoritmo seguro de forma a acarretar grande energia e tempo

105 *“A criptografia pode ser de dois tipos: simétrica e assimétrica. Na simétrica, há uma mesma chave para cifrar [transformar em linguagem codificada] e decifrar [retornar à linguagem original] a mensagem, sendo chamada de criptografia de chave privada. O problema dela é que surge certa insegurança, pois os destinatários devem conhecer a chave que foi utilizada para cifrar a mensagem e, caso não sejam confiáveis, podem divulgá-la para terceiros ou até mesmo criar novas mensagens, como se o remetente fosse”. (...)*

Com esse mecanismo de criptografia assimétrica, como se verificou, permite-se manter o segredo de uma das chaves e decifrar a mensagem. Com a chave que decifra, não podem ser criadas mensagens como se o remetente fosse”. SOUZA. Wallace Fabricio Paiva. Blockchain e a captação pública de recursos. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020. Pg. 274/276)

para que seja decifrado sem acesso às “chaves” necessárias (o denominado *brute force attack*).

De forma a gerar credibilidade para este sistema, foram desenvolvidas entidades que se colocam como certificadoras destas chaves, conferindo confiança a quem se vale destas “assinaturas” ou “certificados” digitais.

No Brasil, a regulamentação do tema está sob a competência do Instituto Nacional de Tecnologia da Informação (ITI), que é uma Autarquia Federal (como a Comissão de Valores Mobiliários) vinculada à Casa Civil da Presidência da República.

Funcionam, a partir desta regulamentação, a Infraestrutura de Chaves Públicas do Brasil (ICP-Brasil) e as Autoridades Certificadoras de Chaves Públicas, entidades públicas ou privadas autorizadas a certificar a autenticidade de chaves públicas e privadas usadas para trocar informações ou valores através da internet.

Cada usuário interessado em se valer desta forma de autenticação nas trocas de informações ou valores, realizadas na internet, deve contratar uma ou mais Autoridades Certificadoras para, sob a confiança na operação desta última, receber um dispositivo que o permite autenticar (“assinar”) transações ou operações pela internet.

Chama-se *Token* o mecanismo que permite a cada usuário do sistema proteger as informações e transações que realiza, pois só permite o acesso a quem deseja e na forma como deseja. Como cada usuário tem o seu, fica mais difícil acessar o sistema.

O *Token* permite que cada usuário tenha sua própria forma de “codificar” mensagens¹⁰⁶ (ou melhor, informações) estas que somente serão acessadas por aquele que disponha do mecanismo de decodificação. É um dispositivo que gera senhas para que o usuário possa trocar mensagens com segurança quanto ao conteúdo e identidade do remetente.

106 *Cryptographic hashing* é o termo que identifica o método de transformação de uma grande quantidade de informação em números difíceis de serem imitados. Consiste na “codificação” da informação.

O uso destas mensagens criptografadas e meios de assinatura digital viabiliza a realização, pelos usuários dos serviços de *fintechs*, de contratação e, principalmente, declaração de consentimento sem a necessidade de assinaturas "de próprio punho", o que reduz os custos da realização segura e rápida de declarações de vontade através da internet.

7.2. – OS CONTRATOS "INTELIGENTES" (*SMART CONTRACTS*) E SUA UTILIZAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO E DE CRÉDITO

O termo *smart contracts* (contratos inteligentes) alcançou grande utilização tanto em textos técnicos quanto em linguagem coloquial e refere-se a determinadas relações contratuais celebradas e executadas através da internet.

Contratar com o uso da internet tornou-se uma prática comum à generalidade dos consumidores e empresas, independentemente do porte econômico ou setor de atividade.

Compra-se de tudo com o uso da internet e o isolamento social imposto, em 2020, pela pandemia da COVID 19, só fez acelerar a adoção desta forma de contratação.

Sites como *Mercado Livre*, *Amazon* e outros permitem que vendedores e compradores se "encontrem" na internet e negociem produtos de inúmeros tipos, valendo-se da credibilidade que estes *sites* têm no mercado para se assegurarem da validade do contrato e, principalmente, de que as mútuas prestações serão cumpridas.

Assim, quando alguém usa um aplicativo como o *Ifood* para comprar uma refeição em um restaurante, ou acessa o *Mercado Livre* para adquirir um brinquedo para o filho, há, sem dúvidas, uma contratação que se vale da internet como instrumento.

Este tipo de contrato, porém, não pode ser considerado um *smart contract*, pois, apesar da contratação ocorrer pela internet, cabe às partes a execução de suas respectivas prestações.

O comprador da refeição precisa, no aplicativo, efetuar o pagamento ao restaurante, que, em contrapartida, deve produzir o que foi adquirido e mandar entregá-lo no endereço indicado.

O mesmo ocorre na compra feita com o uso do *Mercado Livre*. O vendedor precisa enviar o produto, o que faz apenas após a realização, pelo comprador, do pagamento através do aplicativo.

Percebe-se, em ambos os casos (e inúmeros outros) que a execução do contrato depende, sempre, de uma efetiva conduta dos contratantes. O comprador precisa realizar o pagamento e o vendedor deve remeter a mercadoria.

A contratação é feita com o uso da internet, assim como a declaração de que ambos querem contratar (com o uso de senhas ou assinaturas digitais), mas a prestação depende de uma ação humana.

Similares são aquelas transações realizadas com o uso de máquinas de venda de salgados, doces ou refrigerantes. Nelas, o comprador precisa efetuar o cumprimento da prestação, que consiste em inserir o dinheiro na máquina. Não só a vontade de contratar é essencial, mas também a ação no sentido de executar a prestação contratual devida (pagar o preço do produto).

Nos contratos "inteligentes", a execução das prestações é efetivada sem qualquer ação ou omissão dos contratantes¹⁰⁷. Uma vez contratado, as partes têm a segurança de que as prestações assumidas serão efetuadas sem a necessidade de qualquer outra conduta humana¹⁰⁸.

107 "Contratos inteligentes são programas de computador que protegem, fazem cumprir e executam a liquidação de acordos registrados entre pessoas e organizações". TAPSCOTT. Don. TAPSCOTT. Alex. *Blockchain Revolution*. Editora Senai-SP. São Paulo. 2016. Pg. 139.

108 "Sob esta ótica, o smart contract é uma ideia mais sofisticada do que o mero protocolo de transação automático ou computadorizado, popularizado desde a década de 50 com as chamadas vending machines, máquinas automatizadas que fornecem itens como lanches, bebidas e cigarro para os consumidores após a inserção de dinheiro ou pagamento com cartão de crédito realizado diretamente no aparelho". (CAVALCANTI. Mariana Oliveira de Melo. NÓBREGA. Marcos. *Smart Contracts ou "contratos inteligentes": o direito na era da blockchain*. Revista Científica Disruptiva. Volume II. Número I. Jan-Jun 2020. 91-118. Pg. 96

Por isso, o termo mais adequado para denominar o chamado *smart contract* é, na verdade, *contrato autoexecutável*, uma vez que a prestação pactuada será implementada sem qualquer ação humana.

A diferença não está no modelo de relação contratual, mas na forma como são validadas as transações efetuadas e, em especial, no modo pelo qual são impostas as execuções das prestações estabelecidas pelas partes.



Está, portanto, na formalização e execução do contrato, não no tipo de relação contratual estabelecido. Não são novos modelos ou tipos contratuais. São formas novas execução de contratos.

Veja, por exemplo, o que ocorre nos aplicativos que permitem contratar, antecipadamente, o direito de estacionar em determinados locais (como shoppings, casas de espetáculos, etc.).

O usuário/cliente procura o prestador do serviço e adere sua vontade aos termos de uso dos estacionamentos. Há, portanto, a celebração do contrato, por livre manifestação tanto do usuário, quanto da prestadora do serviço.

O usuário/cliente cadastra, antecipadamente, o número do cartão de crédito no qual serão debitados os valores que forem devidos *se e quando* este mesmo usuário acessar os estacionamentos.

Surgida a necessidade ou vontade de estacionar em um dos locais oferecidos, o usuário acessa o estacionamento sem qualquer ação humana por parte do prestador do serviço, pois o acesso é liberado com simples leitura do dispositivo inserido no carro ou, no máximo, com a retirada de tickets.

Ao sair do estacionamento, o valor correspondente ao tempo de uso será debitado no cartão de crédito indicado, independentemente de qualquer ação ou omissão do usuário/cliente.

Percebe-se, neste caso, que a vontade e a conduta das partes é essencial à contratação do serviço, mas a prestação de ambas (permitir o acesso ao estacionamento e pagar pelo tempo de uso, respectivamente) são integralmente efetuadas sem ação humana¹⁰⁹.

Nas formas tradicionais de contratação, o cumprimento, a implementação fática do que está previsto, apenas de forma abstrata, no contrato, depende de ato do contratante ou de pessoa que atue em nome dele.

No contrato autoexecutável, implementação fática da prestação juridicamente estabelecida independe de conduta do contratante ou de qualquer outra pessoa. Sua vontade é essencial para a formação do contrato, mas não para o cumprimento do acordado, que será efetivado puramente por ação do mecanismo eletrônico no qual a contratação foi feita.

Isto fica ainda mais claro quando se analisa a negociação envolvendo criptomoedas, origem desta inovadora modalidade de execução de prestações contratuais.

Uma vez que as partes acessam o sistema de registro e transferência dos valores (*blockchain*) e declaram, digitalmente, que querem fazer a transferência, o próprio sistema vai implementar a operação, independentemente de qualquer outra ação humana.

109 Outro exemplo de contrato autoexecutável é o referente ao compartilhamento de veículos. Neles, o usuário do serviço (locatário do carro), ao abrir o veículo e dar a partida, já provoca a cobrança, no cartão de crédito indicado ao locador dos veículos, do valor devido pela utilização do carro. RASKIN. Max. *The Law and Legality of Smart Contracts*, 1 GEO. L. TECH. REV. 305, 306 (2017).

No caso das criptomoedas, a forma de execução das prestações contratuais ganha um novo aspecto, ainda mais inovador, que é a dispensa deste intermediário que garante a confiança das partes na transação estabelecida.

Isto porque o uso de tecnologia P2P – como o sistema *blockchain*, por exemplo – faz com que seja dispensável a participação de instituições como Certificadores de Assinaturas Digitais, *sites* de compras, corretoras, etc¹¹⁰.

A principal vantagem apontada nos “smart contracts”, em relação às formas tradicionais de execução contratual, está na redução do chamado “hold up”, que pode ser compreendido como o descumprimento “eficiente” do contrato.

Negociar os termos de um contrato demanda custos financeiros e de tempo. Por isso, há um momento no qual a negociação se interrompe, dado que estes custos se tornam maiores do que o benefício de se antever a solução para determinado evento possa comprometer a execução das prestações contratuais¹¹¹.

Em virtude destes custos de negociação e da absoluta impossibilidade de se prever todas as possibilidades¹¹², o contrato não contém soluções antecipadas para todas as eventuais causas

110 *Smart contracts* são validados e executados de forma descentralizada, via tecnologia P2P, o que impede sua alteração unilateral e, mais do que isso, garante sua execução, reduzindo os riscos e aumentando a confiança. (PRINZ, Wolfgang, SCHULTE, Axel. T. Ed. *Blockchain and smart contracts. Technologies, research issues and applications*. Fraunhofer-Gesellschaft. Disponível em www.luk.fraunhofer.de. pg. 30/31)

111 Dois contratantes estão negociando a construção de uma grande obra imobiliária e, a certa altura das negociações, um deles levanta a dúvida: e se houver um ataque alienígena contra o prédio em construção, quem será responsável por continuar a obra? A hipótese, que parece absurda – e, na verdade, o é – demonstra que há um momento em que os custos de se prever solução para um determinado evento que comprometa o cumprimento do contrato é maior do que os benefícios, que envolvem o risco – possibilidade – de sua ocorrência. Simplesmente as partes confiam que tal evento não vá ocorrer e, na hipótese remotíssima de seu acontecimento, deixam que a solução seja dada – por eles próprios, em negociação posterior, ou pelo Judiciário – após o problema.

112 Antes de 2020, quantos contratantes poderiam imaginar que uma Pandemia viral pudesse atingir todo o planeta e causar inúmeras dificuldades no cumprimento das mais variadas prestações contratuais?

de seu descumprimento. Ficam, portanto, lacunas, que, se confia, serão solucionadas "ex post", ou seja, após sua ocorrência.

Dadas estas lacunas, é possível que, em determinada situação, descumprir ou ameaçar descumprir um contrato seja mais eficiente, para uma das partes, do que cumprir o que foi originalmente contratado¹¹³.

Este *descumprimento oportunista do contrato* ("hold up") decorre da apontada incompletude contratual, dos custos necessários à obtenção de uma solução "ex post" no Poder Judiciário e da ocorrência dos chamados investimentos "refêns"¹¹⁴.

Investimentos "refêns" são os custos nos quais uma das partes incorre para viabilizar o cumprimento de sua prestação contratual e que, em caso de descumprimento, pela outra parte, de sua respectiva prestação, não serão recuperados¹¹⁵.

113 Juliana Krueger Pela cita vários exemplos de situações nas quais é, para um dos contratantes, mais eficiente descumprir o contrato do que efetivar a prestação devida: "A mesma pergunta caberia no âmbito de contratos de venda futura de soja, celebrados por produtores para o financiamento da safra. No momento da entrega, o preço da soja no mercado spot sobe, tornando-se maior que o preço previamente acordado com as contrapartes adquirentes na compra e venda futura. Os produtores então, deliberadamente descumprem o contrato". PELA, Juliana Krueger. "Inadimplemento Eficiente (*efficient breach*) nos contratos empresariais". *Cadernos do Programa de Pós Graduação. Direito/UFRGS*. Volume. 11. N. 2. 2016. Pg. 78.

114 É o exemplo de Fernando Araújo (ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica do Contrato*. Ed. Almedina. Coimbra. 2007. Pg. 635): Um marceneiro incorre antecipadamente em despesas para fazer móveis "sob medida" para um apartamento. Após feitas as despesas e já iniciados os móveis, o proprietário ameaça não pagar, se valendo da circunstância de que o marceneiro, agora, já arcou com despesas que não poderá ver reembolsadas, já que não tem como utilizar os móveis em outro apartamento. Neste caso, a incompletude do contrato (que poderia, por exemplo, conter uma cláusula de antecipação destas despesas, pelo proprietário do apartamento) leva à opção, para o proprietário, de que descumprir o pactuado pode acarretar, para ele, uma vantagem em relação ao seu cumprimento.

115 ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica do Contrato*. Ob. Cit. Pg. 642).

Em 2004, ganhou notoriedade o caso envolvendo o cantor Zeca Pagodinho e duas marcas então nacionalmente conhecidas de cerveja, a Nova Schin e a Brahma.

Em rápida síntese, tem-se que o cantor participou de uma campanha publicitária para a Cerveja Nova Schin pelo cachê um milhão de reais.

A concorrente Brahma, posteriormente, ofereceu ao artista valor três vezes maior para que o cantor descumprisse o contrato anteriormente firmado com a Nova Schin e estrelasse, em favor da Brahma, uma nova campanha publicitária na qual ressaltaria o valor desta última, como produto, em relação à primeira.

Esta situação teve vários desdobramentos e longa discussão judicial mas revela, no fundo, que as lacunas contratuais, custos financeiros e de oportunidade na obtenção de uma solução judicial e a realização de investimentos reféns abrem a possibilidade de que, para uma das partes, descumprir um contrato se mostre mais eficiente do que implementar a prestação originalmente acertada. <https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u82653.shtml>. Consultado em 01/06/2021.

Os *smart contracts* representam eficientes soluções para evitar tanto a ocorrência de investimentos "reféns" – e o possível descumprimento *oportunistamente* do contrato – quanto os custos que uma busca por reparação, no Poder Judiciário, acarretam.

Nos *smart contracts*, a alocação dos custos prévios à execução da contratação é definida e protegida pelo sistema eletrônico no qual a negociação se efetiva.

Uma vez contratado, não há mais como conter o cumprimento do que foi pactuado, já que este cumprimento se dará independentemente de qualquer ato dos contratantes.

Por outro lado, em caso de dúvida quanto à adequação do negócio às regras fixadas pelo próprio funcionamento da

plataforma de execução das prestações, esta última já contém, previamente, regras de solução da questão, as quais também serão estabelecidas e aplicadas independentemente da vontade ou conduta das partes.¹¹⁶

Neste sentido, o próprio mecanismo eletrônico de contratação contém as regras da negociação e afere a aplicabilidade dos termos contratuais com relação à sua validade, causas de execução de não cumprimento.

As expressões *"judge as a service"* e "juiz eletrônico" são usadas para identificar esta mediação das eventuais situações conflituosas não pelo Poder Judiciário, mas pelo próprio sistema de negociação¹¹⁷.

São características fundamentais dos smart contracts, ou contratos autoexecutáveis:

a) os termos contratuais são padronizados, para facilitar a adesão da vontade dos contratantes. Em certos casos, há algum espaço para negociação eletrônica, mas apenas quanto a preço e forma de pagamento, não sobre outros pontos da contratação

b) a declaração da vontade de contratar é implementada eletronicamente, por meio de senha, biometria ou assinatura digital. O contrato é celebrado por via eletrônica, não presencial.

116 Segundo Nick Szabo, considerado o grande "arquiteto" da ideia dos smart Contracts, *"um contrato inteligente é um protocolo de transação informatizado, que executa os termos de um contrato. Os objetivos gerais do projeto de contratos inteligentes devem satisfazer às condições contratuais comuns (como condições de pagamento, garantias, confidencialidade e até mesmo execução), para minimizar exceções tanto maliciosas como acidentais, e minimizar a necessidade de intermediários de confiança."* TAPSCOTT. Don. TAPSCOTT. Alex. *Blockchain Revolution*. Ob. Cit. Pg. 140.

117 *Smart contracts* são pensados para dispensar a necessidade de imposição judicial da prestação. WERBACH. Kevin. CORNELL. Nicolas. *Contracts "ex machina"*. Duke Law Journal. Vol. 67. Pg. 313 a 382. 2017.

c) as prestações são totalmente executadas não por ato dos contratantes, mas por ação dos mecanismos eletrônicos de contratação, que podem ser centralizados em um intermediário confiável ou descentralizados (quando se usa um sistema blockchain, por exemplo).

d) os eventos que possam ocasionar desfazimento do contrato são fixados no contrato e são aferidos pelo mecanismo eletrônico de imposição da prestação. Ele próprio verifica se há motivo para resolução do contrato.

e) as regras não obedecem à territorialidade dos países, e sim ao que foi estabelecido pelo mecanismo eletrônico de negociação.

7.3 - ARRANJOS E INSTITUIÇÕES DE PAGAMENTO

Ainda em 1982 o cientista da computação americano David Chaum escreveu o seminal artigo intitulado *Blind Signatures for untraceable payments*¹¹⁸ (algo como “assinaturas cegas para pagamentos não rastreáveis”) no qual lançava, entre outras, a ideia de um sistema (ou, como se verá mais à frente, “arranjo”) para permitir rápidos e seguros pagamentos e transferências de recursos financeiros através de computadores interconectados (a então incipiente internet) e sem necessidade de utilização do sistema bancário.

Seu objetivo central era, portanto, permitir a troca de moeda entre pessoas fisicamente ausentes (até mesmo em países diferentes), exclusivamente através de computadores e sem necessidade de utilização do sistema bancário.

Para isso, era fundamental que tal sistema (ou arranjo) fosse, a um só tempo, rápido e seguro, tanto quanto à certeza de que os recursos seriam efetiva e corretamente transferidos quanto à privacidade dos dados da transação e das pessoas envolvidas.

118 CHAUM, David. *Blind Signatures for untraceable payments*. Disponível em: <http://www.hit.bme.hu/~buttyan/courses/BMEVIHIM219/2009/Chaum.BlindSigForPayment.1982.PDF>. Consultado em 30 de Abril de 2021.

A solução proposta por ele foi, em síntese, a adoção da *criptografia*, que permite criar assinaturas - ou chaves - seguras a serem usadas para formalizar atos unilaterais de vontade (como, por exemplo, a transferência de dinheiro) implementados com o uso de computadores.

Se, no mundo físico, a assinatura "de próprio punho" representa, em princípio, manifestação da vontade livre de quem assina, o mesmo se daria, no mundo da internet, com a utilização de informações criptografadas, as chamadas "assinaturas digitais".

Vale salientar que, em essência, não é algo tão diferente das senhas compostas de letras e/ou números largamente utilizadas não só para transações bancárias, mas também em *sites* de compras, redes sociais e até para fins de cumprimento de obrigações tributárias.

Este sistema de transferência de recursos financeiros foi originalmente conhecido como *dinheiro virtual* e Chaum, a partir de sua ideia, criou, em 1989, a *Digicash*, considerada uma das primeiras instituições destinadas a viabilizar a transferência de recursos financeiros e realização de pagamentos, pela internet, sem necessidade de uso do sistema bancário.

As ideias lançadas por Chaum apontavam, a um só tempo, para o já referido sistema de transferência de recursos como, também, para a criação de uma nova espécie de moeda. Embora sejam fortemente relacionados, tais criações não podem ser confundidas.

O então chamado *dinheiro virtual* era, em síntese, uma forma, um procedimento ou mecanismo de transferência de riqueza, e não um novo ativo financeiro a ser transferido. Não se tratava de uma nova espécie de moeda, mas de um novo modo de transferir riqueza (quantificada ou não em moeda estatal) com o uso da internet e sem o emprego do sistema bancário.

Além disso, Chaum e a *Digicash* caminharam também, paralelamente, no sentido de sugerir a criação de um novo ativo financeiro, que desempenharia o papel, na economia, das moedas emitidas pelos diferentes Estados nacionais.

A partir daí se conceberam, posteriormente, tanto instituições destinadas a servir como intermediárias na transferência *online* de recursos financeiros (como Pay Pal, PagSeguro, etc.) quanto propostas de novas moedas (denominadas criptomoedas) e sistemas destinados a garantir a rápida e segura transferência de ativos financeiros (o *blockchain*, por exemplo)¹¹⁹.

O termo *dinheiro virtual* passou, depois, a ser confundido com as próprias criptomoedas, enquanto o termo *arranjo de pagamentos* passou a designar o próprio sistema destinado a transferência de ativos financeiros.

Já as instituições dedicadas a prover o serviço de arranjo de pagamentos para transferência de moeda (estatal ou não) são, atualmente, denominadas Instituições de Pagamento (IP's).

Arranjos e Instituições de Pagamento desempenham, atualmente, enorme papel como instrumentos e agentes econômicos destinados permitir a realização de transferência de moeda e realização de pagamentos através da internet sem, vale repetir, a atuação de instituições financeiras públicas ou privadas.

Em operações de compra e venda de bens ou serviços, especialmente nas quais o destinatário final destes produtos é comprador (aquisição para uso ou consumo), há a troca direta de moeda pelo bem ou serviço desejado.

O vendedor do produto ou prestador do serviço cumpre sua prestação e, em troca, recebe, em moeda, do comprador, o pagamento do preço.

Esta forma de negociação apresenta, porém, alguns elementos que a tornam particularmente imperfeita.

Primeiramente, há a necessidade de que o comprador disponha, em moeda, do numerário necessário ao pagamento, o que, por questões de dificuldade de transporte e, principalmente, segurança, expõe a transação a riscos.

119 O sistema de armazenamento e transferência de ativos pensado por Chaum deu origem, entre outras, à concepção do *blockchain*, enquanto a *Digicash* inspirou instituições como o Pay Pal. Já a ideia de uma nova moeda foi, posteriormente, implementada com a criação do *bitcoin*, *ethereum*, *litcoin* e várias outras.

Por outro lado, o comprador necessita de disponibilidade imediata do valor correspondente ao produto ou serviço adquirido, ou seja, não há crédito nesta relação, o que, como já visto, diminui a capacidade de aquisição de bens ou serviços.

Para que haja crédito é indispensável, também como já salientado, a confiança na capacidade de pagamento do comprador, reduzindo o risco de inadimplência.

Para resolver estes dois problemas (dificuldade de transporte de moeda e falta de crédito) se desenvolveram, no mercado, instituições dispostas a funcionar, a um só tempo, como fornecedora de crédito para o comprador e garantidora de pagamento para os vendedores.

Estas instituições financiam o comprador (claro, com a obrigação deste de, em data futura, reembolsar o valor, sob pena de juros) e, ao mesmo tempo, assumem para si o risco de inadimplência, retirando-o do vendedor.

A mais consolidada destas instituições são as operadoras de cartões de crédito¹²⁰.

Nelas, o usuário do cartão dispõe de capacidade de compra para pagamento futuro e, ao mesmo tempo que quita sua dívida

120 "Segundo a Associação Brasileira das Empresas de Cartão de Crédito e Serviços (2011), a ideia do cartão de crédito surgiu quando três amigos executivos jantavam em um restaurante em Nova York, no ano de 1950: o empresário Alfred Bloomingdale e os advogados Frank MacNamara e Ralph Schneider. No momento de pagar a conta, todos perceberam que estavam sem dinheiro ou talão de cheques. Depois de muita conversa como proprietário do restaurante, este permitiu receber o pagamento da conta em outro dia. Frank teve a ideia de anotar o valor e assinar um de seus cartões de visitas e deixar como garantia de que voltaria ao estabelecimento para pagar na próxima oportunidade. Isso pode ser considerado o ponto de partida para a criação do Instituto do Cartão de Crédito e dos benefícios oferecidos a usuários e operadoras financeiras de cartões. O advogado criou o Diners Club Internacional, que distribuía cartões de crédito, mas só para os clientes que os donos dos estabelecimentos acreditavam ter condições de manter as contas em dia. O cartão era feito de papel e usado por um grupo restrito de 200 pessoas, na maioria, conhecidos de MacNamara". LEÃO. Luana Barretos. SOTTO. Eder Carlos Salazar. A evolução dos meios de pagamento. <https://revista.fatectq.edu.br/index.php/interfacetecnologica/article/view/610/346>. Consulta em 30 de Abril de 2021.

com o vendedor do produto ou serviço, torna-se devedor da operadora do serviço de cartão.

Assim, o vendedor do produto ou serviço aliena o risco de não receber o pagamento, ao mesmo tempo que o comprador tem a possibilidade de aquisição imediata para pagamento no futuro (crédito).

A operadora do cartão coloca-se, portanto, como intermediária em uma operação que, em princípio, dispensaria tal participação, posto que realizada diretamente em favor do destinatário final do produto ou serviço.

Porém, sua atuação traz ganhos para o vendedor (fim do risco de inadimplemento), para o comprador (uso presente de recursos financeiros futuros) e para ela própria, na medida que sua atuação é remunerada tanto pelo vendedor dos produtos (que paga um percentual do valor de venda à operadora do cartão) quanto pelo comprador (na forma de mensalidades ou anuidades que lhe são cobradas, em troca do direito ao uso do cartão).

A utilização deste meio de pagamento não é obrigatória nem para o vendedor nem para o comprador.



Os estabelecimentos empresariais vendedores de produtos ou serviços devem ser credenciados pela operadora do serviço de cartão, enquanto o consumidor deve, previamente, concordar com

o recebimento do cartão e sua utilização como meio de pagamento e obtenção de crédito.

Mensalmente, o usuário do serviço receberá, na forma de fatura ou extrato, a informação das compras que realizou, no período, com o uso do serviço de cartão de crédito e deverá quitá-las, em moeda ou depósito em conta corrente, sob pena de incorrer em juros moratórios (decorrentes do atraso na quitação da fatura) cobrados pela operadora.

A responsabilidade pelo eventual lançamento de débitos fraudulentos ou adulterados é da instituição operadora do cartão (art. 42 parágrafo único da Lei n. 8078/1990, o chamado Código de Defesa do Consumidor).

Com a massificação das compras e vendas através da internet, outras formas de pagamento foram desenvolvidas e aprimoradas, bem como instituições dedicadas à esta intermediação.

Trata-se das denominadas *Instituições de Pagamento* (IP's), as quais atuam exclusivamente como intermediárias em operações realizadas através da internet e com o objetivo de garantir rápida e segura transferência de valores, especialmente para fins de quitação entre comprador e vendedor.

Estas instituições se propõem a viabilizar que o vendedor do produto ou serviço receba, de maneira segura e rápida, através da internet, o pagamento realizado pelo comprador e, ao mesmo tempo, asseguram ao comprador a possibilidade de, após moderação da instituição e contato com o vendedor, restituição do valor pago, em caso de não recebimento da mercadoria ou serviço adquirido.

Assim, estas Instituições de Pagamento dispensam o uso de moeda física e a necessidade de acesso ao sistema bancário, ao mesmo tempo que viabilizam transferências de valores entre pessoas fisicamente ausentes (até mesmo em países ou continentes diferentes).

Por outro lado, estas instituições não podem, em princípio, realizar o serviço de financiamento do comprador, ou seja, não há fornecimento de crédito. O vendedor recebe o pagamento às

custas dos recursos financeiros do comprador, os quais precisam estar disponíveis no momento da transferência¹²¹.

A princípio, estas IP's se propõem, "apenas", a ser instrumentos que permitem aos destinatários finais realizarem pagamentos por bens e serviços que venham a adquirir, principalmente na internet, com a segurança de que os mesmos chegarão aos vendedores¹²².

É uma maneira de permitir a troca de dinheiro por bens ou serviços, realizada entre o destinatário final destes bens ou serviços e o seu vendedor, mas com a participação de um *terceiro confiável*, que estabelece regras para a realização da transferência do dinheiro (como prazo e forma de quitação, maneira de formalizar a vontade do usuário final de realizar a compra) de modo a garantir confiança tanto ao vendedor (reduzindo o risco de inadimplemento) quanto ao usuário final (certeza de que pode realizar os pagamentos com segurança).

Estas Instituições de Pagamento (como *Pay Pal*, *PagSeguro* e várias outras) não são tipificadas como instituições financeiras (Lei n. 4. 595/1964) e, por isso, não podem, por exemplo, realizar captação pública de depósitos e, muito menos, usar o dinheiro dos usuários para fins de financiamento de suas próprias operações.

121 Esta restrição é, porém, contornada na medida que o usuário do serviço da Instituição de Pagamento pode realizar a quitação utilizando-se de um cartão de crédito. Além dos cartões de crédito, a plataforma também pode ser integrada a contas bancárias e, assim, viabilizar pagamentos em débito automático - desde que a instituição bancária seja conveniada ao sistema.

122 Com o avanço em suas operações, muitas destas Instituições de Pagamento se associam a instituições financeiras para, com isso, conseguir ampliar o leque de produtos ou serviços oferecidos, com a inclusão, por exemplo, de fornecimento de crédito e recebimento de depósitos.



O WhatsApp, originalmente aplicativo destinado a troca de mensagens, ampliou seus serviços e, a partir de 2021, passou a funcionar como instrumento para realização de pagamentos.

<https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/whatsapp-pay-comeca-a-funcionar-veja-11-respostas-sobre-como-fazer-pagamentos-pelo-app/>

Entretanto, a legislação brasileira (Lei n. 12.865/2013) cuidou de disciplinar os aspectos fundamentais do assunto, enquanto o Banco Central do Brasil, instituição regulamentadora do sistema financeiro em geral, estabeleceu detalhadas regras para a atuação destes sistemas e pessoas jurídicas.

Esta regulamentação tem vários objetivos, como a fiscalização sobre a eventual origem ilícita de recursos financeiros (a chamada "lavagem de dinheiro") e a possível sonegação de tributos (evasão fiscal).

Por outro lado, tais normas se prestam também a proteger a privacidade dos dados dos usuários do sistema e a confiança neste mercado, de forma a conferir solidez a tais transações.

Como dito, a regulação do assunto é, em seus aspectos fundamentais, estabelecida pela Lei n. 12.865/2013, regulamentada pelo Banco Central do Brasil e sistematizada pelo Sistema Brasileiro de Pagamentos (SBP).

A Lei n. 12.865/2013 traz, em seu artigo 6º, as definições básicas necessárias à compreensão não só das normas que cuidam do tema, mas dos próprios agentes que participam destas operações. São elas:

Arranjo de pagamento: é o conjunto de *regras e procedimentos* que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público, aceito por mais de um recebedor, mediante acesso direto pelos usuários finais, pagadores e recebedores.

São exemplos de *arranjos de pagamento* os procedimentos estabelecidos para realizar compras com cartões de crédito, débito e pré-pago, seja em moeda nacional ou em moeda estrangeira, bem como aqueles criados por Instituições de Pagamento para realização de pagamentos ou transferência de recursos financeiros com sua intermediação.

O *arranjo de pagamentos* não é um agente ou uma coisa, mas um conjunto de procedimentos criados para permitir a realização de transferência de dinheiro ou pagamentos através da internet.

Alguns tipos de *arranjos de pagamentos* não estão sujeitos à regulamentação do Banco Central do Brasil, tais como os cartões emitidos por grandes varejistas e que só podem ser usados no estabelecimento que o emitiu ou em redes conveniadas.

Também não são sujeitos à supervisão do Banco Central do Brasil, nem dependem de sua autorização para funcionamento, os *arranjos de pagamento* de serviços públicos (como provisão de água, energia elétrica e gás) ou carregamento de cartões pré-pagos de bilhete de transporte, bem como os cartões de vale-refeição e vale-alimentação¹²³.

Instituidor de arranjo de pagamento - É a *pessoa jurídica* responsável pela criação do *arranjo de pagamento* e, quando for o caso, pelo uso da marca associada ao arranjo.

São exemplos de instituidoras de arranjos de pagamentos as operadoras de cartão de crédito. A elas cabe o papel de organizar e criar regras para o funcionamento do arranjo, observada a regulamentação do Banco Central do Brasil, o qual é, ele próprio, também instituidor de arranjos de pagamento (TED, DOC e PIX).

¹²³ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/arranjospagamento>. Consulta em 23/01/24

O arranjo de pagamentos criado pela instituidora deve ser submetido à prévia autorização do Banco Central, excetuados os casos quando o instituidor for ente governamental ou quando for arranjo fechado¹²⁴ instituído por banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial, caixa econômica, cooperativa singular de crédito e sociedade de crédito, financiamento e investimento.

Instituições de pagamento (IP): são *peças jurídicas* não financeiras que executam os serviços de pagamento no âmbito do *arranjo* e que são responsáveis pelo relacionamento com os usuários finais do serviço de pagamento. Suas atividades estão descritas pelo art. 6º, III da Lei n. 13.865/ e envolvem, em síntese, a execução dos procedimentos de pagamento previstos pelo arranjo aprovado.

O Banco Central do Brasil identifica três tipos de Instituições de Pagamento, para fins de regulação. São elas:

1 – emissor de moeda eletrônica: gerencia conta de pagamento pré-paga, ou seja, na qual os recursos a serem utilizados pela pessoa que realiza a transação devem estar depositados previamente. São exemplos: emissores de cartões de vale-refeição e cartões pré-pagos, em moeda nacional.

2 – Emissor de instrumento de pagamento pós-pago: gerencia conta de pagamento pós-paga, ou seja, a quitação dos débitos assumidos pelo usuário se dá posteriormente à sua constituição. São exemplos: instituições não financeiras emissoras de cartões de crédito.

3 – Credenciador: não gerencia contas de pagamento, mas é responsável por habilitar estabelecimentos comerciais para aceitação de um determinado instrumento de pagamento, como cartões de crédito. Exemplos: instituições que assinam contrato

124 Um *arranjo de pagamento* é considerado *fechado* quando as atividades de emissão e credenciamento são realizadas pela mesma empresa que instituiu o *arranjo* (ou por empresas do mesmo grupo de controle).

com o estabelecimento comercial para aceitação do cartão de pagamento¹²⁵.

A Instituição de Pagamento pode cobrar tarifas, observando as mesmas regras aplicáveis às instituições financeiras em relação à transparência na contratação de serviços, como a prestação de informações necessárias à livre escolha e tomada de decisão por parte do usuário.

A Lei nº 12.865/2013, veda expressamente que Instituições de Pagamento realizem atividades privativas de instituições financeiras, como a concessão de crédito e a gestão de uma conta corrente bancária. Destinam-se estritamente a permitir a transferência de valores para fins de pagamento por bens e serviços ou movimentação de recursos financeiros dos usuários.

Estas Instituições de Pagamento também não podem se valer dos recursos de seus usuários para fornecimento de crédito a terceiros, como estão autorizadas as Instituições Financeiras. Sua atuação está, portanto, relacionada à transferência de valores e realização de pagamentos, não sendo permitida a elas a captação pública de poupança para recolocação, na forma de empréstimos, no mercado.

O termo *Serviço de pagamento* identifica as funcionalidades oferecidas, ao usuário final, pelas *Instituições de Pagamento*, dentro do respectivo *arranjo*, tais como serviço de compra a crédito ou débito, pagamento de assinaturas de serviços e mesmo saque de dinheiro à conta do cartão de crédito.

Os *serviços de pagamento* oferecidos podem envolver aporte e saque de recursos, emissão de instrumento de pagamento, gestão de uma conta que sirva para realizar pagamentos, credenciamento para aceitação de um instrumento de pagamento e remessa de fundos, dentre outras listadas no inciso III do art. 6º da Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013.

125 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/instpagamento.asp?frame=1>. Consulta em 03 de Maio de 2021. É importante salientar que uma mesma instituição pode desempenhar, ao mesmo tempo, mais de uma destas funções acima descritas.

Instrumento de pagamento é, por sua vez, a "ferramenta" (física ou eletrônica) que permite ao usuário dos serviços das Instituições de Pagamento efetivar transações. Pode ser um cartão magnético, um aplicativo, um conjunto de senhas numéricas ou *token*, por exemplo.

Por fim, é necessário identificar também a chamada *conta de pagamento*, que consiste no *registro individualizado de todas as transações* realizadas, em nome do usuário final, dentro do arranjo de pagamentos. Esta *conta de pagamento* pode funcionar na modalidade pré-paga ou pós-paga.

Na forma pré-paga, o usuário efetua um aporte financeiro inicial para, dentro deste limite, valer-se dos serviços oferecidos pela Instituição de Pagamento.

Já na forma pós-paga, a Instituição de Pagamento estabelece limites dentro dos quais o usuário pode usar, temporariamente, crédito provisionado pela própria Instituição, como no caso dos cartões de crédito.

A conta de pagamento não se confunde com conta corrente bancária, mas nada impede que uma mesma pessoa seja titular das duas formas de relacionamento com uma mesma instituição.

7.4 - UTILIZAÇÃO E PROCESSAMENTO EM MASSA DE DADOS PARA ORIENTAÇÃO DE DECISÕES NO MERCADO DE CRÉDITO: DATA SCIENCE

A capacidade de produção, armazenamento e processamento de informações cresceu de maneira vertiginosa nas primeiras duas décadas do Século XXI¹²⁶.

¹²⁶ "As a matter of fact, the volume of data is growing fast at such unprecedented rate that we just can't use the old decimal point system. Nowadays, US agencies like the FBI and NSA are now using yottabytes, in computing their data volumes. In the next couple of years, we might start using brontobytes to refer to sensor data. Basically, new terms are being coined to refer to the volume of data that is projected to be generated in the future.

Reznor, Eliot P. *Fintech: Hacking, Blockchain, Big Data, Cryptocurrency* (Financial Technology, Smart Contracts, Digital Banking, Internet Technology) (pp. 173-174).

O termo *Big Data* passou a ser usado para identificar este novo axioma, segundo o qual a quantidade de informações disponíveis, sobre uma determinada realidade, ultrapassa em muito a capacidade humana de armazenamento e processamento.

As características fundamentais do Big Data são condensadas na corrente referência aos chamados 7 V's (originalmente eram três, passaram a cinco)

- Volume – se refere à quantidade de dados disponíveis, hoje mensurados em Geopbytes (correspondente a 10 elevado a 30 bytes)
- Velocidade – rapidez na apreensão e processamento destes dados
- Variedade – capacidade de acesso a dados disponibilizados em diferentes formatos, não apenas em textos ou números.
- Veracidade – poder de aferir a credibilidade e pertinência dos dados em relação à realidade dos fatos.
- Variabilidade – capacidade de interpretação dos dados conforme o contexto no qual estão inseridos.
- Visualização – capacidade de disponibilização dos dados obtidos e processados em formato de fácil compreensão.
- Valor – poder de orientar decisões e comportamentos a partir dos dados que são obtidos, de forma a maximizar os resultados visados pelo tomador da decisão.

Além disso, *Softwares* ditos robôs são capazes de processar um número gigantesco de dados sobre uma situação, e, a partir destas informações, indicar possíveis consequências e fazer prognósticos, o que orienta a tomada de decisões em áreas tão díspares que vão desde a medicina¹²⁷ até o mercado financeiro e de crédito.

EPR Publishing. Edição do Kindle.

127 SANTOS. Hellen Geremias dos. NASCIMENTO. Carla Ferreira do. IZBICKI. Rafael.

O impacto desta quantidade de informações destinadas à orientação e formação de decisões é variado e imenso, mas podem ser considerados três aspectos fundamentais¹²⁸:

1 – “amostras” de informações serão substituídas pelos dados TOTAIS referentes aos fenômenos analisados, pois os dados serão acessíveis rapidamente. Pesquisas por aproximação da realidade (como pesquisas de opinião) serão substituídas pelo conhecimento de todos os dados

2 – capacidade de conhecer “erros menores” da realidade. Com mais dados, o conhecimento da realidade se torna mais completo e não precisamos mais lidar apenas com grandes variáveis (ou erros)

3 - maior capacidade de prever problemas e, através de correlações entre dados, encontrar formas de lidar com este problema

Além disso, esta gigantesca quantidade de decisões alimenta *softwares* que, com o uso de inteligência artificial¹²⁹, são capazes de auxiliar em vários, aspectos, sistematizados em quatro grandes campos:

Análise preditiva – capacidade de, a partir do conhecimento dos dados da atualidade, indicar consequências futuras. Capacidade, por exemplo, de prever o futuro da economia do país com base nos dados atuais.

DUARTE. Yeda Aparecida de Oliveira. CHIAVEGATTO FILHO. Alexandre dias Porto *Machine learning para análises preditivas em saúde: exemplo de aplicação para prever óbito em idosos de São Paulo*. Brasil. Disponível em: <https://www.scielo.org/pdf/csp/2019.v35n7/e00050818>. Site consultado em 15/05/2021.

128 MAYER-SCHONBERGER. Viktor. CUKIER. Kenneth. *Big Data*. First Mariner Book Edition. New York. 2014. HMH Books. Edição do Kindle.

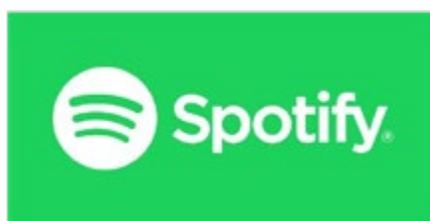
129 *The various definitions of artificial intelligence can be summarized as follows: “machines equipped with human intelligence capable of understanding human judgment, behavior, and cognition”. Intelligence is said to be “the ability to apply prior knowledge and experience to achieve challenging new tasks.”* Minsoo Kang; Eunsoo Choi (2021-03-15T22:58:59). *Machine Learning: Concepts, Tools And Data Visualization* World Scientific Publishing Company. Edição do Kindle.

Análise prescritiva – indicam as consequências futura de uma decisão presente. Indicam, por exemplo, quais as consequências futuras de um determinado investimento.

Análise descritiva – fornecem informações detalhadas sobre a realidade atual para auxiliar a tomada de decisões. Permite um conhecimento extremamente detalhado do mercado financeiro.

Análise diagnóstica – permite encontrar soluções para problemas em uma determinada realidade. Permite, por exemplo, que sejam detectadas falhas no sistema produtivo de uma determinada empresa.

A lógica por trás desta quantidade imensa de dados indica que, quanto mais informações, maior conhecimento dos fatos e melhor capacidade de avaliar custos e benefícios de decisões, as quais são tomadas com maior conhecimento da realidade e, portanto, têm mais chance de serem acertadas, em relação ao seu propósito.



Aplicativos como *Amazon*, *Spotify* e *Instagram* são capazes de, a partir das escolhas realizadas pelos usuários, dentro de seus sistemas, identificar preferências e, com o uso de algoritmos, oferecer sugestões de conteúdo que sejam similares às escolhas feitas pelo usuário.

Isto é possível com a combinação de informações – prestadas pelos próprios usuários, ao acessar conteúdos – e o uso de instrumentos de inteligência artificial, que, a partir de algoritmos, são capazes de combinar as informações disponíveis, de forma a definir preferências e, a partir delas, fazer sugestões de conteúdo.

As *fintechs*, que operam exclusivamente na internet, se valem desta gigantesca quantidade de dados, além da capacidade de processamento, para melhor conhecer os perfis de seus clientes e, a partir de então, propor soluções.

Especificamente sobre o mercado de crédito, o acesso a dados (e conseqüentemente, informações) sobre os contratantes reduz, como bem salientam Alexandre Assumpção e Lucas Lima e Silva¹³⁰, a assimetria informacional existente entre o mutuante e o mutuário, corrigindo incertezas quanto à capacidade de pagamento deste último.

O banco com o qual um cliente (e possível tomador de crédito) tem relacionamento dispõe, em razão deste histórico, de um significativo grau de informação sobre a situação patrimonial e capacidade de pagamento desta pessoa.

Em razão disso, os autores citados salientam, com razão, que o banco em questão se torna, neste sentido, monopolista da informação sobre a realidade financeira de seus clientes, o que o torna, em consequência, o único capaz, entre todos os ofertantes de crédito, de mensurar riscos com relativa segurança.

Enquanto outros fornecedores de crédito no mercado estão, em relação aos clientes de seus concorrentes, em situação de *incerteza* (posto faltar-lhes informações para mensurar o risco de inadimplência), cada instituição bancária tem, em relação aos seus próprios clientes, dados capazes de permitir-lhes mensurar, com relativa segurança, os *riscos* decorrentes de um eventual fornecimento de crédito.

Deste modo, a disseminação de informações sobre os usuários do sistema bancário e do mercado de crédito afigura-se, segundo os autores citados, como instrumento de redução da assimetria informacional existente entre ofertantes e tomadores de crédito¹³¹.

130 ALVES. Alexandre Ferreira de Assumpção. LIMA E SILVA. Lucas Caminha. Credit Market and lender's access to consumer data: how to promote competition through Financial Regulation. IN: PARENTONI. Leonardo Neto. CARDOSO. Renato César (Coord.). *Law, Technology and Innovation*. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020. Pg. 247 a 290.

131 *"Though not exactly a new recommendation, the exchange of financial information on customers is currently receiving relevant technology boosts and regulatory incentives all over the world. From a technological point of view, the ongoing "digitization" of credit markets generates increasingly more standardized/marketable data, dubbed hard information (as opposed to soft information, which is information gained merely through relationship banking). From a regulatory point of view, financial*

O contraponto deste fator está na generalizada preocupação com a privacidade de cada usuário do sistema de trocas, de forma a evitar que suas informações e dados pessoais sejam acessados indevidamente ou sem o seu consentimento.

No Direito brasileiro, tal preocupação regulatória está positivada na Lei n. 13.709/2018, a chamada Lei Geral de Proteção de dados, que tem como uma de suas premissas o respeito à chamada “autodeterminação informativa” (art. 2º).

A regulação do sistema bancário brasileiro, ao tentar conciliar a utilização destas informações, para a melhor tomada de decisão no mercado financeiro, com a obrigatoriedade de respeito aos dados pessoais de cada usuário, desenvolve soluções como o chamado *open finance*.

Open finance consiste, em síntese, em uma autorização que cada cliente pode efetuar, ao banco no qual efetue suas transações, para que este compartilhe seus dados com os demais agentes financeiros do setor¹³².

Sob o ponto de vista dos clientes do sistema financeiro, o objetivo do serviço é, ao menos em princípio, permitir que, a partir do conhecimento de seu histórico de transações, as demais instituições financeiras possam lhes oferecer melhores condições de negociação, se comparadas àquelas obtidas no banco com o qual tenha contratado.

Isto, somado à expansão da concorrência no fornecimento de crédito – dada a maior participação de *fintechs* e similares – e à

authorities may determine that incumbents must share the financial data they have on their clients with competitors through specific/secure channels, thus allowing credit institutions to proactively compete for the best customers.” ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. LIMA E SILVA, Lucas Caminha. Credit Market and lender’s access to consumer data: how to promote competition through Financial Regulation. IN: PARENTONI, Leonardo Neto. CARDOSO, Renato César (Coord.). *Law, Technology and Innovation*. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020. Pg. 260.

132 “O *Open Finance*, ou sistema financeiro aberto, é a possibilidade de clientes de produtos e serviços financeiros permitirem o compartilhamento de suas informações entre diferentes instituições autorizadas pelo Banco Central e a movimentação de suas contas bancárias a partir de diferentes plataformas e não apenas pelo aplicativo ou site do banco, de forma segura, ágil e conveniente”. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/openfinance>. Site consultado em 29/12/2023.

denominada *portabilidade*¹³³ de financiamentos, visa provocar uma redução no valor dos juros impostos, ao mutuário, em operações de crédito.

133 *Portabilidade* significa a possibilidade de que um financiamento originalmente realizado com uma Instituição Financeira seja, por decisão do cliente, transferido para outra, caso esta segunda lhe ofereça melhores condições de pagamento, como menores juros ou maior prazo.

8. TECNOLOGIA, DISRUPÇÃO DIGITAL E MERCADO DE CRÉDITO: UM NOVO AMBIENTE DE NEGOCIAÇÕES¹³⁴

8.1 – O PROBLEMA DA CONFIANÇA E SUA IMPORTÂNCIA PARA O MERCADO

O termo em latim *con fides* significa “com fé” e é a origem etimológica do verbo “confiar”, ação ou sentimento essencial, entre tantos, ao Direito, à Economia, ao mercado e ao contrato, principal instrumento jurídico de troca de bens e serviços.

Em Direito, o ato de “confiar” é premissa estrutural fundamental para uma ampla gama de relações jurídicas e sua regulação normativa. “Confiar” na isenção judicial, “confiar” em instituições estatais de controle, “confiar” naquele com quem se contrata, etc.

Em termos econômicos (ou negociais), Don e Alex Tapscott afirmam que a ideia de confiança deve ser vinculada a quatro elementos estruturantes, quais sejam:

Honestidade – definida como a realização de comunicações verdadeiras, precisas e completas entre aqueles que transacionem no mercado;

Consideração – tomada como a necessidade de respeito pelos legítimos interesses, desejos ou sentimentos daquele com que se transacione;

Responsabilidade – compreendida como o dever de assumir compromissos claros e, principalmente, de respeitá-los;

Transparência – consistente no dever de realizar uma abertura ativa de informações relevantes para todos aqueles com os quais se venha a interagir economicamente¹³⁵.

¹³⁴ Os textos deste e do próximo capítulo são, em sua quase totalidade, reproduções do que consta originalmente no livro “Direito Societário”, de minha autoria (Disponível para download em www.experteditora.com.br/direito-societario). A dupla utilização visa se valer dos temas apresentados para demonstrar que os mesmos são, em igual proporção, responsáveis por grandes modificações tanto no mercado de valores mobiliários quanto no mercado financeiro e de crédito.

¹³⁵ TAPSCOTT. Don. TAPSCOTT. Alex. Blockchain Revolution. São Paulo: Senai editora. 2016. Pg. 40/41.

É possível, portanto, adotar uma conotação específica do termo para referir-se àquela ação ou sentimento em virtude do qual acredita-se que aquilo que foi prometido por alguém será cumprido. Remete, neste sentido, ao grau de crença na realização da conduta futura pactuada. O que foi prometido, será cumprido.

Confiar em si mesmo significa que uma determinada pessoa acredita que, em momento futuro, será capaz de colocar em prática a conduta por ela prometida. Confiar no outro significa que alguém tem segurança, crença, expectativa, enfim, de que outrem implementará, em momento futuro, a prática ou a omissão prometida.

“João confia que Antônio lhe entregará as chaves do apartamento amanhã”. “Aline confia que Luiz comparecerá à reunião na próxima semana”. Ambos os exemplos – simples, antes de mais nada – remetem à legítima expectativa de uma pessoa (no caso, João e Aline) na conduta futura pactuada, prometida por outrem.

Os agentes econômicos (pessoas físicas ou jurídicas) estão constantemente interagindo uns com os outros, trocando bens e serviços que produzem por bens e serviços dos quais precisam ou que desejam, e, com isso, compondo o que se denomina “mercado”¹³⁶.

Estas trocas são, em regra, economicamente viabilizadas pelo uso de moeda e juridicamente formalizadas por meio de contratos, que são acordos nos quais as partes contratantes se obrigam a “fazer”, “deixar de fazer” ou “entregar, dar” algo¹³⁷.

136 “Como as modernas economias podem fabricar milhões de diferentes bens de maneira aparentemente não coordenada? E, já que os recursos são escassos, há algum mecanismo que assegure seu melhor uso? A resposta a essas indagações está no papel das trocas voluntárias nos mercados. (...) Os economistas descrevem qualquer situação em que ocorra a troca como um mercado” STIGLITZ, Joseph. E. WALSH, Carl. E. Introdução à Microeconomia. 3ª ed. São Paulo: Ed. Campus, 2003, Pg. 10.

137 “o contrato escrito era uma maneira de codificar uma obrigação, de estabelecer confiança e definir expectativas. Contratos escritos forneceram orientações quando alguém não aguentou o fim da barganha, ou algo inesperado aconteceu”. TAPSCOTT, Don. TAPSCOTT, Alex. Blockchain Revolution. Ob. Cit. Pg. 137.

Salvo situações juridicamente excepcionais – aqui tomadas, genericamente, pela expressão “obrigação de contratar” – contrata-se livremente, no tempo presente, e cria-se, a partir deste momento, entre os contratantes, a expectativa mútua de cumprimento posterior das condutas ou omissões prometidas no contrato.

É fundamental salientar, neste ponto, que quanto maior for o lapso temporal estipulado entre o momento da formalização dos termos contratuais – que torna juridicamente exigíveis as condutas prometidas – e o cumprimento fático das obrigações assumidas, mais o *problema da confiança* se torna relevante.

Contratos de cumprimento “não imediato” são aqueles nos quais há um relevante lapso temporal entre o momento do estabelecimento do vínculo e o do cumprimento fático das prestações. Quanto maior for este tempo, mais se torna significativa a possibilidade de uma ou ambas as partes descumprirem o pactuado, o que faz diretamente mais relevante a existência de confiança recíproca, ou seja, da crença de ambos na promessa feita pelo outro.

Há contratos nos quais o lapso temporal decorrido entre a estipulação do vínculo e o cumprimento das obrigações assumidas é, tanto sob o aspecto jurídico quanto econômico, irrelevante. Pegue-se o exemplo de alguém que entra em uma lanchonete para tomar um refrigerante ou que usa o serviço de transporte coletivo urbano. Não há qualquer lapso de tempo relevante entre o momento da contratação e o do cumprimento das prestações. Nestes casos, o *problema da confiança* recíproca é praticamente inexistente¹³⁸.

138 “Imaginemos uma singela compra de revista numa livraria. Essa compra, a princípio, não afeta terceiros positiva ou negativamente – ou seja, não gera externalidades. O produto que está sendo comprado é absolutamente igual a todas as outras revistas da mesma edição – não há defeitos ocultos. A entrega do bem e o pagamento do preço são simultâneos, de forma que nenhuma das partes corre o risco de efetuar sua prestação e ver a outra parte desaparecer sem cumprir com sua obrigação. (...) Por fim, não é preciso garantir a execução do contrato, pois as prestações são executadas imediata e simultaneamente no mesmo local!”. TIMM, Luciano Benetti. *Análise Econômica dos Contratos*. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). *Direito e Economia no Brasil*. 2ª edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2019, Pg. 169.

Desconsideradas, para fins da análise, outras variáveis relevantes¹³⁹, pode-se afirmar que o grau de confiança recíproca necessário aos contratantes é diretamente proporcional ao tempo que decorrerá entre o momento da contratação e o do cumprimento do contratado. Quanto mais tempo decorrer, mais confiança recíproca será necessária à vontade de contratar.

A falta de absoluta confiança entre contratantes é inerente a um mundo jurídico e econômico no qual prevalecem relações contratuais estabelecidas a partir de uma realidade de informações assimétricas, ou seja, desiguais. Em regra, os contratantes não sabem, com total precisão, as intenções e capacidade do outro quanto ao cumprimento futuro das obrigações estabelecidas¹⁴⁰.

Isto significa que o contratante não tem com mensurar completamente a índole, a capacidade e as intenções do outro, em relação ao real e integral cumprimento do prometido¹⁴¹.

É o que se denomina "informação oculta", fator de perda de confiança quando a realização da conduta contratualmente prometida não é imediata, mas, ao contrário, está no futuro.

Outro fator que abala a confiança entre contratantes é o temor de uma "ação oculta", consistente na possibilidade de que um deles não adote, no cumprimento do que foi contratado, todas as

139 O problema da confiança não é a única falha de mercado a comprometer a eficiência dos contratos. Há outras, como monopólio, externalidades, etc. O objetivo aqui é, entretanto, "isolar" esta variável – a confiança – para melhor analisá-la.

140 *"Muitas vezes, na vida, algumas pessoas estão mais bem informadas do que outras e essa diferença de informação pode afetar as escolhas que elas fazem e a maneira como se relacionam umas com as outras. (...) 'Eu sei algo que você não sabe'. Essa provocação é comum entre crianças, mas também traduz uma verdade profunda sobre como as pessoas interagem umas com as outras em algumas situações. Em muitas situações da vida, uma pessoa sabe mais do que outra sobre o que está acontecendo. Uma diferença de acesso a conhecimento relevante é chamada de informação assimétrica". MANKIW, Gregory. Introdução à Economia. 3ª edição. São Paulo: Ed. Thomson, 2005, Pg. 479-480.*

141 É o caso, por exemplo, de uma pessoa que paga, antecipadamente, por um produto adquirido pela internet. Há, sempre, um grau – maior ou menor – de dúvida, de desconfiança, se o vendedor realmente irá enviar o produto comprado ou se vai se apropriar indevidamente do dinheiro já transferido. "E se o vendedor simplesmente 'sumir' e não me enviar o produto?" É pergunta inerente, por questão de prudência, a este tipo de transação.

providências prometidas¹⁴². Teme-se, neste caso, que o prometido seja cumprido fora dos padrões contratados¹⁴³.

O *problema da confiança* é tratado, sob o prisma estritamente judicial¹⁴⁴, de forma geralmente repressiva, ou seja, posterior (*ex post*) ao temido descumprimento, com a imposição de sanções – como multas e indenizações – aplicáveis ao contratante faltoso após o descumprimento, não *antes*¹⁴⁵.

É notório, porém, que o ato de demandar pela conduta prometida, posteriormente ao descumprimento do contrato, atrai custos¹⁴⁶ que podem ser evitados se houver instrumentos eficientes de prevenção contra o risco de quebra do contrato, não apenas de repressão à parte descumpridora. Formas de prevenção à quebra do contratualmente prometido são, deste modo, fatores que aumentam a confiança das partes.

142 VARIAN, Hal. R. *Microeconomia*. 8ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2012. Pg. 766.

143 São dúvidas como a que o contratante de um serviço extremamente especializado – como, por exemplo, uma obra de engenharia – tem quanto aos materiais que serão usados na obra e o tempo prometido para entrega. "Será que vão usar os materiais da qualidade contratada? Vão me entregar a obra no tempo prometido?". Aqui também se inclui o risco de vícios ocultos no produto objeto do contrato.

144 Fuller e Perdue, em seminal texto de 1936, analisam as possíveis "respostas" jurídicas à quebra de contrato salientando, em síntese, que a preocupação básica é de "devolver" ao contratante lesado a situação anterior ao contrato. (FULLER, L.L. PERDUE, William. R. The Reliance Interest in contract damages. *Yale Law Journal*. Vol. 46. n. 1.1936. Pg. 52-96).

"Os remédios jurídicos se enquadram em três tipos gerais: remédios jurídicos definidos pelas partes, remédios jurídicos impostos pelo tribunal e execução específica". COOTER, Robert. ULEN, Thomas. *Direito e Economia*. 5ª edição. Porto Alegre: Ed. Bookman, 2010, Pg. 248.

145 O que se pretende ressaltar é que o Poder Judiciário só consegue alcançar a quebra de contrato com respostas repressivas ao descumprimento, não preventivas. "Confirmou-se a quebra da promessa contratualmente feita? Vá a juízo exigir o cumprimento". "O contratante não agiu como contratado? Exija judicialmente que seja obrigado a refazer, da forma combinada inicialmente".

146 Tais custos envolvem não apenas aqueles diretamente ligados à demanda pelo cumprimento judicial do originalmente contratado – como honorários de advogado e custas judiciais – mas também os "custos de oportunidade" caracterizados, em essência, pelo tempo que se espera para ter o que foi originalmente prometido e por aquilo que se deixou de fazer enquanto se aguardava a solução judicial.

Uma forma de enfrentar, de maneira preventiva, o *problema da confiança* entre os contratantes seria reduzir, antes da contratação, a assimetria em relação às possíveis "ações ocultas" ou "informações ocultas" da parte contrária. Assim, antes de contratar, as partes podem se prevenir obtendo todas as informações relevantes sobre as intenções e capacidades do outro participante do contrato.

A questão é que essa verificação prévia, pelas próprias partes, de todas as informações relevantes sobre o outro contratante igualmente implica custos, que oneram a relação – custos de transação – a ponto de, muitas vezes, até mesmo inviabilizá-la economicamente.

Torna-se tão caro saber tudo que é relevante sobre o outro contratante que passa a ser mais eficiente não contratar ou, então, contratar assumindo riscos relativamente altos de não receber a conduta prometida pelo outro.

O *problema da confiança*, portanto, coloca os contratantes diante da seguinte escolha: assumir o risco e custos de ter que exigir, em juízo, posteriormente, o cumprimento do contratado e a reparação dos danos; ou aceitar os custos necessários à redução prévia da assimetria de informação quanto às "intenções" ou "ações" ocultas pelo outro contratante, aumentando, assim, a confiança no cumprimento do contrato a ser celebrado.

Com o objetivo de oferecer uma solução ao *problema da confiança* que seja, a um só tempo, preventiva (*ex ante*) e mais barata e eficiente do que a redução, por ato próprio, da assimetria de informações relevantes entre contratantes, terceiros se propõem a ser, grosso modo, "elementos geradores de confiança prévia" entre pessoas que pretendam contratar entre si.

São agentes econômicos que se oferecem para, em determinados tipos de relações contratuais, funcionarem, *antes* ou *durante* a contratação, como elementos que assegurem, às partes, a confiança quanto ao cumprimento da promessa feita no contrato. Este *terceiro confiável* se apresenta como alguém capaz de reduzir

a assimetria de informação causadora da perda de confiança entre contratantes.

8.2 – OS TERCEIROS CONFIÁVEIS E SUA PARTICIPAÇÃO NO MERCADO DE CRÉDITO

O *terceiro confiável* é aquele agente econômico que se coloca entre as partes interessadas em contratar uma com a outra para minimizar o *problema da confiança* entre elas, ou seja, para assegurar que não ocorram “ações ocultas” ou “intenções ocultas” relevantes para aquela contratação.

Sua ação pode ser repressiva – ou seja, após verificado um descumprimento – mas sua principal característica está na ação prévia ou concomitante à contratação, assegurando às partes confiança no cumprimento do que é ali pactuado e, ao mesmo tempo, reduzindo, para os contratantes, os custos com a diminuição da assimetria informacional.

Tome-se como exemplo as bolsas de valores: entre as várias funções relevantes deste agente econômico, talvez a mais importante seja a de conferir confiança aos investidores, na medida que reduz a praticamente zero o risco de que o pactuado sob suas regras e intermediação seja descumprido.

Os bancos também desempenham significativo papel de *terceiros confiáveis*, no mercado de crédito. Poupadores confiam a eles o depósito de sua riqueza armazenada, devedores confiam que receberão os valores que tomaram emprestado, etc.

De maneira similar, basta uma rápida “passada de olhos” pelo mercado para que se encontre vários destes *terceiros confiáveis*, que funcionam, com maior ou menor eficiência, como elementos “criadores de confiança” entre os contratantes de um determinado setor de atividade econômica¹⁴⁷.

147 Desde cartórios, operadoras de cartões de crédito e agências de viagens, passando por alguns que se destacam, mais recentemente, pelo modelo de negócio empreendido e rápida aceitação no mercado, como Ebay, Pay Pal, Uber, etc.

A grande vantagem do *terceiro confiável* está no fato de que opera *em escala*. Os custos que ele tem para reduzir a assimetria de informações relevantes entre os contratantes é bem menor do que se cada contratante fosse fazê-lo sozinho, com seus próprios meios e recursos.

Para um banco, operadora de cartão de crédito, corretora ou bolsa de valores, é muito mais barato e rápido identificar e prevenir as possíveis intenções ou ações ocultas dos contratantes que atuem naquele setor, pois o faz de forma especializada, reiterada e constante, o que reduz o custo por verificação realizada. É o que se denomina "economia de escala"¹⁴⁸.

Além disso, os custos da existência e operações destes chamados *terceiros confiáveis* são diluídos, direta ou indiretamente, por todos os usuários de seus serviços, impactando menos para cada contratante.

Assim, vale notar que, em um setor do mercado no qual haja a atuação de um destes *terceiros confiáveis*, os contratantes deixam de se preocupar com a confiança recíproca, passando a depositá-la, toda, na atuação deste terceiro. Torna-se desnecessário se informar sobre as intenções ou ações ocultas do outro contratante. Basta, às partes, confiarem na ação do terceiro que se apresenta como "depositário da confiança" naquele setor.¹⁴⁹

Com atuação em escala, repartição de seus custos de operação e ação prévia ou concomitante ao contrato estes *terceiros confiáveis* reduzem a assimetria informacional que compromete, entre contratantes, a confiança no cumprimento total e tempestivo das obrigações a serem estipuladas entre eles.

148 PINDYCK, Robert. RUBINFELD. *Microeconomia*. 8ª edição. São Paulo: Ed. Pearson, 2013, Pg. 245-246.

149 Se a operadora de cartão de crédito autoriza uma venda, o comerciante vendedor se considera desobrigado de saber se o comprador tem ou não "intenções" ou "ações" ocultas em relação ao contrato. Se um aplicativo de transporte como o Uber admite um motorista em seus quadros, o usuário considera esta admissão suficiente para confiar na índole e competência do condutor contratado, mesmo sem conhecê-lo previamente.

Por outro lado, o *terceiro confiável* se afirma, em um determinado mercado, como imparcial em relação aos possíveis ganhos e perdas recíprocos, entre os contratantes, em virtude da transação realizada sob sua intermediação.

O fundamental, para ele, é garantir que as promessas feitas entre os contratantes sejam cumpridas. Garantir a confiança nas transações sem, entretanto, interferir sobre as legítimas decisões e suas consequências econômicas para os usuários de seus serviços.

Essencial salientar, entretanto, que a ação destes *terceiros confiáveis* não extingue o *problema da confiança*, mas, apenas, desloca seu foco. Deixa de ser relevante crer na índole do outro contratante, mas passa a ser fundamental, para todos que ali atuem, a credibilidade do *terceiro confiável* que funcione naquela transação, seja a bolsa de valores, o banco ou a sociedade corretora.

Constata-se, assim, uma característica comum a todos estes *terceiros confiáveis*: eles atuam como “centralizadores da confiança” naquele mercado, concentrando, em suas operações, a crença de todos os contratantes daquele setor, quanto ao cumprimento futuro das obrigações contratadas entre eles.

Tome-se como exemplo o mercado de compra e venda de ações de companhias abertas.

A confiança das partes no integral cumprimento das prestações assumidas em contratos desta modalidade está atrelada à crença na segurança do sistema de registro e compensação das bolsas de valores. Quanto maior for a confiança no sistema oferecido pela bolsa, mais credibilidade terão, sob este prisma, as transações sujeitas à sua intermediação.

Por outro lado, um sistema de transação de valores mobiliários em bolsa de valores pouco confiável implica em descrença no cumprimento efetivo das transações pactuadas, garantias oferecidas, etc.¹⁵⁰

150 Do mesmo modo, os correntistas bancários apoiam-se na credibilidade da atuação dos bancos.

Fundamental também salientar que estes *terceiros confiáveis*, por seu turno, se obrigam – seja por lei ou por contrato – a desempenhar sua função de “depositários de confiança” sempre no interesse da redução da assimetria de informação naquele mercado.

Dito de outra forma, os *terceiros confiáveis* são obrigados, por lei ou por contrato, a constantemente zelar pela redução da assimetria de informações entre os seus usuários, protegendo o mercado contra intenções ou condutas ocultas, que, como visto, comprometem a confiança nos contratos a serem estabelecidos. Colocam-se, portanto, como *agentes*, sendo os destinatários daquele serviço os *principais*¹⁵¹.

Tomado como um modalidade de relação de agência, o vínculo do *terceiro confiável* com os destinatários de seus serviços apresenta, claro, aquele que é o maior dos riscos verificados em situações agente/principal, e que pode ser traduzido na seguinte pergunta: o que impediria o *terceiro confiável - agente* - de buscar a satisfação de seus interesses particulares mesmo em situações nas quais tal procura implique em comprometimento do interesse dos *principais*, os destinatários de seus serviços?

Por exemplo: como impedir que um banco realize empréstimos com grau de risco superior ao nível de segurança para seus depositários? Como evitar que um aplicativo de transporte flexibilize demasiadamente seus critérios de seleção de motoristas, em detrimento da segurança dos clientes? É possível assegurar

151 “Segundo os economistas, sempre que uma pessoa deve agir por intermédio de outrem, aparece o problema de agency, quando quem age tem interesses ou objetivos próprios, que diferem, ou podem diferir, daqueles do principal, os quais, quem age, pode não perseguir, na medida em que seja muito custoso para este, o principal, fiscalizar a cada momento suas ações. Os esquemas aparecem, não apenas na representação no sentido do direito civil, mas também nos contratos de trabalho, no de prestação de serviços ou de empresa, nas relações entre administradores da empresa e acionistas e com terceiros”. MACKAAY, Ejan. ROUSSEAU, Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2ª edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2014, Pg. 21-22.

Sobre a Teoria da Agência (Agency Theory) e sua importância para o Direito há vasta literatura, a qual é exposta, em seus mais relevantes aspectos, por Fernando Araújo (ARAÚJO, Fernando). *Teoria Econômica do Contrato*. Coimbra: Ed. Almedina, 2015, Pg. 215 e segs.

que um *site* de intermediação de empréstimos monetários, compra e venda de valores mobiliários ou criptomoedas não se aproprie indevidamente do dinheiro de seus clientes?

Denominam-se *custos de agência* aqueles que o *principal* – ou alguém, por ele – precisa assumir para monitorar a conduta do *agente* com o objetivo de evitar que este último passe a perseguir, no desempenho de suas funções, não o interesse do *principal* – com é sua obrigação legal ou contratual – mas, sim, seus objetivos próprios.

No caso das bolsas de valores, bancos e corretoras – entre outros – os custos de monitoramento de suas atividades são assumidos pelo Poder Público, de forma a preservar a credibilidade na performance destes *terceiros confiáveis* e, em consequência, também nas transações realizadas sob sua intermediação.

São, assim, criadas entidades estatais como a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil, que, entre outras funções, assumem os custos de regular e monitorar a atuação de bolsas de valores, corretoras e bancos para evitar que estes últimos – centralizadores da confiança naquele mercado – atuem, no exercício de suas atividades, em benefício de seus interesses particulares e não daqueles destinatários de suas funções. São, grosso modo, custos de monitoramento da conduta dos *terceiros confiáveis*.

Necessário ainda acrescentar que uma eventual “quebra da confiança” neste *terceiro confiável* impacta diretamente em todos os contratantes daquele mercado, não só naqueles envolvidos em uma determinada transação. Quer dizer: se um banco quebra a relação de confiança com seus clientes, não apenas estes perdem a crença no funcionamento daquele mercado, mas os usuários dos demais bancos também tenderão a abandonar o sistema.

Portanto, o sistema “centralizado” de geração de confiança apresenta, ao menos, quatro grandes problemas: o risco do comportamento oportunista do *terceiro confiável*, o risco de comprometimento de todo o sistema sob sua intermediação, os

custos de monitoramento para evitar este risco e, também, os custos com a manutenção destes *terceiros confiáveis*.

Assim, se a ação destes *terceiros confiáveis* é, para o mercado, mais eficiente do que deixar aos próprios contratantes os custos de proteção contra o *problema da confiança*, ela também está longe de se configurar uma solução exata.

Um novo passo na busca pela solução – ou, ao menos, minimização – do *problema da confiança* foi recentemente dado, e vai no sentido da “descentralização” desta ação prévia destinada a reduzir a assimetria informacional entre contratantes e, em paralelo, aumentar a credibilidade dos contratos entre eles estabelecidos.

Neste modelo, não mais os contratantes têm que assumir, isoladamente, os custos de monitorar suas transações, nem haverá um terceiro que centralize estas atividades. Todos monitorarão as operações de todos. Os contratantes/usuários fiscalizam previamente as contratações uns dos outros, através de uma rede de troca de informações e validação mútua, realizadas por computador.

Para abordar, com algum conforto, este sistema “descentralizado” de solução prévia para o problema da confiança é preciso, antes, fazer uma breve explanação sobre as denominadas tecnologias disruptivas, cuja relevância, para o mercado financeiro e de valores mobiliários, se tornou central e, mesmo inevitável.

8.3 – TECNOLOGIAS DISRUPTIVAS: O QUE SÃO E SEU IMPACTO SOBRE O MERCADO E O DIREITO

Pode-se considerar, com relativa segurança, que tecnologia é qualquer resultado do exercício intelectual destinado a propor soluções para problemas constatados no mundo dos fatos. É o acúmulo de conhecimento destinado a solucionar ou minimizar os efeitos de uma realidade considerada negativa ou duvidosa, incerta.

Em extrema síntese, é possível afirmar que, ao menos desde a Filosofia clássica, o conhecimento humano é produzido, pela

civilização ocidental, a partir do binômio pergunta/resposta. São criadas, com o passar do tempo e o exercício do pensamento, respostas para dúvidas ou necessidades específicas, constatadas no mundo dos fatos. É a isso que aqui se concebe como tecnologia.

O pensamento humano está incessantemente preocupado em desenvolver ou aprimorar soluções para os problemas cotidianos, ou seja, novas tecnologias.

Neste sentido, há soluções que vêm para aprimoram as anteriores, e outras que simplesmente tornam obsoleto tudo o que havia sido pensado e proposto, até aquele momento, como resposta para um determinado problema.

Quando, por exemplo, se apresenta uma câmera fotográfica capaz de tirar fotos mais nítidas, um avião mais seguro ou um tênis mais confortável, nota-se o nitido exercício da atividade criativa com o objetivo de aprimorar, fazer melhor a solução anterior. Evolui-se a partir das premissas e referências já propostas, sem comprometer, a princípio, a utilidade da solução ou resposta anterior. Evoluir é aprimorar respostas dentro do padrão já estabelecido.

É certo que, em alguns casos, o aprimoramento da solução anterior é tão relevante que, na prática, impacta enormemente sobre os destinatários da resposta apresentada. Isto, porém, não invalida a constatação de que houve um aprimoramento – mais ou menos relevante – da resposta anterior.

Há momentos, entretanto, em que o intelecto humano encontra soluções para um determinado problema que são capazes de tornar obsoletas, inúteis, ultrapassadas, as soluções até então propostas. Surgem novas referências teóricas e fáticas, novas premissas de comportamento ou compreensão daquele problema. Novos padrões são criados. Há uma espécie de ruptura com as respostas anteriormente apresentadas. Propõe-se um rumo novo, que “rompe” com o anterior. É o que se denomina de tecnologia “disruptiva”.

O caráter “disruptivo” de uma tecnologia, de uma solução intelectual para um determinado problema está, em essência,

no fato de ela implicar a obsolescência de outras, reduzindo ou simplesmente acabando com a demanda pela tecnologia anterior. Implica parar de evoluir em um determinado sentido e começar em outro, radicalmente diferente do anterior.

Máquinas de escrever, faxes, fitas cassete, VHS e outros tantos, são exemplos de criações intelectuais antes consideradas a melhor resposta para problemas cotidianos, mas que, hoje, somente são lembradas como algo antigo e não mais útil. Foram criadas soluções que, quase imediatamente, colocaram as citadas fora do ritmo evolutivo.

Esses momentos disruptivos não são exatamente novos. Ao contrário, fazem parte da História humana desde seus primórdios¹⁵². Criações como a máquina a vapor, a lâmpada elétrica, os primeiros sistemas de impressão ou gravação de sons são, certamente, momentos de disrupção com o que havia, até aquele momento, de solução para uma determinada necessidade ou vontade humana.

Se as tecnologias disruptivas não são exatamente uma novidade para o conhecimento e a vida humana, qual a razão de estarem, ao menos desde a virada do atual milênio, tão em evidência na preocupação de estudiosos ou daqueles que simplesmente se interessam pelo assunto?

152 Klaus Schab aponta quatro grandes momentos de disrupção na Humanidade: O primeiro deles, há cerca de 10.000 anos, ocorreu quando os seres humanos substituíram a busca por alimentos, na natureza, pela agricultura e, conseqüentemente, abandonaram a vida nômade (Revolução Agrícola).

A segunda, ocorrida a partir da segunda metade do Século XVII, caracteriza-se, em um primeiro momento, pela substituição da força muscular pela energia mecânica e depois, por volta do início do século XX, pela produção em massa e uso irrestrito da eletricidade (Revolução Industrial).

A terceira grande disrupção na Humanidade é por ele localizada a partir da década de 1960, quando do advento do computador e sua disseminação para o ambiente profissional e doméstico (Revolução Digital).

Por fim, o mesmo autor fala em um quarto grande momento de disrupção humana, a chamada 4ª Revolução Industrial, que está atualmente em curso e é caracterizada pela criação de formas artificiais de inteligência e aprendizagem automática. "Nessa revolução, as tecnologias emergentes e as inovações generalizadas são difundidas de forma muito mais rápida e amplamente do que nas anteriores, as quais continuam a desdobrar-se em algumas partes do mundo." (SCHAB, Klaus. *A Quarta Revolução Industrial*. São Paulo. Edipro. 2016. Pg. 22 e segs).

A resposta não está na ocorrência da disrupção, mas no ritmo como ela atualmente ocorre. A validade das respostas existentes é constantemente colocada à prova. É cada vez mais rápido o surgimento de uma resposta, de uma solução que coloca de lado o caminho até então seguido. As referências são rapidamente modificadas.

O que é útil e revolucionário hoje, torna-se obsoleto com frequência e velocidade jamais vistas em outro momento histórico¹⁵³. Há, mesmo, quem fale em *Economia Disruptiva*, a qual estaria baseada nesta constante modificação de referências tecnológicas.

Portanto, os agentes econômicos empresariais – e os produtos e serviços por eles oferecidos, em consequência – estão constantemente sujeitos ao rápido e surpreendente aparecimento de novas soluções, as quais simplesmente tornar desnecessária, obsoleta, a presença dos outrora predominantes agentes no mercado.

Neste sentido, o Direito e as regras jurídicas encontram, a partir de então, especial dificuldade em adaptar institutos basilares – muitos deles milenares, como o contrato e a propriedade – a estes constantes novos padrões de comportamento, decorrentes de alterações radicais oferecidas por tecnologias disruptivas.

Seria o instituto do contrato – como tradicionalmente compreendido – capaz e suficiente para regular, de forma eficiente, transações como aquelas operadas sob o termo *smart contracts*? Como regular um mercado de valores mobiliários no qual as decisões não decorrem de uma conduta humana, mas de um algoritmo desenvolvido para investir? É possível conceber um sistema de pagamentos sem uma moeda de lastro estatal?

Perguntas como estas demonstram que também o Direito e seus referenciais teóricos e institucionais vive um até aqui inédito momento de disrupção, com a necessidade de respostas que sejam,

153 “A escala e o escopo das mudanças explicam por que as rupturas e as inovações atuais são tão significativas. A velocidade da inovação em termos de desenvolvimento e ruptura está mais rápida do que nunca.” SCHAB, Klaus. A quarta revolução industrial. Ob. Cit. Pg. 23.

elas também, rompimentos com certos paradigmas interpretativos não mais válidos.

8.4 – A INTERNET E A DISRUPÇÃO NAS TROCAS E SUA DISCIPLINA LEGAL

Tomar a internet como ambiente de trocas prevalente é premissa necessária à criação de respostas jurídicas adequadas às perguntas que predominam no atual momento histórico.

A grande transformação na realidade disciplinada pelas normas jurídicas está, ao menos no que se refere a relações de natureza patrimonial, na prevalência da utilização da internet para a realização de negócios e armazenamento de informações.

Se, até o final da primeira década do Século XXI, as trocas e armazenamento de bens, valores e informações se realizava precipuamente através de atos entre pessoas fisicamente presentes (ou devidamente representadas), a partir de então o uso da internet tornou-se, se ainda não majoritário, uma inevitável nova premissa¹⁵⁴.

Esta constatação leva, por consequência, à grande pergunta que se impõe a todos aqueles que, direta ou indiretamente, atuem na área jurídica: como adaptar institutos muitas vezes milenares a este novo ambiente de transações e informações?

Como dito, os institutos fundamentais do Direito foram concebidos e desenvolvidos em um mundo de transações entre pessoas fisicamente presentes ou, no mínimo, capazes de se fazerem representar pessoalmente, no momento da realização de um determinado negócio ou ato jurídico.

Por outro lado, o armazenamento, divulgação e gerenciamento de informações era absolutamente fundado na ideia tradicional de documento cartular, fisicamente corporificado em papel ou, depois, em disquetes ou memória de aparelhos de computador.

¹⁵⁴ Entre as estrondosas consequências decorrentes da Pandemia que marcou, para sempre, o ano de 2020, está a aceleração na adoção dos modelos de transações realizados online, dada a necessidade de adoção de formas mais ou menos gravosas de isolamento social como prevenção e combate ao COVID/19.

Tais premissas precisam ser rearranjadas para um mundo no qual as trocas e as informações são respectivamente realizadas e armazenadas predominantemente em ambiente virtual.

A internet é resultado, em sua versão original, da busca por um sistema que permitisse a troca de dados entre computadores de diferentes unidades militares, e, desnecessário explicar, atualmente ganhou um número infinitamente maior de aplicações e usos. É uma tecnologia tão útil e revolucionária que, com o tempo, seu real potencial foi – e ainda é – aumentado exponencialmente, em relação à sua finalidade original¹⁵⁵.

Shermin Voshmgir¹⁵⁶, ao analisar os gigantescos impactos que o advento da internet provocou, sintetiza a história da rede mundial de computadores a partir de três grandes momentos.

O primeiro período de real expansão da internet inicia-se em 1991, quando Tim Berners-Lee criou o primeiro *website* e viabilizou, com isso, que qualquer usuário da rede pudesse nela inserir seu endereço próprio (*site*), destinado, então, à divulgação e armazenamento de informações.

A partir deste momento, tem-se também que o uso do correio eletrônico (*email*) torna possível a troca de informações sem a necessidade de remessa de bases materiais (como papel e disquetes) nas quais estivessem armazenadas. A conexão dos computadores de remetente e destinatários, através da rede oferecida e mantida por um servidor contratado, passa a ser suficiente.

155 "A Agências para Projetos de Pesquisa Avançados (Advanced Research Projects Agency, ARPA) do Departamento de Defesa dos Estados Unidos procurava uma forma mais eficiente de usar todos os computadores que havia financiado no país. (...) A resposta foi ligar computadores diversos através de uma rede. Essa rede, chamada ARPANET, foi lançada no final de 1969, ligando quatro computadores diferentes, localizados na Universidade da Califórnia em Los Angeles, na Universidade da Califórnia em Santa Bárbara, na Universidade de Utah e no Instituto de Pesquisas de Stanford, uma instituição de pesquisa sem fins lucrativos. Essa foi a origem da internet. Financiada pelo Departamento de Defesa dos Estados Unidos, a ARPANET expandiu-se até ligar 15 computadores em 1971". STIGLITZ, Joseph. WALSH, Carl. Introdução à Microeconomia. 3ª edição. Rio de Janeiro. Ed. Campus 2003. Pg. 07.

156 VOSHMIGIR, Shermin. Token Economy: how blockchains and smart contracts revolutionize the economy. Berlim. BlockchainHub. 2019. Pg. 22 e segs.

Surge um modelo de utilização da rede estruturado a partir de servidores, intermediários do armazenamento, divulgação e troca de informações entre os usuários. Trata-se de um modelo de base centralizada de provimento de rede, posto que estes servidores se tornam, em regra, indispensáveis ao acesso à internet.

O início do Século XXI traz consigo uma significativa ampliação nas funções da internet, que passa a permitir interações sociais e econômicas entre pessoas fisicamente distantes, ao aproximar compradores e vendedores. A rede passa a ser instrumento não apenas de informações, mas também para a realização de trocas sociais e econômicas.

Porém, conforme salientado por Shermin Voshmgir, estas trocas somente são realizadas com a participação de um outro tipo de intermediário (*middleman*), responsável por atribuir confiança aos usuários da rede - e participante das transações realizadas - quanto ao efetivo e tempestivo cumprimento das obrigações contratadas.

Estes intermediários (como Uber, Airbnb, PayPal, etc.), aqui chamados de *terceiros confiáveis*, asseguram a confiança nas transações, mas, ao mesmo tempo, se tornam centralizadores das informações e do mercado por eles intermediado.

Todo o sistema de dados é acessado se o centralizador destas informações (o intermediário, o *terceiro confiável*) for acessado ou se permitir acessar. Há um único ponto de armazenamento de informações, o ponto do intermediário. Se ele falhar, todas as informações estão expostas.

A confiança na preservação e uso adequado das informações produzidas pelos usuários dos serviços destes intermediários repousa, quase exclusivamente, sobre a competência destes últimos em adotar mecanismos de defesa contra acessos indesejáveis a essas informações.

Shermin Voshmgir afirma, por fim, a existência e avanço de uma terceira grande revolução no uso da internet - denominada Web3 - marcada essencialmente pelo desenvolvimento de soluções destinadas a dispensar a necessidade deste intermediário

centralizador, do já citado *terceiro confiável*. Em outras palavras: uma internet na qual a confiança nas trocas de bens e valores seja assegurada, ao mesmo tempo, por todos ou usuários, em modelo chamado de descentralizado.

8.5 – REDES *PEER-TO-PEER* (PONTO A PONTO): O DESENVOLVIMENTO DE UM SISTEMA VIRTUAL E DESCENTRALIZADO DE TROCAS

A disseminação da internet permitiu, especialmente nos últimos anos, que se começasse a desenvolver a ideia de uma rede de participantes de um determinado mercado no qual, por meio eletrônico, fosse possível e seguro trocar mutuamente bens, valores, serviços e/ou conteúdos, sem a necessidade de um intermediário, centralizador das transações entre eles. É o que se denomina de rede *peer-to-peer* (algo como “par a par”, em português) ou, simplesmente, P2P.

A origem remota deste tipo de rede descentralizada de trocas está, costuma-se apontar, no USENET, criado em 1979, nos Estados Unidos, para ser uma rede de computadores na qual os usuários postariam, livremente, conteúdos que poderiam ser acessados, pelos demais usuários, se e quando desejassem. Cada usuário era, ao mesmo tempo, provedor e consumidor de informações, sem, como se pode perceber, qualquer agente intermediário ou centralizador.

Porém, o grande marco inicial da história da tecnologia P2P está nas operações do NAPSTER, iniciadas em 1999. Disseminava-se, a partir de então, a adoção de um mecanismo virtual de trocas diretas entre seus usuários.

Ao se conectar ao NAPSTER, todos os arquivos de músicas de uma pessoa, armazenados em seu computador, poderiam ser livremente acessados pelos demais usuários e aquela pessoa tinha, por sua vez, o mesmo acesso ilimitado aos conteúdos musicais contidos nos computadores dos demais participantes da rede. Isso

permitiu a livre troca, entre eles, de arquivos de músicas, sem que estas trocas fossem sujeitas a algum agente centralizador.

Assim, o NAPSTER possibilitava que seus usuários compartilhassem livremente arquivos de música, marcando a disseminação da ideia conceitual, quase ideológica, de uma rede de computadores sem elemento centralizador e na qual cada usuário fosse, ao mesmo tempo, provedor e consumidor de conteúdo.

Vale ressaltar, entretanto, ao menos três muito significativas questões sobre as operações do NAPSTER e sua referência como rede descentralizada – P2P - de troca de conteúdos na internet.

A primeira delas diz respeito à constatação de que havia, por parte do próprio NAPSTER, um certo grau de centralização de informações sobre as trocas ali ocorridas, já que mantinha, em servidores centrais, uma lista de seus usuários e arquivos. Tratava-se, portanto, do que se pode chamar de rede P2P híbrida, na qual há um centralizador, mas este não interfere na confiança dos conteúdos trocados.

O segundo problema se refere às questões relativas aos direitos de propriedade sobre os conteúdos trocados pelos usuários. Não foram poucos os questionamentos sobre a legalidade das trocas ali realizadas, já que estas não contavam com a anuência dos titulares dos direitos autorais sobre as obras musicais disponibilizadas. A matéria abaixo relata a disputa entre o NAPSTER e a indústria da música no início dos anos 2000:

A terceira fundamental questão remete à constatação de que o modelo proposto pelo NAPSTER não conseguiu solucionar o *problema da confiança*. Dispensado o tal *intermediário*, o *terceiro confiável*, como os usuários poderiam checar a procedência das informações trocadas, evitando o recebimento de conteúdo ilegal ou indevido, como vírus, etc¹⁵⁷?

157 RUFFO, Giancarlo. PAGALLO, Ugo. Andrea, GLORIOSO. The Social impact of PSP Systems. IN: SHEN, Xuemin. YU, Heather. BUFORD, John. AKON, Mursalin. Ed. (Org.) Handbook of peer to peer networking. Disponível em www.file.allitebooks.com. Pg. 49.

A falta da atuação de um *terceiro confiável*, responsável pela validação dos conteúdos trocados levou, no caso do NAPSTER, a uma enorme frequência de arquivos musicais contaminados por vírus e outros defeitos que comprometiam a sua credibilidade, utilidade e, por fim, mesmo a confiança dos usuários do sistema ali proposto.

O uso do NAPSTER como tecnologia P2P, descentralizada, de troca de conteúdos revelou-se, portanto, arriscada, dada a origem duvidosa dos arquivos trocados diretamente entre os usuários.

Isto obrigou os que dela faziam uso a ter que se encarregarem, individualmente, de se protegerem contra o *problema da confiança*, arcando pessoalmente com os custos de uso de *softwares* antivírus e outros mecanismos de proteção de seu computador pessoal contra arquivos comprometidos trocados na rede.

Faltava à tecnologia P2P uma forma de solucionar previamente o *problema da confiança* nas informações e conteúdos trocados, sem que se pudesse contar, para isso, com a atuação, até ali indispensável, de um *terceiro confiável*, responsável por centralizar e validar as informações.

Restava, portanto, o grande problema: como manter um sistema descentralizado de troca e, ao mesmo tempo, resolver previamente o *problema da confiança*? Como criar um sistema que conciliasse a multiplicidade de provedores e consumidores e, ao mesmo tempo, descentralização de geração prévia de confiança¹⁵⁸?

158 O problema dos dois generais, também denominado problema dos generais bizantinos é um modelo teórico – como, por exemplo, o famoso Dilema dos Prisioneiros – empregado para ilustrar a dificuldade com a solução prévia do problema da confiança em redes descentralizadas de comunicação, ou seja, aquelas sem a participação de um terceiro confiável como validador de todas as transações.

Em rápida síntese, consiste na seguinte situação: um grupo de generais cerca uma cidade, cada um com suas respectivas tropas. A cidade-alvo está entre as tropas, não havendo, portanto, como os generais se comunicarem para decidirem, em consenso, a hora e forma de ataque.

O problema é que há, entre eles, alguns possíveis traidores, os quais podem enviar informações falsas aos demais acerca da hora e forma do ataque, sabotando toda a operação.

A grande dificuldade está, portanto, em criar uma solução que permita a tais

Este modelo foi proposto em 2009, na forma do chamado *blockchain*, originalmente criado para suportar as transações envolvendo o *bitcoin*. A verdade é que o *blockchain* foi criado para o *bitcoin*, mas se mostrou algo muito mais amplo do que "apenas" um sistema gerador de confiança em transações envolvendo criptomoedas.

Trata-se de uma rede descentralizada de troca no qual todos os usuários são, ao mesmo tempo, fornecedores e tomadores de informações e, também, de um sistema descentralizado de geração prévia de confiança entre os usuários, no qual todos eles são participantes – mas não isoladamente – da validação das transações ali ocorridas.

8.6 – BLOCKCHAIN E A FORMAÇÃO DE UM SISTEMA DESCENTRALIZADO DE SOLUÇÃO PRÉVIA PARA O PROBLEMA DA CONFIANÇA

A história do *blockchain* começa a ser escrita em 2009 e está essencialmente ligada à do *bitcoin*. Ambas, por sua vez, estão atreladas à quase mítica *persona* de Satoshi Nakamoto.

A própria existência de Satoshi Nakamoto é objeto de grandes dúvidas e discussões. Há desde quem diga que ele é, na verdade, um grupo de programadores que trabalharam em conjunto, sob este pseudônimo, até quem afirme tratar-se, na verdade, de Nick Szabo, outra referência em matéria de sistemas descentralizados de verificação.

Atribui-se a Satoshi Nakamoto a autoria de texto publicado na internet em 31 de outubro de 2008 com o título *Bitcoin: a Peer-to-peer Electronic Cash system* no qual ele descreve um sistema de promoção e verificação de trocas que tornaria dispensável o *intermediário*, aqui chamado de *terceiro confiável*.

gerais definirem, em consenso, a forma de ataque sem contar, para isso, com alguém para centralizar tal tomada de decisão e, ao mesmo tempo, poderem confiar nas informações mutuamente trocadas.

Explicar o que é *blockchain* é tão complexo e desafiador quanto, por exemplo, tentar definir o que é a internet. Aliás, já há quem compare ambas as criações, salientando que as duas são capazes de expandir suas utilidades para muito além do que foi originalmente pensado. São exemplos de *metatecnologias*, criações humanas capazes de impactar diretamente no funcionamento de diversas outras¹⁵⁹.

O *blockchain* tem sua origem como suporte de confiança para o *bitcoin*, mas, assim como a internet, se mostra uma tecnologia com um potencial de utilidade exponencialmente mais amplo do que “apenas” validar as transações envolvendo o *bitcoin*. O *bitcoin* está amparado no sistema *blockchain*, mas uma rede *blockchain* não precisa do *bitcoin* para existir.

É fato que ainda se está longe de constatar todos os possíveis empregos da rede *blockchain*, mas, nos dias atuais, têm-se percebido que ela se mostra um instrumento capaz de resolver o *problema da confiança* nas transações eletrônicas P2P.

O *blockchain* é, portanto, um sistema capaz de prover um mercado descentralizado de transações e registros eletrônicos para, em tese, quaisquer ativos (como ações e demais valores mobiliários, por exemplo) e, ao mesmo tempo, confiável para os usuários¹⁶⁰.

Como dito, o *blockchain* foi originalmente desenvolvido para resolver o *problema da confiança* nas transações envolvendo o *bitcoin*, uma espécie de moeda eletrônica – chamada também de

159 “Da mesma maneira que bilhões de pessoas ao redor do mundo estão atualmente conectadas à web, milhões, e então bilhões de pessoas se conectarão às redes blockchain. Não deveríamos nos surpreender se a velocidade de propagação do uso do blockchain ultrapassasse o crescimento histórico de usuários web”. MOUGAYAR, William. Blockchain para Negócios. Rio de Janeiro: Alta Books editora, 2017, Pg. 5.

160 O termo blockchain refere-se a redes virtuais nas quais há uma solução prévia e descentralizada para o problema da confiança aqui relatado. Importante notar, porém, que a partir dessa essência descentralizada de geração prévia de confiança, variações maiores ou menores desta tecnologia têm sido desenvolvidas. É o caso, por exemplo, da tecnologia que sustenta o Ether, criptomoeda amparada em uma plataforma descentralizada diferente, a Ethereum.

criptomoeda – criada para ser emitida e circular sem qualquer ação estatal, ou, de forma mais ampla, controle centralizado.

Em síntese, a admissão do *bitcoin*, como criptomoeda, dependia de um sistema que criasse, sem a ação de um agente intermediário ou centralizador, confiança prévia entre seus usuários, de forma a evitar, por exemplo, que uma pessoa usasse o mesmo *bitcoin* em duas transações simultâneas, que pudesse falsificá-los ou, simplesmente, transferi-los ilicitamente de uma pessoa para outra.

Assim, para que o *bitcoin* efetivamente funcionasse, era necessário um sistema que conciliasse as trocas diretas, descentralizadas, das redes P2P com uma solução prévia - e igualmente independente da atuação de agente centralizador ou intermediário - para o *problema da confiança*, o qual, como visto, havia ocasionado troca de conteúdos ilícitos ou danificados em outros sistemas descentralizados, como o NAPSTER.

Este sistema, capaz de permitir trocas descentralizadas – no formato P2P, portanto – e, ao mesmo tempo, apto a gerar confiança prévia entre seus usuários sem, para isso, contar com o *terceiro confiável* é o que se chamou de *blockchain*, algo como “rede de blocos”.

Importante salientar que a relação entre redes de computadores P2P e *blockchain* é, grosso modo, de “gênero para espécie”. O *blockchain* é um modelo, tipo ou espécie de rede de computadores P2P pois, nele, cada participante é, ao mesmo tempo, cliente e provedor de informações e serviços na rede.

O *blockchain* é uma rede de computadores interconectados, diretamente, por meio da internet. É, assim, algo como uma rede dentro da rede. Um conjunto de usuários voluntariamente conectados pela internet no formato P2P, ou seja, sem a ação ou intermediação de nenhum agente centralizador.

Nesta rede de computadores, conectados uns aos outros via internet, todos são responsáveis pela validação das transações feitas entre eles. É o que se pode chamar de sistema descentralizado de

validação, já que dispensa o *terceiro confiável* e transfere seu papel para os usuários, não individualmente considerados, mas como um grupo. Uma transação só é validada se passa pelo crivo da maioria dos demais usuários¹⁶¹.

No *blockchain*, as transações realizadas são eletronicamente agrupadas em blocos de informações, os quais vão sendo encadeados aos anteriormente ali colocados. O Bloco 10 se liga ao Bloco 9, o Bloco 9 se liga ao Bloco 8 e, assim, sucessivamente.

Assim, são constantemente acumuladas as informações das transações realizadas, de forma que as posteriores extraem sua validade da referência às anteriores. Como os blocos de transações são atrelados aos anteriores, forma-se uma *corrente* – ou *rede* – de *blocos*.

É a engenharia de *software* que permite a criação de uma rede de computadores nos quais os usuários atuam conjuntamente na verificação prévia das transações realizadas. Uma transação está sujeita, para sua validação, à verificação prévia por todos os demais usuários. Não basta um validar. Todos concorrem e participam desta validação.

Evita-se, assim, que se possa falsear uma informação ou transação, já que implicaria na necessidade de alterar não um, mas todos os blocos anteriormente armazenados, o que só pode ser feito com a atuação da maioria absoluta dos usuários, não de um¹⁶².

A validade e segurança de uma transação, lançada em um bloco, decorre de sua pertinência às informações contidas no bloco anterior – já validado – e assim por diante. Como se fosse, por exemplo, um sistema de registro e transferência de ações ou

161 "Sempre que há um consenso, uma transação é gravada em um 'bloco', que é um espaço de armazenamento. O blockchain mantém o controle das transações, que mais tarde podem ser verificadas como tendo sido realizadas. Assim, o blockchain é uma plataforma de transações gigante, capaz de lidar desde microtransações com até transações de altos valores". MOUGAYAR, William. Blockchain para Negócios. Alta Books editora. Rio de Janeiro. 2017. Pg. 21.

162 Interessante perceber, neste ponto, que a confiabilidade do blockchain aumenta em proporção direta ao número de usuários aderidos à rede. Quanto mais pessoas fizerem parte de uma rede blockchain, maior será o número de participantes necessário à uma validação de transação ali realizada.

as anotações de um Cartório de Registro de Imóveis, nos quais a validação da transferência de titularidade sobre um grupo de ações ou um imóvel decorre de sua conformidade com a transação anteriormente ali lançada.

No formato atual do sistema de registro de transferência de ações, ou de imóveis, a confiança está centralizada, conforme o caso, na performance da instituição custodiante ou do Cartório, o *terceiro confiável*. No *blockchain*, a confiança da anotação decorre do bloco de informações anterior, que é mantido e monitorado de forma descentralizada.

Uma instituição custodiante de valores mobiliários, corretora ou Cartório de Registro de Imóveis mantém, atualizada e em segurança, registradas na forma própria, todas as transferências de propriedade realizadas em relação a um determinado ativo. Ex: em 1953, Antônio vendeu o lote X para João; em 1959 João construiu uma casa naquele lote; em 1989, João faleceu e deixou, em herança, a casa para Maria, que a vendeu em 1995, etc.

Há, no cartório, uma memória das transações realizadas, e a validade de uma decorre de sua relação com a anterior. Ex: João só pôde deixar a casa em herança para Maria porque, nas anotações cartorárias, ele constava como proprietário. João, por sua vez, só figurava como proprietário porque havia, segundos as anotações cartorárias, comprado a propriedade daquele que antes ali era referido como o dono anterior.

Verifica-se, assim, que as anotações do Cartório são encadeadas umas nas outras, com a validade da posterior decorrendo de sua concordância com a anterior.

É essa a finalidade, em síntese, também do *blockchain*. As transações vão sendo eletronicamente lançadas em blocos, e estes blocos só são armazenados porque têm relação e correspondência com o bloco anterior, do qual extraem sua validade.

A diferença fundamental é que no *blockchain* esses lançamentos são efetuados dispensando o *terceiro confiável*. A confiança vem da cadeia de blocos, que representa uma espécie

de "memória" daquela transação e tem seu preenchimento e validação sujeito à ação conjunta de todos os usuários, de maneira descentralizada.

Acessar as informações armazenadas não depende, apenas, de se conseguir quebrar as defesas do *terceiro confiável*, repositório destas informações, mas de quebrar as defesas dos múltiplos usuários e, ao mesmo tempo, provedores desta confiança.

Todos os usuários são pontos de defesa do sistema, e quem pretender invadir precisará "quebrar" vários pontos de acesso e não apenas o do centralizador¹⁶³.

Tomada sob seu aspecto jurídico/normativo, o propósito desta rede *blockchain* é analisar, sob o ponto de vista de seus requisitos de validade, transações comerciais realizadas entre os usuários da rede, como compra e venda de moedas, valores mobiliários, empréstimos e até negociações envolvendo imóveis.

Não há um só agente ou grupo determinado capaz de centralizar a geração de confiança prévia nas transações. Todos os destinatários, contratantes, usuários daquela rede validam previamente, fiscalizam, monitoram as operações mútuas, uns dos outros. Aqueles que hoje contrata, amanhã monitora os contratos dos outros, validando-os e aumentando a confiança nele.

Como até aqui foi apontando, a rede em formato *blockchain* aponta, em sua utilidade, para a estruturação de um sistema eletrônico de trocas e armazenamento cuja confiança prévia seja assegurada pela ação dos próprios usuários, sem necessidade de *terceiro confiável*.

A obsolescência do *terceiro confiável*, hoje elemento essencial para a solução do *problema da confiança* em diversos e fundamentais

163 "No sistema blockchain, quando um novo bloco de transações é adicionado, ele fica permanentemente aderido à cadeia de informações ali colocadas. Como cada bloco se refere ao anterior, se alguém desejar fraudar o conteúdo das informações em um bloco, precisará alterar não apenas aquele, mas todos os blocos anteriores. Esta alteração exige uma capacidade computacional que torna, na prática, impossível fazê-lo ou, então, tão caro que não justifica o benefício perseguido" (GATES, Mark. Blockchain. São Paulo: Amazon ed. 2017. Pg. 22).

setores de mercado, certamente implicará em rompimento da forma como hoje se estruturam estes mercados.

Características do sistema blockchain

Desintermediado – não há um agente que se coloca como intermediário de todas as transações ali efetuadas. Elas são realizadas diretamente entre as partes, na forma do que se denomina sistema P2P. A inexistência deste intermediário centralizador de informações torna impossível acessar ou alterar os dados dos participantes por meio de simples acesso às informações armazenadas pelo intermediário, como hoje ocorre.

Descentralizado – por não haver o intermediário nas transações, a verificação da autenticidade das mesmas, bem como sua adequação às regras de negociação, é realizada por todos os participantes do sistema de troca.

Transnacional – não há barreira geográfica para se participar do sistema. Qualquer pessoa, em qualquer lugar, pode participar. Ao mesmo tempo, as regras são dadas pelo sistema de negociação, não por um ordenamento jurídico específico.

Resiliente – as informações armazenadas em blockchain são extremamente protegidas contra alterações, uma vez que eventuais modificações nos dados precisam passar pela aprovação eletrônica de, pelo menos, mais da metade dos participantes. Isso torna praticamente impossível uma fraude em sistemas assim organizados.

Origem e funcionamento online – todo o sistema é totalmente vinculado e implementado através da internet. Não há qualquer registro em documento cartular, seja das transações ou das pessoas que transacionam.

Criptografado – permite a cada usuário identificar-se por meio escolhido (como um token, por exemplo) e, além disso, decidir quando e o que vai transacionar, além de quais dados vai disponibilizar.

Transparente – todas as transações são acessíveis e verificáveis, a qualquer tempo, por todos os usuários. Isso leva também à rastreabilidade das transações ali praticadas.

Capaz de transferir quaisquer bens ou valores – o sistema blockchain permite a realização de transações econômicas verificáveis e autenticáveis. O valor original para o qual foi criado é, com visto, a criptomoeda, mas nada impede que um sistema blockchain seja empregado para transações envolvendo quaisquer outros bens ou ativos, como imóveis, ações, debêntures, derivativos etc.

"Se, agora, a tecnologia do blockchain registra transações financeiras feitas com moedas digitais (o bitcoin, por exemplo), futuramente ele servirá para registrar coisas bem diferentes, como nascimentos e óbitos, títulos de propriedade, certidões de casamento, diplomas escolares, pedidos às seguradoras, procedimentos médicos e votos – essencialmente, quaisquer tipos de transação que podem ser transformadas em código". SCHWAB, Klaus M. A Quarta Revolução. Ob. Cit. Pg. 36

Um sistema eficiente de verificação prévia e descentralizada tem, ao menos potencialmente, poder de reinventar todos os ambientes nos quais há troca constante e generalizada de ativos, como se verifica no mercado de valores mobiliários e no mercado de crédito.

Além disso, todo o sistema de armazenamento de informações referentes às atividades da companhia pode, em tese, ser realizado através do *blockchain*. É o caso, por exemplo, de registro sobre a propriedade e transferência de ações, registro de propriedade sobre bens de qualquer natureza, registro de informações contábeis e, mesmo, de votações.

8.7 – PERSPECTIVAS DA REGULAÇÃO JURÍDICA EM UM MERCADO DESCENTRALIZADO DE NEGOCIAÇÕES DIGITAIS

Resta demonstrado que toda a regulação dos mercados é hoje, via de regra, estruturada a partir da performance de *terceiros confiáveis* (como bancos, bolsas de valores, corretoras e cartórios) e em instituições estatais centralizadoras do papel de regulação e fiscalização, como a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil.

Neste sentido, todo o arcabouço normativo referente ao mercado financeiro e de valores mobiliários está estruturado a partir de um modelo de confiança que tem no *terceiro confiável* seu eixo e principal garantidor. A dúvida que fica é: será possível regular juridicamente um mercado de valores mobiliários estruturado a partir de um modelo de geração prévia e descentralizada de confiança? Em caso positivo, quais são os pontos relevantes para essa regulação?

Obviamente que a questão ainda está longe de ter, dada sua relativa novidade, uma resposta definitiva. Por outro lado, simples sugestões de possíveis modelos regulatórios muitas vezes pouco ou nada diferem de meros exercícios de adivinhação. Há, porém, alguns caminhos que já sinalizam possíveis oportunidades de regulação desta nova realidade descentralizada.

Lawrence Lessig aponta quatro grandes direções nas quais a regulação pode caminhar dentro do que chama de *cyberespaço*: a primeira delas é exatamente através de leis editadas pelo Estado; a segunda advém de normas sociais praticadas entre integrantes de um mesmo grupo; a terceira é decorrente do mercado e representada pelas alterações na relação oferta/demanda e, por fim, aponta ainda o autor a possibilidade de regras estabelecidas a partir da própria concepção (ou, como prefere ele, "arquitetura") do sistemas operacionais¹⁶⁴.

164 LESSIG, Lawrence. Code: version 2.0. 2ª edição. Basic Books. 2006. Pg. 120 e segs.

Admitida, portanto, a premissa de que normas estatais são capazes de regular ambientes virtuais de troca, mesmo quando descentralizados na geração de confiança, Primavera de Filippi e Aaron Wright sinalizam direções para a legislação sobre o tema¹⁶⁵.

A primeira delas predominantemente é dirigida aos usuários finais do sistema descentralizado de confiança, sancionando eventuais ilegalidades cometidas. Embora protegidos por criptografia e pseudônimos, estão hoje disponíveis, para organizações estatais, mecanismos que permitem descobrir a verdadeira identidade das pessoas que acessem tais redes.

Na mesma linha, os agentes fazendários dispõem de instrumentos que permitem cruzamento de informações no objetivo de combater eventuais sonegações fiscais ou outro tipo de infração às normas tributárias.

Outro ponto suscetível de regulação, mesmo em sistemas descentralizados de confiança, está na denominada "camada de transporte", que funciona, grosso modo, como transmissora de dados entre os computadores conectados a uma mesma rede. Sem essa transmissão de dados a rede não funciona. Portanto, os provedores de tais "camadas de transporte" servem como eficientes pontos sobre os quais podem recair normas de conduta.

Ressaltam ainda os autores que mecanismos de busca e redes sociais podem ser objeto de regulação destinada a um sistema descentralizado de troca, uma vez que podem ser proibidos de distribuir ou hospedar conexões com sistemas considerados ilegais.

Por fim, é possível também que as leis estabeleçam regras para o próprio desenvolvimento dos sistemas descentralizados, ao estipular, por exemplo, uma "porta dos fundos"¹⁶⁶ (*backdoor*) acessível às entidades reguladoras ou dando ao Poder Público autorização para simplesmente desativar certas transações.

165 DE FILIPPI. Primavera. WRIGHT, Aaron. Blockchain and the Law: the rule of Code. Harvard University Press. 2018. Pg. 173 e segs.

166 Em essência, essa "porta dos fundos" consiste em permitir que entidades estatais reguladoras (como, por exemplo, a CVM) possam "espiar", através desta "porta", as transações ali ocorridas, para investigar eventuais ilegalidades.

Certo é que o desenvolvimento de um ambiente de negócios que, além de virtual, caminha também para ser descentralizado, impacta em todos os polos fundamentais do mercado de valores mobiliários, pois implica, como se demonstrará no capítulo seguinte, no aparecimento de novos sujeitos, novos objetos e novos caminhos.

A reportagem abaixo trata de um setor no qual o *blockchain* se apresenta, a curto prazo, especialmente promissor. Trata-se das transações envolvendo a compra e venda de imóveis.



5 formas que o blockchain pode transformar a indústria imobiliária

Por Brave New Coin

29/08/2020

Traduzido e editado por Daniela Pereira do Nascimento

A tecnologia blockchain está direcionando mudanças em diversas indústrias, em que o setor imobiliário parece estar pronto para essa disrupção. Então, como o blockchain tornará as transações imobiliárias mais eficazes?

A internet tornou possível que pessoas transferissem informações de forma rápida e barata sem intermediários inoportunos.

A tecnologia blockchain fornece as mesmas vantagens, mas possibilita que pessoas transfiram valor. Então, se a internet transfere palavras e imagens, plataformas blockchain transferem dinheiro, ativos e valor.

Transações tradicionais do setor imobiliário são complexas, custosas e consomem muito tempo. Os processos de gestão no setor imobiliário (compra e venda, aluguel e locação, financiamento e administração) consomem tempo e são ineficientes.

Até hoje, esses processos são muito baseados em papel e exigem o uso de intermediários como gestores de ativos e de propriedade, utilidades, bancos, escritórios de registro predial, cartórios, corretores, advogados e outros conselheiros.

A tecnologia blockchain está transformando indústrias ineficientes e o setor imobiliário não é exceção. Este artigo analisa os casos de uso para blockchain no setor imobiliário e a possível transformação em cinco áreas principais: desintermediação, prevenção a fraudes, contratos autônomos, dinheiro programável e tokenização.

1. Desintermediação

Transações de imóveis são complexas, opacas e caras por conta dos requisitos de intermediários como corretores, bases de dados governamentais de propriedades, empresas de títulos, bases de dados de seguros e propriedade, mediadoras, inspetores, avaliadores e cartórios.

Esses intermediários existem porque retêm informações que podem ser difíceis de acessar ou têm habilidades/licenças necessárias para operar no atual ecossistema de imóveis.

Um blockchain público é uma base de dados pública onde qualquer um pode registrar informações, sem censura e sem precisar de permissão. Igualmente, todos podem acessar as informações.

Considere títulos de propriedade. Escritórios locais de registro e empresas de seguros de títulos mantêm bases de dados de registros de governança de propriedade. Essa informação inclui o endereço, donos anteriores e atuais e diversas incumbências, como hipotecas.

Antes da internet, essas empresas governamentais e de títulos precisavam verificar e registrar dados de propriedade.

Como o blockchain pode substituir esses intermediários?

Jason Ray, fundador e CEO da White Nautilus, afirma que a tecnologia blockchain logo irá permitir que cada propriedade tenha um endereço digital correspondente que contém detalhes de ocupação, finanças, jurídico, desempenho de construção, detalhes físicos e um registro de todas as transações históricas.

Usando o blockchain para registros de propriedade, podemos criar um título digital, criptograficamente seguro que pode ser transferido ou verificado de forma rápida e barata como um e-mail.

“Os dados estarão imediatamente disponíveis on-line e correlacionados entre todas as propriedades”, diz ele. “A velocidade de transação será reduzida de dias/semanas/meses para minutos ou segundos.”

Atualmente, um título a uma propriedade é um pedaço de papel.

Para transferir uma propriedade, você preencherá as lacunas de uma escritura, assiná-la com uma caneta, ir até um cartório que o aprove e, em seguida, esse papel deve ser entregue ao escritório local de registro para ser adicionado à sua base de dados. Não é um processo muito eficiente e digital.

Usando o blockchain para registros de propriedade, podemos criar um título digital. É um registro criptograficamente seguro que pode ser transferido ou verificado de forma rápida e barata como um e-mail.

Antes do e-mail, para enviar uma carta, você precisava de envelopes, selos, caminhões, instalações de triagem e entregadores para organizar e distribuir as correspondências. A digitização de mensagens desintermediou todos esses intermediários.

Quando as pessoas puderem verificar rapidamente os registros de propriedade e transferir um título de forma digital, corretores, mediadoras, empresas de seguro de títulos, registros locais e cartórios públicos seguirão o declínio dos correios.

Ao remover esses terceiros, os custos relacionados podem ser reduzidos. O uso do blockchain e de contratos autônomos para automatizar esses processos economizará tempo e dinheiro. O resultado será uma experiência melhorada e eficiente tanto para compradores como para vendedores.

2. Prevenção a fraudes

A fraude de imóveis é surpreendente. De um lado, é praticada por mesquinhos ladrões em sublocações de US\$ 500 e, por outro lado, estão os maiores bancos e credores de hipotecas do mundo que criaram um caos com locações de falsos créditos hipotecários.

Como o blockchain pode evitar a fraude imobiliária?
Ao fornecer uma base de dados imutável e atualizada por um número ilimitado de participantes, que não depende da confiança de nenhuma parte, não tem ponto único de falha, pelo qual o enviado e o destinatário dos fundos estão logados e onde certificados de governança digital certificados são salvos.

O blockchain tem o potencial de deixar documentos forjados de governança e falsos anúncios no passado.

Os certificados digitais exclusivos de governança são impossíveis de se replicar e estariam diretamente ligados a uma propriedade no sistema, tornando as propriedades de vendas ou anúncios que você não possui quase impossíveis. Suécia foi um dos primeiros países a considerar casos de uso de blockchain para o setor imobiliário e a criação de transferências de títulos imutáveis — em colaboração com Chromaway e Kairos Future — e o governo do Reino Unido anunciou um plano de migrar para um sistema de registro predial baseado em blockchain até 2022.

3. Contratos autônomos

O objetivo de um contrato autônomo é reduzir a necessidade de humanos processarem, confiarem e verificarem um acordo. Um contrato autônomo é automatizado e irá executar uma ação quando condições específicas forem atendidas.

Plataformas blockchain como Ethereum têm a capacidade de realizar "contratos autônomos", um termo popularizado pelo pioneiro de dinheiro digital Nick Szabo. Ele deu o exemplo de uma máquina de venda automática que libera um item após uma seleção for feita e o valor correto for depositado.

Então como um contrato autônomo seria utilizado em uma transação de propriedade em blockchain?

Andrew Hinkes, parceiro da Equipe de Solução de Disputas da Berger Singerman LLP, explica como contratos autônomos poderiam alterar drasticamente a forma como transações imobiliárias e simples são realizadas.

"Parte A e Parte B entram em um contrato que requer que a Parte A pague US\$ 200 mil para a Parte B em troca de a Parte B concordar em transferir o título para a unidade de condomínio da Parte B à Parte A após o recebimento do pagamento", explica Hinkes.

"Atualmente, se a Parte A pagar o dinheiro, mas a Parte B se recusar a apresentar o título, a Parte A deve contratar um advogado para buscar pelo desempenho específico desse contrato ou obter danos. A determinação do resultado será feita por uma terceira parte: um juiz, um júri ou árbitro."

Já que o contrato é executado automaticamente com base nas regras pré-determinadas e concordadas pelas partes no contrato, existe pouco risco de fraude e não há necessidade de medidas externas para realizar o desempenho do acordo. Porém, Hinkes diz que o uso de um contrato autônomo pode evitar a possibilidade de uma parte fazer algo enquanto a outra se recusar ou falhar em fazê-lo. "Usando um contrato autônomo, Parte A e Parte B podem concordar com a mesma transação, mas estruturá-la de forma diferente", explica ele. Nesse contexto, Parte A irá concordar em pagar US\$ 200 mil em criptoativos à Parte B e a Parte B irá concordar em transmitir o título ao condomínio em um tipo específico de moeda no blockchain.

Quando a Parte A transferir os criptoativos à Parte B, essa ação servirá como um evento de ativação para a Parte B que, em seguida, automaticamente enviará a moeda específica, que significa o título do condomínio emitido à Parte A.

A transferência estará completa e a governança do condomínio da Parte A é verificável por meio de um registro público no blockchain.

Estruturar essa transação como contrato autônomo certifica que a transferência aconteça logo que os fundos forem recebidos e resulta em um registro publicamente disponível e verificável da transferência.

Já que o contrato é executado automaticamente com base nas regras pré-determinadas e concordadas pelas partes no contrato, existe pouco risco de fraude e não há necessidade de medidas externas para realizar o desempenho do acordo. Além disso, nenhuma ação de desempenho específica precisaria ser necessária para finalizar a transferência após o pagamento ser feito porque a moeda, que representa o título do condomínio, é automaticamente transferida e a transferência é automaticamente publicadas a terceiros no blockchain.

4. Dinheiro programável

Embora o preço de criptoativos no setor imobiliário tenha se mostrado muito volátil para servir como pagamento, o verdadeiro poder dos criptoativos nesse setor é o código digital e programável.

Com fiduciárias, você precisa de humanos e bancos, mas o dinheiro digital pode ser programado para custódia ou para ser distribuído.

Quando alguém aluga um apartamento, o proprietário faz um depósito de segurança caso o inquilino cause danos à propriedade. Pela lei, devem manter os fundos em uma conta de depósito separada e não gastá-los.

Quando o contrato acabar, o inquilino deve depender da boa fé do proprietário em devolver o depósito. Mas se você já teve de ir ao Tribunal de Pequenas Causas, você sabe como esses sistemas baseados em confiança falham.

O bitcoin tem uma função chamada "multiassinaturas" (ou "multi-signature"). Ao enviar bitcoins, você usa sua chave privada para aprovar o envio de criptomoedas a outra pessoa.

Com "multisig", você pode criar uma transação com três chaves privadas, onde são necessárias pelo menos duas pessoas para o envio dos ativos.

O bitcoin tem uma função chamada "multiassinaturas": ao enviar bitcoins, você usa sua chave privada para aprovar o envio de criptomoedas a outra pessoa (Imagem: Freepik/stories)

Usando esse recurso, é possível criar um depósito programável. Em vez de enviar dólares à conta bancária do proprietário, o inquilino e o proprietário criam uma transação de multiassinaturas.

O inquilino e o proprietário têm uma chave privada cada e uma terceira chave privada é dada a um terceiro neutro que atuará como árbitro.

Para que o depósito de segurança seja gasto, duas dentre três pessoas precisarão usar sua chave privada. Os fundos são bloqueados no depósito de cripto até o fim do contrato. O proprietário sempre quer esse dinheiro de volta, então terão de aprovar a transação com sua chave privada. Quando o contrato acabar, se o inquilino não danificar a propriedade, o proprietário usará sua chave privada para devolver o depósito em bitcoin.

Se o inquilino causar danos à propriedade, então o inquilino irá enviar evidências ao árbitro. O inquilino pode responder. Após o árbitro ouvir os dois lados, usarão sua chave privada para enviar o depósito à parte vencedora.

O bitcoin pode ser enviado instantaneamente, 24 horas por dia, sete dias por semana.

Não há espera, documentação em papel ou encaminhamento de números de contas e horários bancários para uma transferência eletrônica.

5. Tokenização

Valores mobiliários digitais ou security tokens são valores mobiliários tradicionais que são apoiados pela tecnologia blockchain. Security tokens podem representar uma participação na governança de um detentor em ativos tangíveis, como imóveis.

Security tokens permitem que investidores analisem a estrutura de governança em uma rede blockchain verificável e são criados para fornecer maior transparência.

A capacidade de adquirir um token digital que representa uma fração de um imóvel diminui as barreiras para o investimento em imóveis.

Geralmente, investimentos exigem muito capital para adquirir uma propriedade. Como uma alternativa, investidores podem aplicar seu dinheiro para adquirir maiores propriedades. Por meio do blockchain, investidores podem ter acesso a um aplicativo de negociação para comprar e vender ações de tokens conforme desejarem.

Além disso, governança fracional oferecerá os benefícios do investimento imobiliário sem as tarefas de administração envolvidas na autogestão das propriedades.

Em escala, imóveis tokenizados iriam ampliar drasticamente o possível pool de investidores e aumentar o fluxo de liquidez imobiliária em todo o mundo.

<https://www.moneytimes.com.br/5-formas-que-o-blockchain-pode-transformar-a-industria-imobiliaria/>

8.8 - ARRANJOS DE PAGAMENTO, *BLOCKCHAIN* E *SMART CONTRACTS*: SUA UTILIZAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO PELO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL



O PIX, tecnologia desenvolvida pelo Banco Central do Brasil e lançada em 2020 significa, notadamente, a adoção da estrutura dos arranjos de pagamentos e sua incorporação ao sistema bancário e regulatório brasileiro, pois viabiliza a transferência *online* e imediata de recursos financeiros, em Reais, através do sistema bancário e sem qualquer pagamento de tarifas.

A diferença básica para a forma original dos arranjos de pagamentos é que, para o uso do PIX, é necessário ser cliente de

uma instituição bancária vinculada ao Sistema Financeiro Nacional, ao contrário do que ocorre com outros arranjos de pagamento.

Além do PIX, o Banco Central do Brasil, visando incorporar aspectos fundamentais da tecnologia *blockchain* e dos *smart contracts* ao Sistema Financeiro Nacional, lançará, em 2024, o DREX, que funcionará como uma plataforma *online* de registro e execução de transações baseadas no Real.

Para isso, foi criada uma versão digital do Real, denominada DREX¹⁶⁷. É uma moeda de existência e circulação digital, como, por exemplo, o *bitcoin* e outras similares. Entretanto, o DREX é lastreado no Real, de forma a preservar a moeda brasileira, enquanto as demais criptomoedas são, como já demonstrado, desvinculadas de um Estado emissor. Assim, um DREX corresponderá necessariamente ao valor de um Real.

O Banco Central do Brasil manterá uma plataforma digital estruturada a partir de *Distributed Ledger Technology* (algo como Tecnologia de Registro Distribuído), que nada mais é do que uma plataforma desenvolvida a partir da tecnologia *blockchain*, originalmente criada para as transações envolvendo o *bitcoin*.

Entretanto, e ao contrário da tecnologia usada, por exemplo, para o *bitcoin*, esta plataforma DREX será centralizada, já que mantida e regulamentada pelo Banco Central do Brasil e de acesso apenas a clientes de instituições vinculadas ao Sistema Financeiro Nacional. Portanto, para que se possa acessar e fazer transações na Plataforma DREX, é preciso manter conta em instituição bancária nacional.

A vantagem é que, espelhadas nos *smart contracts*, as transações na plataforma DREX terão autoexecutoriedade. Assim,

167 "As letras "d" e "r" fazem referência ao Real Digital, o "e" vem de eletrônico e o "x" traz a ideia de conexão, associada à tecnologia utilizada. O conceito visual da marca Drex remete ao universo digital, refletindo o contexto da agenda de modernização financeira conduzida pelo Banco Central. As duas setas inseridas na letra "d" representam etapas de uma transação digital e simbolizam a evolução da moeda brasileira para o ambiente digital. A transição de cores nas setas, do azul para verde claro, passa a mensagem de "transação concluída". Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/drex>. Site consultado em 13/12/2023.

da mesma forma que se tem no caso do *bitcoin*, uma transação entre duas partes é efetivada, pela própria Plataforma DREX, sem necessidade de ação dos contratantes. Assim, não há risco de que um destes contratantes cumpra sua parte sem que o outro cumpra a sua.

Em caso de, por exemplo, um contrato de compra e venda de imóvel registrada na Plataforma DREX, o valor devido pelo comprador somente será transferido, para a conta do vendedor, se este último comprovar, pelos meios exigidos na plataforma, que tomou todas as providências necessárias à transferência do imóvel.

Da mesma forma, o vendedor estará seguro de que, mesmo tendo comprovado, na plataforma, que tomou todas as providências para a transferência do imóvel, esta somente se dará, em favor do comprador, quando o valor de compra do bem estiver disponível.

Ao contrário do PIX, a Plataforma DREX não necessariamente realiza a transferência de forma imediata. A transação só é implementada quando demonstrado, na plataforma, que foi cumprida a prestação de ambas as partes.

Tem-se, portanto, que é uma inovação encaminhada pelo Banco Central do Brasil no sentido de incorporar a autoexecutoriedade das transações, elemento central dos *smart contracts*, ao sistema bancário nacional, viabilizando, para os clientes, , uma forma segura de registro e cumprimento de transações.

9. TECNOLOGIA, DISRUPÇÃO DIGITAL E MERCADO DE CRÉDITO: NOVOS TOMADORES DE DECISÕES, NOVOS ATIVOS E NOVAS FORMAS DE CAPTAÇÃO PÚBLICA DE RECURSOS

9.1 – O USO DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL NA TOMADA DE DECISÕES NO MERCADO DE CRÉDITO

9.1.1 – TOMADA DE DECISÃO E INVESTIMENTOS

A microeconomia clássica - e, por consequência, também a análise econômica do Direito - é estruturada a partir de algumas premissas metodológicas, entre as quais está a do ser humano como agente racional e tomador de decisões, segundo critérios por ele assumidos ou estabelecidos. Pessoas tomam e implementam decisões diariamente, e o fazem segundo um padrão de racionalidade.

É certo que a premissa do ser humano como constante tomador de decisões racionais não pode ser levada ao extremo. A denominada *Economia Comportamental* apresenta sólidas demonstrações de que as decisões humanas não são exatamente pautadas, sempre, por um padrão abstrato de racionalidade, sendo, ao contrário, muitas vezes decorrentes de sentimentos, emoções, falsas impressões da realidade ou mesmo deficiência em analisar fatos¹⁶⁸.

A tomada de decisão se torna particularmente importante quando se pensa no mercado financeiro ou de valores mobiliários.

¹⁶⁸ Richard H. Thaler, prêmio Nobel de Economia e referência em matéria de Economia Comportamental, remete, para ilustrar o tema, ao que chama de "homo economicus", agente tomador de decisões sempre objetivas e racionais que fundamenta a generalidade dos modelos econômicos e ao "homo sapiens", esse sim um ser racional, claro, mas também movido, em suas decisões, por fatores outros que não a simples adoção de um modelo objetivo de relação custo/benefício de cada escolha. THALER, Richard H. *Misbehaving: the making of Behavioral Economics*. Norton & Company, 2015. Pg. 4.

Aqui há tanto a presunção quanto a exigência de alto grau de objetividade e respeito a padrões abstratos de racionalidade, no que tange à tomada de decisões.

É correto, por um lado, presumir alto grau de informação, formação e especialização dos investidores no mercado de valores mobiliários, o que lhes confere, ao menos em tese, maior capacidade de análise e objetividade para decidir sobre o assunto¹⁶⁹.

Por outro lado, a genuína exigência de que as decisões tomadas no mercado financeiro e de valores mobiliários sejam fundadas em altos padrões de racionalidade decorre da constatação de que os valores investidos não são, em regra, apenas dos próprios tomadores de decisão – na pessoa dos gestores destes recursos – mas de uma coletividade de poupadores¹⁷⁰.

Portanto, ao se pensar em decisões no mercado financeiro e de valores mobiliários é indispensável conjugar o alto grau de racionalidade exigido e presumido de quem toma tais decisões com a natural possibilidade, inerente aos seres humanos, de subjetividade e falhas comportamentais que venham a comprometer a conduta esperada de tais tomadores de decisões.

Além disso, há outra importante variável a considerar.

Até algumas décadas atrás, as decisões tomadas eram colocadas em prática com a participação presencial das pessoas envolvidas na decisão. Ao decidir contratar, as partes precisavam estar fisicamente presentes neste ato, ou se fazer representar por outras pessoas. Decisões eram colocadas em prática, prevalentemente, por ato entre pessoas fisicamente presentes.

169 Mesmo autores como Richard H. Thaler, consideram o grau de especialização dos tomadores de decisão um aspecto fundamental para a sustentação de modelos racionais de tomada de decisões. (THALER, Richard H. *Misbehaving: the making of Behavioral Economics*. Ob. Cit. Pg. 125 e segs.

170 O estudo de Peter Bernstein (BERNSTEIN, Peter. *A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos*. Ed. Campus. Rio de Janeiro. 2008) faz longa retrospectiva sobre o assunto, com o objetivo de apresentar teorias que aceitem ou relativizem a premissa da máxima racionalidade econômica como padrão de decisões no mercado de capitais e, também, de salientar seus enormes impactos sobre o interesse de terceiros.

Como apontado no capítulo anterior, a primazia da internet como ambiente de trocas fez com que as decisões passassem a ser implementadas à distância, através de comandos emitidos, em ambiente virtual, pelos participantes daquele negócio jurídico.

Tornaram-se comuns (para não dizer predominantes) situações na quais ocorre a execução eletrônica de decisões tomadas por seres humanos. Desde a aquisição de ações em bolsa de valores ou a contratação de um empréstimo bancário até a simples compra de um produto ou serviço, é raro aquilo que não se pode contratar em ambiente virtual.

Conclui-se, portanto, que há decisões humanas que são presencialmente efetivadas e, também, decisões humanas que são eletronicamente implementadas.

Atualmente, porém, a disrupção tecnológica chegou a um outro nível, já que coloca em dúvida a exclusividade do ser humano não apenas como executor, mas também como tomador, formador de decisões racionais. Trata-se da comumente denominada *inteligência artificial*, que, no mercado de capitais, repercute sob a forma das chamadas *negociações de alta frequência*, ou HFT (sigla para "high frequency trading")¹⁷¹.

Softwares ou *robôs* concebidos a partir de algoritmos já se mostram capazes de tomar decisões a respeito de "quando", "quanto", "onde" e "o quê" comprar ou vender no mercado de valores mobiliários.

Não se trata mais, apenas, de um instrumento de efetivação de decisões, mas de um elemento capaz de ponderar sobre as variáveis fundamentais na tomada de decisão, como o tempo ("quando" decidir), a quantidade ("quanto" comprar ou vender), o

171 "High-frequency trading refers to fast reallocation or turnover of trading capital. To ensure that such reallocation is feasible, most high-frequency trading systems are built as algorithmic trading systems that use complex computer algorithms to analyze quote data, make trading decisions, and optimize trade execution. All algorithms are run electronically and, therefore, automatically fall into the "electronic trading" subset." Aldridge, Irene. High frequency Trading. 2º edition. John Wiley & Sons. Inc. 2013. New Jersey. Pg. 23)

lugar da decisão ("qual o ambiente" físico ou virtual no qual vai agir) e, principalmente, sobre o objeto ("o quê" comprar ou vender)¹⁷².

Há, portanto, um novo agente tomador de decisões no mercado de valores mobiliários, capaz de afastar a premissa de que as decisões são exclusivamente tomadas por seres humanos, ainda que sob o manto de pessoas jurídicas ou similares, como fundos de investimento?

Este novo tomador de decisões conseguirá suprir as eventuais falhas comportamentais humanas e, enfim, ser capaz de agir com a máxima racionalidade em matéria de investimentos?

9.1.2 – ALGORITMOS E TOMADA DE DECISÃO NO MERCADO DE CRÉDITO

A tomada de decisão é, essencialmente, a colocação em prática de uma escolha. Uma vez que seja, do ponto de vista fático ou jurídico, impossível colocar todas as opções em prática, torna-se necessário adotar uma das alternativas e, em consequência, descartar todas as outras.

Essa seleção entre alternativas é efetuada a partir da relação custo/benefício entre cada uma das escolhas que se apresentam. O agente tomador de decisões pondera os custos e possíveis ganhos de cada opção e, a partir das informações de que dispõe, pretende escolher a alternativa que lhe atraia maiores ganhos, com menores riscos e custos possíveis.

Para conseguir montar tal caminho decisório o agente precisa de *informações*, já que só assim ele consegue, ainda que de forma

172 Pretende-se, inclusive, "corrigir" as falhas que decisões tomadas por seres humanos apresentam, já que, como aqui salientado, nem sempre elas conseguem ser absolutamente racionais. "Na última década, ou duas, a economia comportamental tem contado uma história muito particular sobre os seres humanos: a de que somos irracionais e propensos ao erro, o que é devido em grande parte ao defeituoso e idiossincrático hardware do cérebro". CHRISTIAN, Brian. GRIFFITHS, Tom. *Algoritmos para viver: a ciência exata das decisões humanas*. Ed. Companhia das Letras. São Paulo. 2017. Pg. 16.

incompleta, quantificar riscos, ganhos e perdas de cada uma das alternativas entre as quais tem que escolher.

À medida que são obtidas informações relevantes, mais fácil se torna identificar a escolha certa. Quanto mais informada é uma decisão, maior a chance de ela ser correta, segundo os critérios do tomador.

Necessário lembrar, entretanto, que a reunião destas informações relevantes implica custos e tempo, algo que, por sua vez, pode levar o tomador de decisão à perda da escolha certa. Quanto mais o tomador de decisões se informa, mais tempo ele leva para decidir e mais custos ele assume para se informar, o que pode levá-lo à perda da oportunidade certa ou, ao menos, a custos desnecessários.

Como tomar uma decisão informada quando o próprio ato de se informar prejudica o resultado? Colher informações de menos implica no aumento da possibilidade de não se chegar à melhor decisão, mas colher informações demais pode significar deixar a melhor alternativa passar.

Há, assim, um momento em que o tomador de decisões deve parar de colher informações e partir para a implementação daquela que lhe pareça a melhor escolha, com as informações de que disponha. É o que se chama de *parada ótima*, o momento em que se deve parar de apenas colher informações e colocar em prática uma escolha¹⁷³. É o momento exato em que se verifica que há informações suficiente para se tomar uma decisão eficiente.

Quando se fala em *informações e decisões* é preciso lembrar também que não bastam dados acerca de alternativas. Além de colher informações, o tomador de decisões precisa conciliá-las com os seus critérios, suas preferências. Cada pessoa atribui pesos diferentes à cada uma das variáveis relevantes para aquela decisão. Tome-se o seguinte exemplo:

173 CHRISTIAN. Brian. GRIFFITHS. Tom. Algoritmos para viver: a ciência exata das decisões humanas. Ob. Cit. Pg. 54 e segs.

Duas pessoas saem de casa para comprar, cada uma, um carro para si mesmas. Suponha-se que ambas podem e querem gastar o mesmo valor. Elas vão às mesmas concessionárias, conversam com os mesmos vendedores, examinam exatamente os mesmos modelos de carros. Elas têm, portanto, as mesmas informações sobre o objeto da decisão. Isso significa que elas comprarão o mesmo carro, ou seja, que farão a mesma escolha? De modo algum. Iguais informações não significam iguais decisões, pois as informações são sujeitas aos critérios de cada um dos tomadores da decisão.

Qual a cor preferida de cada um? O que mais valorizam num carro? Beleza, espaço, potência do motor, segurança? Ambos sabem exatamente as mesmas coisas e dispõem dos mesmos recursos, mas chegam a decisões diferentes pois cada um submete tais informações aos seus próprios critérios decisórios.

Investir é tomar decisões a respeito das possíveis destinações dos recursos financeiros disponíveis. Organizar mentalmente alternativas existentes, colher informações sobre cada uma delas, submeter tais informações aos seus critérios pessoais e colocar a melhor opção em prática. Tudo isso é feito por seres humanos, mas pode ser estruturado em modelos matemáticos, os algoritmos.

Algoritmos são passos matematicamente elaborados destinados a permitir a tomada de *decisão ótima*. Conciliam as alternativas disponíveis com as informações obtidas sobre cada uma delas, as regras estabelecidas para colocá-las em prática e preferências apontadas de forma a, a partir daí, apontar "o quê", "quanto", "onde" e "quando" fazer ou deixar de fazer algo.

Algoritmos são capazes de encontrar livros, roupas ou hotéis mais adequados às preferências que lhe são apresentadas pelo tomador da decisão. É, entretanto, necessário que este agente tomador da decisão forneça (direta ou indiretamente) ao mecanismo de cálculo quais critérios levar em consideração, ou seja, quais são as variáveis de maior relevância para a decisão: preço, lugar do hotel, marca da roupa, autor ou assunto do livro, etc.

Nas redes sociais ou no sistema de busca pela internet essa informação é dada pelo usuário, quando ele procura, por exemplo, por hospedagem em uma determinada praia, um certo modelo de tênis ou um livro sobre assunto específico.

Ao fazer tais buscas, o usuário está fornecendo suas preferências decisórias aos *softwares*, como a praia que pretende visitar, o tipo de tênis que gosta ou o livro que quer ler. Sabendo dos critérios decisórios do usuário, o *software* se vale de algoritmos para organizar alternativas, colher informações sobre essas opções e filtrar o custo e benefício de cada uma delas, sempre submetendo as informações de que dispõe aos critérios revelados pelo usuário.

Softwares e algoritmos potencializam enormemente a capacidade de cálculos dos seres humanos, bem como dispõem de uma capacidade infinitamente maior de armazenar e combinar dados relevantes. São análises realizadas em enorme quantidade, tempo mínimo e ponderando informações e preferências em número gigantesco.

É como o computador programado para vencer uma partida de xadrez contra uma pessoa: estabelecida a preferência a ser satisfeita (vencer a partida), a máquina tem, a partir daí, uma capacidade de analisar alternativas de jogadas e as possíveis consequências de cada uma delas, dentro das regras do jogo, muito maior do que a do cérebro humano¹⁷⁴.

O mesmo raciocínio fundamental vale também para a seleção de hotéis, roupas, tênis ou, como interessa mais no momento, opções

174 Em 1997, pela primeira vez um computador (chamado Deep Blue) venceu uma partida de xadrez contra o então campeão mundial da modalidade, Gary Kasparov. "Na verdade, a vitória do Deep Blue em 1997 foi justa e inequívoca. Foi também uma realização histórica, a culminação de uma odisséia de 55 anos, cujas implicações foram muito além do xadrez. (...) Essa vitória constituiu um momento profundo e emocionante, cuja importância o mundo inteiro logo pôde compreender intuitivamente: a tecnologia movia-se agora em direção a um novo reino ameaçador. Uma coisa era construir-se máquinas que pudessem mover-se sobre a terra, ou voar sobre o oceano, ou até mesmo reconhecer um rosto. Mas a vitória do Deep Blue sobre Kasparov indicava que agora estávamos produzindo máquinas que poderiam competir conosco intelectualmente. (SHENK. David. O Jogo Imortal. Jorge Zahar Editor. Rio de Janeiro. 2007. Pg. 196/197)

de aplicações de recursos financeiros. Há algoritmos capazes de, diante das preferências a ele sinalizadas, selecionar os melhores ativos financeiros, a partir do processamento de um número muito maior de informações do que seria capaz um investidor humano.

No caso dos investimentos, os próprios “parâmetros de negociação” (como início, calendário, preço, quantidade ou modo de gestão) são, entre as alternativas possíveis, determinados automaticamente por um algoritmo informativo¹⁷⁵.

Retomando a comparação acima, é como se o algoritmo “investidor” não só selecionasse as opções de hotéis mais adequadas às preferências do tomador da decisão, mas, além disso, fizesse a reserva naquele considerado o mais adequado, nas datas correspondentes às férias do usuário, pagasse as diárias e, ainda, fizesse tal pagamento de forma a permitir a melhor condição, como número de parcelas, data de vencimento, etc.

Assim, a *negociação de alta frequência* consiste em comprar e vender ativos financeiros de negociação pública (como ações e outros valores mobiliários) de forma constante, extremamente veloz e em altíssimas quantidades, com base em decisões formadas a partir de algoritmos e colocadas em prática, com a requerida velocidade, por *softwares*¹⁷⁶.

175 “Assim, a intervenção humana restringe-se à própria programação dos algoritmos a montante da negociação; após a sua criação, o algoritmo ‘vivifica-se’ e adquire uma faculdade negocial autônoma”. (QUELHAS, José Manuel. High Frequency Trading. Universidade de Coimbra. Boletim de Ciências Econômicas. Volume. LVIII. Coimbra. 2015. Pg. 317)

176 “Fundos de investimento ou bancos de médio e grande porte gerenciam portfólios com centenas de posições em qualquer tempo dado. O banco (ou o fundo) monitoram os dados do mercado, computadores atualizam os valores dos chamados ‘osciladores’ indicando quais posições devem ser adquiridas (...) Em geral, o que ocorre na prática é que os fundos de investimentos, tanto os pequenos quanto os grandes, antes de começarem a usar um novo modelo de algoritmo, fazem um teste de eficiência a partir de uma amostra de dados da seguinte forma – uma fração da amostra é utilizada para estimação de parâmetros considerados adequados para o algoritmo, com a fração restantes, o algoritmos é validado simulando seu desempenho. Sendo o algoritmo aprovado nessas etapas de teses, o mesmo é colocado no mercado (...) Mas não importa o quão bons sejam os algoritmos, eles sempre necessitarão de testes e atualizações. Os mercados estão em constante mudança e conquistas passadas não são indicativos de quaisquer sucessos futuros”. (UEMATSU, Akira Aricê de Moura Galvão. Algoritmos de

Chama a atenção não apenas o fato da formação da decisão sobre os investimentos se dar sem relevante atuação humana, mas também o fato de que tais decisões se baseiam em uma capacidade de captação e processamento de informações muitíssimo superiores à do cérebro humano¹⁷⁷, bem como a velocidade com que tais decisões são eletronicamente implementadas¹⁷⁸.

Investir em alta frequência com o uso de algoritmos exige, entretanto, que o *software/robô* seja informado sobre as preferências, o “perfil” do investidor, ou seja: quais são as variáveis mais relevantes para aquele caso (como menor ou maior risco, maior ou menor liquidez, etc). São os critérios mais relevantes para a tomada de decisão, os quais serão buscados, pelo algoritmo, entre as opções do mercado.

Além disso, é necessário que haja capital suficiente para assegurar o devido cumprimento das decisões tomadas a partir dos algoritmos “investidores”, assim como *softwares* capazes de executar, com a necessária velocidade, as ordens de compra ou venda emitidas.

No que tange à regulação das *negociações de alta frequência*, há vários pontos que suscitam dúvidas e preocupações, posto tratar-se de uma tecnologia evidentemente disruptiva e, portanto, capaz de subverter vários padrões até então inquestionáveis no mercado financeiro¹⁷⁹.

negociação com dados de alta frequência. Dissertação de Mestrado. 2012. Instituto de Matemática e Estatística da Universidade de São Paulo. Pg. 9/10)

177 Para que se possa ter uma ideia de volume e tempo destas transações em alta frequência, as unidades de medidas adotadas são milhões de ordens de negociação em dez microssegundos (a milionésima parte de um segundo). ALDRIDGE. Irene. High frequency Trading. Ob. Cit. Pg. 122.

178 A velocidade de implementação das decisões é inerente à ideia de HFT. Há, por outro lado, o termo low frequency trading, usado para os casos de decisões por algoritmos em volume menor (BODEK. Haim. The problem of HFT: collected writings on High frequency Trading & Stock Market Structure reform. DCM. United States. 2013).

179 Neste sentido vale citar a Diretiva 2014/65 da União Europeia, que regula vários aspectos referentes às ali denominadas “negociações algorítmicas”. Nota-se preocupação com a transparência das informações e plataformas utilizadas, garantia de cumprimento das ordens emitidas, bem como questões referentes a

Entre tais pontos de preocupação, há um problema básico e estrutural na utilização de *softwares* e algoritmos de investimento, consistente na possibilidade de que, dadas a constância, velocidade e quantidade de dinheiro investido, eles possam comprometer o modo de formação de preços no mercado financeiro.

No caso das *negociações em alta frequência*, com o volume de dinheiro e de operações envolvidas, bem como a velocidade de implementação das decisões, há o temor de tais “investidores” venham a ser *formadores de preço*, influenciando artificialmente na oferta ou demanda por um determinado de ativo financeiro.

Além deste problema central, causa preocupação o desenvolvimento de formas eficientes de identificação dos responsáveis pelas operações, importante tanto para fins de transparência no mercado quanto, principalmente, para a aplicação de eventuais sanções.

Há ainda, como outro foco de atenção regulatória, a preocupação em garantir que todas as ordens emitidas no mercado sejam lastreadas em recursos financeiros efetivamente existentes e disponíveis, de modo a evitar possíveis inadimplementos.

De modo a minimizar tais riscos, há alguns pontos para os quais apontam as diferentes regras aplicáveis à estas negociações:

a) Obrigatoriedade de registro dos operadores HFT, de forma que a Comissão de Valores Mobiliários e a bolsa de valores possam saber quem são e sobre eles exercer seus poderes regulamentar, fiscalizador e sancionador;

b) Obrigatoriedade de divulgação da informação de que se trata, na operação, de HFT. Chama-se “flagging”, no jargão do mercado;

c) Criação de um sistema eletrônico de prevenção contra erros no funcionamento dos sistemas HFT ou, ao menos, a existência de mecanismos de rápida e eficiente reparação de eventuais danos;

quantidade e velocidade das negociações.

d) Estabelecimento de padrões próprios de transparência nas formas de negociação, bem como no que tange aos sistemas empregados;

e) Fixação de limites mínimos de tempo entre cada operação e limites máximos de ordens a serem emitidas dentro daquele limite de tempo;

f) Aferição da capacidade de pagamento dos operadores de HFT em relação ao montante de dinheiro movimentado por eles no mercado.

9.2 – DISRUPÇÃO DIGITAL E NOVOS ATIVOS FINANCEIROS: AS CRIPTOMOEDAS

Um dos pilares fundamentais para qualquer país juridicamente organizado e com um sistema econômico minimamente em funcionamento está na moeda, unidade de valor fundamental.

Em complemento a tal assertiva é também correto afirmar o monopólio estatal em relação à emissão de moeda. Mesmo entre autores liberais, como Adam Smith¹⁸⁰, a ingerência exclusiva do Estado sobre o assunto é reconhecida, há séculos, como uma de suas funções essenciais.

Há, pelo menos, três grandes funções econômicas da moeda¹⁸¹ emitida e garantida pelos diferentes Estados. Elas são importantes para a compreensão das criptomoedas.

A primeira das funções da moeda é funcionar como padrão de comparação de valor entre diferentes bens ou serviços. A todos os bens e serviços disponíveis no mercado são atribuídos valores em moeda, o que permite a compra e venda recíproca deles mediante a comparação de preços a partir de um referencial único.

180 BRUE, Stanley L. História do Pensamento Econômico. 6ª edição. Ed. Thomson. São Paulo. 2005. Pg. 73.

181 MANKIW, Gregory, N. Introdução à Economia. 3ª ed. Ed. Thomson. Pg. 628/629. ROSSETTI, José Paschoal. Introdução à Economia. Ed. Atlas. São Paulo. 20ª edição. 2003. Pg. 648/649.

Nessa função, a moeda viabiliza a comparação de valores entre diferentes bens e serviços e estabelece padrões de troca. Por exemplo: quantos salários mínimos são necessários para comprar um carro? Quantos quilos de arroz correspondem ao aluguel de um determinado apartamento etc.

A segunda função essencial da moeda está em servir como meio de quitação, de extinção das obrigações patrimoniais assumidas no mercado. Dada sua natureza, toda e qualquer obrigação patrimonial pode ser extinta com a transferência de moeda. Sendo assim, é a moeda que permite aos agentes econômicos a aquisição dos bens e serviços disponíveis.

A terceira função básica da moeda está em permitir quantificar a riqueza produzida e armazenada em um determinado sistema econômico, como, por exemplo, um país, uma cidade etc. Funciona, assim, como índice de reserva de valor, já que permite a pessoas físicas e jurídicas quantificarem, segundo essa referência única, a riqueza que produziram e conseguiram armazenar.

Para conseguir cumprir as suas funções básicas a moeda apresenta ao menos duas características essenciais. São elas:

a) Liquidez absoluta – a moeda precisa ser algo conversível, sem que haja lapso temporal, em qualquer bem ou serviço disponível no mercado. É um ativo que pode ser imediatamente trocado por qualquer bem ou serviço disponível no mercado.

b) Aceitação geral e irrestrita – a moeda deve ser algo admitido, como meio de aquisição ou troca, por qualquer agente econômico que atue naquele determinado mercado. Nos padrões econômicos atuais, essa aceitação geral e irrestrita vem na forma do chamado “curso forçado”, quando o Estado emissor da moeda impõe, por meio de leis, a obrigatoriedade de adoção e circulação, em seu território, da moeda por ele emitida.

Outra característica da moeda hoje adotada na generalidade dos países está na inexistência de um valor intrínseco para ela. Isso quer dizer que o papel (ou metal) no qual são corporificadas as

moedas não têm, em si mesmos, qualquer valor. Seu valor decorre exclusivamente do seu uso como referência de troca, uso este que advém de uma imposição estatal, o qual é também o garantidor da credibilidade daquela moeda.

A compreensão desta característica das atuais moedas é facilitada quando elas são comparadas com as chamadas "moedas mercadoria". Neste último caso, a moeda é corporificada em um objeto que teria o mesmo valor, mesmo se não fosse usado como moeda. São objetos que valem por si só, ou seja, têm um valor intrínseco que deles decorre mesmo se não usados como moeda. São, por exemplo, os casos em que se adotava o ouro como referência monetária¹⁸².

Outro ponto fundamental sobre a moeda estatal está na constatação de que seu lastro, confiabilidade e, por consequência, valor de troca decorre da quantidade de riqueza produzida pelo país, isto é, está vinculado ao montante de riqueza existente naquele país.

Um país só pode aumentar sua emissão de moeda se este aumento corresponder a um efetivo e igual acréscimo na riqueza ali produzida, sob pena de a moeda perder parte de seu valor de compra, já que haverá mais moeda disponível para comprar a mesma quantidade de bens e serviços.

Grosso modo, têm-se então que quando a emissão de moeda, pelo Estado, não corresponde a um efetivo aumento na riqueza produzida pelo país emitente, há perda no valor de compra desta moeda.

182 "Outro exemplo de moeda-mercadoria são os cigarros. Nos campos de prisioneiros de guerra durante a Segunda Guerra Mundial, os prisioneiros trocavam bens e serviços entre si usando cigarros como reserva de valor, unidade de conta e meio de troca. De forma similar, quando a União Soviética estava em colapso, no final da década de 1980, os cigarros começaram a substituir o rublo como moeda em circulação preferida em Moscou. Nos dois casos, até os não-fumantes ficavam satisfeitos em aceitar cigarros em uma troca, sabendo que poderiam usá-los para comprar outros bens e serviços" (MANKIW. Gregory N. Introdução à Microeconomia. Ob. Cit. Pg. 630)

Outra base até aqui inatacável da moeda está, como já salientado, em sua origem estatal. A gigantesca maioria das trocas econômicas realizadas hoje, ao redor do mundo, se faz a partir de moedas de emissão estatal. O vínculo entre moeda e Estado emitente tem, porém, um relevante e complexo efeito.

Por estar amparada na solidez social, política e econômica do Estado emitente, a moeda sofre sobressaltos, em seu valor de compra, todas as vezes em que ocorram eventos que afetem a confiança no Estado emissor.

Isto significa que o *problema da confiança*, abordado no capítulo anterior, tem aqui uma nova aplicação: a confiança na moeda de um país está centralizada e dependente da credibilidade depositada nas instituições estatais ali organizadas. Abalos na confiança em relação às instituições do Estado emissor refletem diretamente sobre o poder de compra da moeda por ele emitida.

A disrupção digital chegou, no final da década passada, à questão da moeda única de emissão estatal, algo até então inquestionável como base de estruturação dos sistemas econômicos. Essa disrupção veio na forma das criptomoedas ou criptoativos, das quais o *Bitcoin* é considerada a primeira experiência bem sucedida.

A concepção ideológica e quase romântica que motivou a criação do *Bitcoin*, primeira modalidade de criptomoeda efetivamente bem sucedida, foi o ideal de retirar do Estado o monopólio de emissor e, ao mesmo tempo, garantidor do maior e mais importante mecanismo de troca usado no mercado.

O objetivo original do *Bitcoin* foi, ao menos segundo seus criadores, combater o fato de que a moeda (e, portanto, o poder de compra de toda a população) estivesse excessivamente vinculada apenas à capacidade do Estado emissor de gerar credibilidade em relação à essa moeda. Em última análise, a finalidade era relativizar o poder que as autoridades estatais tinham sobre a forma de avaliação e quantificação da riqueza produzida e armazenada no mercado¹⁸³.

183 Relevante a informação de que o "lançamento" do Bitcoin no mercado deu-se



El Salvador foi, em Junho de 2021, o primeiro país a adotar, por lei, o bitcoin como moeda de circulação nacional.

A partir do *Bitcoin* – e sucessivas variações – e dos acima apontados aspectos fundamentais da ideia de moeda, é possível extrair as características básicas das criptomoedas.

Trata-se de criação intelectual destinada a servir de referência de valor, meio de quitação de obrigações e, também, de quantificação de riqueza, concebida exclusivamente em ambiente virtual, sem qualquer vínculo estatal e cuja credibilidade decorra da adoção de criptografia e de um sistema prévio e descentralizado para geração de confiança.

No caso dos criptoativos em geral, e do *Bitcoin* em particular, sua confiabilidade, como instrumento de referência de valor e troca, não está atrelada a um Estado emissor, mas se apoia no mecanismo descentralizado de geração de confiança, o *blockchain*.

É na credibilidade deste sistema de geração prévia e descentralizada de confiança que se apoia o *Bitcoin*. Retira-se do Estado e deposita-se na generalidade dos usuários do *blockchain* a confiança na moeda e nas transações, de forma a afastá-la de possíveis fraudes e de conjunturas políticas, sociais ou econômicas.

Ao mesmo tempo, a privacidade da identidade dos usuários, bem como do valor e quantidade das transações de cada um é assegurada por meio de criptografia, que consiste, em essência, em registrar informações através de uma linguagem codificada.

imediatamente após a eclosão da grave crise econômica que abalou a economia norte-americana (e, por consequência, várias outras) no ano de 2008.

Embora validadas de forma descentralizada, a identidade e o valor de cada uma das transações envolvendo o *Bitcoin* (e demais criptomoedas) é reservado ao seu titular, na forma de códigos matemáticos armazenados em *tokens*¹⁸⁴.

Todo usuário dispõe de um *token*, mecanismo que permite a cada um o registro e a proteção das informações e transações que realiza¹⁸⁵. Assim, só se confere acesso a esse tipo de informação a quem se deseja e na forma como se quer. Como cada usuário tem o seu *token*, torna mais difícil acessar o sistema.



A Nasdaq, bolsa de valores de NY dedicada exclusivamente à negociação de títulos referentes à área de tecnologia criou, em março de 2021, um índice de cotação exclusivo para criptomoedas, o Nasdaq crypto index.

Uma genuína moeda precisa, porém, atender a duas já apontadas exigências: liquidez absoluta e aceitação irrestrita. No caso de criptomoedas, ambas decorrerão da adesão voluntária do mercado e não, como nas moedas estatais, de uma imposição legal.

184 "A address on a blockchain represents a pseudonymous digital identity. Tokens belonging to that address can be signed with the respective private key of the address owner. This private key acts as a password that gives its owner access to their digital assets. No user is trusted more than any another. Instead of a single trusted third party validating transactions through their servers with authority (single vote), a P2P network of computers running the blockchain protocol validates transactions by consensus (majority vote)". VOSHMGR. Shermin. Token Economy. Ob. Cit. Pg. 56

185 A impressão de que a riqueza armazenada na forma de criptomoeda seja inacessível à fiscalização e regulamentação estatal não é correta, na medida que o Estado dispõe de instrumentos para aferir a capacidade de geração e consumo de riqueza de cada pessoa. A Receita Federal, por exemplo, exige que toda a riqueza armazenada em criptomoedas seja devidamente declarada no Imposto de Renda do contribuinte. Assim, fica possível realizar "cruzamento" de informações.

É possível afirmar que a formação da liquidez e do grau de aceitação de uma criptomoeda também são descentralizados, pois dependem não da imposição estatal aos seus jurisdicionados, mas da adesão individual e voluntária dos agentes de mercado.

Em última análise, caberá a cada vendedor de bens ou serviços decidir se aceita ou não um determinado criptoativo como forma de quitação de obrigações e referência de valor. Não ocorre, como hoje, a imposição de aceitação forçada e irrestrita. Cada pessoa é livre para decidir se aceita ou não este ou aquele criptoativo.

Atualmente, há várias espécies de criptoativos no mercado, todos eles amparados em criptografia e sistemas de geração prévia e descentralizada de confiança, mais ou menos semelhantes ao *blockchain* do *Bitcoin*. São algumas delas:

Há forte caráter especulativo em torno das criptomoedas, já que nenhuma delas pode ainda ser considerada ampla e irrestritamente utilizada. Vai algum tempo até que se possa pagar por um sanduíche, por uma corrida de taxi ou por um ingresso de cinema com uma criptomoeda, mas quem investe nestes ativos crê (em maior ou menor grau) que esta época está para chegar.

Enquanto isso, grupos cada vez maiores de pessoas físicas e jurídicas destinam parte de sua poupança para investir em criptomoedas. Em virtude disso, formou-se também um mercado de corretoras destes criptoativos, que funcionam de modo semelhante às corretoras de valores mobiliários.

A Lei n. 14.478, de 21 de Dezembro de 2022, foi editada com o objetivo de, nos seus próprios termos, estabelecer *"diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais"* (art. 1º).

A preocupação central do texto é, inegavelmente, disciplinar uma atividade de crescente exercício e que, em regra, envolve a captação de recursos financeiros de terceiros (poupança popular), o que, por óbvio, justifica especial atenção regulatória.

Vale atentar, de imediato, para a definição de *ativos virtuais* estabelecida no art. 3º da Lei. Há três aspectos fundamentais nesta definição, que são, respectivamente, a natureza incorpórea, a livre negociabilidade e a conversibilidade destes ativos.

A natureza incorpórea dos ativos virtuais é mencionada, na definição do art. 3º, quando o mesmo os trata como "representação digital de valor", enquanto sua essência de livre negociabilidade é referida na expressão "negociável e transferível por meio eletrônico" e, por fim, sua conversibilidade é caracterização pela destinação a "pagamentos ou investimentos", o que significa que ativo virtual pode ser imediatamente convertido em bens, serviços ou investimento.

Ao mesmo tempo, preocupa-se o art. 3º em afastar, por restrição legalmente expressa, ativos como a moeda - eletrônica e física - nacional ou estrangeira (referência de valor e troca de emissão estatal), ativos referentes a programas de recompensas ou fidelidade, além de ativos cuja regulamentação já esteja sob a competência da Comissão de Valores Mobiliários ou do Banco Central do Brasil.

Definido quais são os ativos virtuais suscetíveis à regulação da Lei 14.478/22, o mesmo texto estabelece ainda, em seu art. 5º, o que se considera prestadoras de serviços que tenham por objeto os ativos virtuais supra referidos. São pessoas jurídicas - societárias ou não - cuja atividade envolva, além dos ativos virtuais, a operação com recursos captados de terceiros.

A Lei n. 14. 478/22 não se aplica, portanto, a pessoas jurídicas cujas atividades envolvam ativos virtuais, mas sejam realizadas apenas com capital próprio. Nítida, neste ponto, a justificável preocupação com a regulação das operações que envolvam captação do recurso de terceiros (poupança popular) para investimentos, de forma análoga ao que se tem no caso de bancos comerciais e sociedades corretoras de valores mobiliários.

Da mesma forma, a pessoa física ou jurídica que deseja alocar seus recursos financeiros acumulados (poupança) em ativos virtuais tem, reconhecido na própria Lei n. 14.478/22, o direito de fazê-lo e,

desde que se valha apenas de seus próprios recursos financeiros, não se sujeita às exigências regulatórias ora tratadas.

Vale lembrar, porém, que o mesmo não se aplica a questões tributárias, já que os ativos virtuais integram o patrimônio da pessoa física ou jurídica e, como tal, devem ser declarados, para fins de recolhimento dos tributos aplicáveis.

Ainda da definição de prestadoras de serviços de ativos virtuais extrai-se que elas realizam, para assim serem definidas, custódia, administração e transferência de ativos virtuais (art. 3º), bem como a troca destes por moeda (nacional ou estrangeira) ou por outros ativos virtuais.

Com já salientado, pessoas jurídicas que operem, em nome próprio ou de seus clientes, com recursos captados destes últimos são, por regra, objeto de particular atenção por parte da legislação, dado que suas operações envolvem nítida separação entre o titular do capital e o tomador de decisões sobre este capital.

Por este motivo a Lei n. 14478/22 destina, às prestadoras de serviços de ativos virtuais, a mesma restrição ao princípio da livre criação já fixada para outras pessoas jurídicas que operam com a captação de poupança popular, com os já citados bancos e corretoras de valores mobiliários.

Isto porque exige que as prestadoras de serviços de ativos virtuais tenham específica e expressa autorização, dada pelo Poder Executivo Federal, para realizar suas operações, assim como bancos e corretoras de valores mobiliários precisam de autorização análoga, conferida pelo Banco Central do Brasil.

Esta corretagem de ativos virtuais já encontra, tanto no Brasil quanto no exterior, diferentes agentes (como os indicados abaixo), os quais oferecem serviços com os definidos em pela Lei n. 14.478/22 e passam, com a edição desta última, a sujeitar-se aos seus dispositivos.



Corretoras de criptomoedas

Em complemento ao poder de autorização acima citado, a Lei n 14.478/22 prevê, para o Poder Executivo Federal, a prerrogativa de definir qual entidade estatal desempenhará este poder registrário das prestadoras de serviços de ativos virtuais.

Além disso, esta entidade indicada por ato do Poder Executivo terá, com se extrai do texto da Lei n. 14478/22, poderes análogos ao que tem a CVM no mercado de valores mobiliários, quais sejam o de regulamentar, fiscalizar, sancionar e fomentar além, claro, do já citada competência registrária.

9.3 - DISRUPÇÃO DIGITAL E NOVAS FORMAS DE CAPTAÇÃO PÚBLICA DE RECURSOS: CROWDFUNDING E INITIAL COIN OFFERING

9.3.1 – CROWDFUNDING: CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS ATRAVÉS DE PLATAFORMAS DIGITAIS

A captação de recursos financeiros para viabilização de um projeto ou atividade econômica obedece a dois modelos fundamentais. São eles o mercado financeiro ou o mercado de valores mobiliários.

Ambos são modelos centralizados de geração prévia de confiança, já que estão amparados, no primeiro caso, sobre a credibilidade dos bancos e demais entidades fornecedoras de crédito, bem como na instituição estatal que funciona como reguladora e fiscalizadora destes agentes, o Banco Central do Brasil.

No mercado de valores mobiliários, a confiabilidade está baseada na performance das instituições intermediárias, as bolsas de valores e corretoras, que canalizam o dinheiro investido por terceiros para dentro do capital das companhias. Há, também aqui, o regulamento e fiscalização estatal exercido, basicamente, pela Comissão de Valores Mobiliários.

Com a prevalência da internet não apenas como veículo de circulação e armazenamento de informações, mas também como instrumento de troca e alocação de riqueza, surgiram operações financeiras destinadas a viabilizar a captação pulverizada de dinheiro fora dos acima apontados sistemas tradicionais de fornecimento de crédito (mercado financeiro) ou de captação pública de recursos (mercado de valores mobiliários)¹⁸⁶.

A captação pulverizada do capital de terceiros, para a viabilização de um projeto ou atividade econômica, pode ser caracterizada a partir da multiplicidade de investidores e, em regra, contribuições percentualmente menores de cada um deles.

Os responsáveis pelo empreendimento visam financiá-lo a partir de um "convite" divulgado a um número muitas vezes desconhecido de investidores, dos quais se espera adesão em massa, mas não necessariamente robusta, sob o aspecto financeiro. Contribuições financeiramente pequenas, de um número relativamente grande de investidores, costuma ser o objetivo.

186 A disrupção provocada por instrumentos de captação coletiva de recursos financeiros como crowdfunding ou initial coin offering é apenas uma das consequências do uso de novas tecnologias em relação ao sistema financeiro tradicional. "Hoje, o sistema financeiro pode conciliar as necessidades de tomadores e emprestadores, lidar com informações assimétricas e prestar serviços de pagamento convenientes sem recorrer às atividades bancárias". Mc Millan. Jonathan. O fim dos bancos: Moeda, crédito e a revolução digital. Ed. Portfolio-penguin. São Paulo. 2018. Pg. 122.

O termo *Crowdfunding* (traduzível como “financiamento coletivo” ou, como prefere a CVM, “investimento participativo”) surgiu e se popularizou, especialmente a partir da segunda década do Século XXI, para designar operações destinadas à captação coletiva e pulverizada de recursos financeiros de terceiros, através de plataformas digitais, para aplicação em uma finalidade específica, apontada pelos realizadores da captação.

A destinação dos recursos financeiros captados diretamente da contribuição coletiva, voluntária - e, em regra, pulverizada - destes investidores, através das plataformas digitais, varia enormemente, indo desde objetivos humanitários até o financiamento de atividades científicas, obras artísticas (como filmes, gravações musicais e peças de teatro) e mesmo projetos de natureza empresarial.

Há os casos nos quais os investidores fazem a contribuição a título de simples doação de recursos, ou seja, sem esperar nenhuma contrapartida por parte dos responsáveis pela captação, exceto a obrigação de destinar os valores captados para a finalidade apontada.

O objetivo aqui é somente contribuir para a efetivação do objetivo divulgado pelos realizadores da captação. É, por exemplo, o caso de pessoas que contribuem, em plataformas digitais, para campanhas humanitárias. Trata-se, na hipótese, de captação de doações coletivas feitas, através destas plataformas digitais, por pessoas que acreditam e querem apenas contribuir para aquele objetivo.

Há ainda os casos em que a contrapartida conferida aos contribuintes decorre da natureza da atividade financiada pela captação digital. É um modelo baseado na ideia de prêmios não monetários pela contribuição realizada, os quais decorrem da própria atividade financiada, normalmente um projeto artístico ou recreativo. Tais prêmios se consubstanciam em direitos como ingressos para espetáculos, recebimento de brindes ou gravações exclusivas, direito a participação em pré-vendas etc.

A captação coletiva e pulverizada de recursos financeiros, realizada diretamente através de plataformas digitais, tornou-se também um útil instrumento de financiamento para atividades ou projetos de natureza estritamente empresarial.

Tal uso do *crowdfunding* revela-se particularmente eficiente para a viabilização econômica de sociedades empresárias “nascentes”, voltadas para o desenvolvimento de tecnologias evolutivas ou disruptivas (as chamadas *startups*) e, também, para aquelas ainda não suficientemente estruturadas, do ponto de vista jurídico, gerencial ou econômico, para abrirem seu capital em bolsa de valores ou mercado de balcão.

O objetivo é obter o financiamento desejado sem os custos inerentes ao cumprimento das obrigações regulamentares para captação em bolsa de valores e, também, sem a necessidade de atender às exigências do sistema bancário de fornecimento de crédito, especialmente no que tange aos juros e garantias exigidas.

Nesta modalidade de *crowdfunding* são conferidos aos investidores, como contrapartida ao valor investido, determinados direitos, de natureza estritamente financeira, em relação aos destinatários finais do investimento realizado. Tais direitos são estruturados a partir da participação nos lucros decorrentes do projeto financiado ou da devolução futura, acrescida de juros, do valor investido.

Os modelos de *crowdfunding* nos quais a utilização de plataformas digitais visa captação coletiva e pulverizada de recursos financeiros para viabilização de projetos ou atividades empresariais é objeto de regulação específica por parte da Comissão de Valores Mobiliários, que o fez principalmente a partir da Instrução Normativa n. 588/2017, hoje revogada pela Resolução n. 88, de 27 de Abril de 2022. Tais modelos são chamados, por referida norma, de “*crowdfunding* de investimento”.¹⁸⁷

187 Os modelos de crowdfunding baseados na inexistência de recompensa individual para o contribuinte ou de prêmios não monetários estão fora do alcance da regulação específica oriunda da Comissão de Valores Mobiliários (art. 1º parágrafo. 3º da Resolução n. 88/2022 CVM).

Nestes casos, considerados captação pública de recursos financeiros através da emissão de valores mobiliários¹⁸⁸, a CVM dedica-se a regular o assunto para, em essência, conciliar o devido funcionamento de um diferente modelo de financiamento empresarial com a necessidade de tutela das várias formas de captação pública de capital.

A Resolução n. 88/2022 CVM exige que todas as plataformas digitais interessadas em servir de intermediárias ao *crowdfunding* de investimento sejam titulares de autorização e registros específicos (cujos requisitos estão no art. 13 de referida Resolução), a serem realizados pela própria CVM.

Tais plataformas digitais (chamadas pela Resolução n. 88/2022 de "plataformas eletrônicas de investimento participativo") terão autorização para realizar ofertas públicas de valores mobiliários apenas nas condições estipuladas pela Instrução Normativa ora referida e em "ambiente virtual", o que comporta *sites*, programas ou aplicativos.

Tem-se, portanto, que o texto da Resolução n. 88/2022 opta por eximir os destinatários finais dos valores investidos das obrigações exigidas para realização de oferta pública de valores mobiliários, mas, ao mesmo tempo, estabelece tal dever de registro para as plataformas digitais intermediárias. Configura-se assim, no *crowdfunding* de investimento, um modelo centralizado de geração prévia de confiança.

A Res. n. 88/2022 CVM dispõe expressamente sobre limites máximos de valor e de tempo para uso desta forma de captação (art.

188 Nas palavras da própria CVM: "No crowdfunding de investimento, em verdade, as empresas utilizam a internet para captar recursos dos investidores, e emitem em troca contratos ou títulos que conferem a eles direito de crédito ou de participação no negócio, sob o qual o investidor não tem qualquer gestão, ou seja, a sua expectativa de retorno depende exclusivamente dos esforços do empreendedor. Isso significa dizer que, quando uma empresa capta recursos utilizando-se do crowdfunding de investimento, ela na realidade está emitindo títulos que se enquadram no conceito de valor mobiliário. Portanto, as ofertas públicas realizadas nessa modalidade estão sujeitas à regulamentação e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários". Disponível em: www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-12.pdf.

3º), bem como estabelece valor máximo de faturamento bruto anual das sociedades empresárias destinatárias finais do investimento (art. 2º), de modo a permitir o acesso a este modelo de captação apenas a atividades nascentes ou de menor porte econômico.

Há também a exigência de registro dos potenciais investidores, com o objetivo de evitar o acesso de eventuais concorrentes ou espões industriais às informações divulgadas, via plataforma digital, sobre os empreendimentos disponíveis para investimento.

Ainda sobre os potenciais investidores, a Res. 88/2022 CVM permite que eles componham grupos (denominados "sindicatos de investimento participativo") para investir em conjunto, via *crowdfunding* de investimento, sob a orientação de um "investidor líder".

Este "investidor líder", por sua vez, é definido pelo art. 46 da Res. CVM n. 88/2022. Trata-se de pessoa física ou jurídica considerada experiente e bem informada sobre os diferentes destinatários finais de investimentos disponíveis.

Ele deverá expor, de maneira fundamentada, as razões de sua escolha de investimento em determinada sociedade empresária, de forma a reduzir a assimetria informacional entre outros possíveis investidores e os emissores de valores mobiliários.

Este "investidor líder" poderá também pessoa com experiência comprovada no mercado de captação, que pode atuar também como consultor para sociedades empresárias interessadas na emissão.

O objetivo é zelar para que o grau de risco do investimento seja o mesmo do mercado de valores mobiliários tradicional, ou seja: aquele inerente ao possível insucesso de toda e qualquer atividade empresarial. Neste sentido, o objetivo da regulação é zelar para que o risco não seja vinculado à falta de credibilidade dos intermediários ou dos destinatários finais dos recursos.

9.3.2– **INITIAL COIN OFFERING (OFERTA INICIAL DE MOEDA) OU TOKEN SALES (VENDAS DE TOKENS): CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS FINANCEIROS VIA BLOCKCHAIN**

Com o desenvolvimento de sistemas descentralizados de geração prévia de confiança, como o *blockchain*, percebeu-se que eles também podem ser usados para captação coletiva de recursos financeiros, sem a necessidade de intermediários, como as bolsas de valores, para finalidades econômicas.

Por ser um modelo descentralizado e sem regulamentação estatal definida, trata-se de um investimento de alto grau de volatilidade e risco, mas que vem sendo usado principalmente para financiamento de empreendimentos econômicos ainda nascentes (as chamadas *startups*) relacionados ao desenvolvimento de tecnologias evolutivas ou disruptivas.

O projeto ou atividade econômica para o qual se deseja captar recursos financeiros é descrito em um documento digital conhecido como *White Paper*¹⁸⁹. Neste documento, que circula pela internet, o responsável pelo projeto tenta convencer investidores tanto da viabilidade e potencial de lucro do empreendimento, quanto de sua capacidade pessoal para implementá-lo de maneira eficiente.

Após a divulgação há, via plataforma *blockchain* ou similar, a chamada aos interessados em contribuir financeiramente para o empreendimento, a qual se efetiva não com a emissão de valores mobiliários (como em bolsa de valores), mas de *tokens*, que, como foi antes mencionado, conferem aos seus titulares, de forma criptografada e no *blockchain*, determinados direitos em relação ao destinatário do investimento.

Há significativo grau de semelhança entre o *crowdfunding* de investimento, analisado no item anterior, e a operação financeira ora

189 O termo *white paper* é inspirado no título do texto, atribuído a Satoshi Nakamoto, no qual são descritos os objetivos e modo de funcionamento do *blockchain* criado para o *bitcoin*. Entretanto, os *white papers* aqui mencionados são menos relacionados à explanação sobre a tecnologia usada na operação e mais orientados para a demonstração de sua viabilidade econômica.

tratada, pois ambos são formas de captação pulverizada de recursos financeiros, através da internet, para viabilização de projetos ou atividades empresariais. Há, porém, relevantes diferenças entre estas operações.

No *crowdfunding* financeiro a captação de recursos é realizada com o uso de intermediários, que são as plataformas digitais através das quais se realiza a captação. Estas plataformas digitais atuam, como visto, como *terceiros confiáveis*, que sustentam a credibilidade das operações.

Além disso, os contribuintes têm assegurada a contrapartida ao seu investimento através da emissão, em favor deles, de valores mobiliários que lhes conferem, em relação ao destinatário dos recursos investidos, um direito como participação nos lucros do empreendimento financiado ou devolução, como juros, da contribuição feita.

Já na operação ora abordada, o investidor tem sua contrapartida formalizada em um *token*, o qual lhe confere um determinado direito, em relação ao captador dos recursos, fundado e garantido em plataforma descentralizada de confiança, segundo a tecnologia *blockchain*.

Assim, os interessados em participar do empreendimento e nele investir adquirem tais *tokens*, os quais conferem a eles um ou mais direitos, lastreados na *blockchain*, em relação ao responsável pelo projeto em desenvolvimento.

Tais direitos podem ser de uma determinada quantidade da criptomoeda que será criada e circulará apenas naquela plataforma (daí o termo *oferta inicial de moeda*), direito sobre os lucros do empreendimento a ser implementado ou mesmo direito ao recebimento posterior, com juros, do capital investido, em formato próximo ao de um empréstimo de dinheiro.

É a esse tipo de operação de captação de recursos financeiros que se denomina ICO (*initial coin offering*), algo como *oferta inicial de*

moeda, em paralelo com o IPO (*initial public offering*) já tradicional no mercado de valores mobiliários¹⁹⁰.

Entretanto, é possível constatar que o ICO guarda semelhanças não só como as ofertas públicas iniciais de ações, mas também com o mercado futuro de *commodities*, por exemplo.

O ponto de similitude básica com o mercado futuro de *commodities* está no fato de se investir em um empreendimento que ainda não está, de fato, em funcionamento.

No mercado futuro de *commodities* aplica-se dinheiro em safras que ainda serão cultivadas. Já no ICO há o investimento em uma empresa nascente, cujo projeto, apresentado no *White Paper*, pode ser ainda só uma ideia.

Com as ofertas públicas iniciais de ações (IPO) o ICO tem em comum o fato de oferecer a uma coletividade de potenciais investidores o direito de pagar para, de alguma forma, participar do possível futuro sucesso financeiro de um empreendimento.

No IPO esta participação se corporifica em ações e na forma de direitos de sócio. Já no ICO, o *token* oferecido pode, entre outros, dar direito ao uso de algum aplicativo que esteja em desenvolvimento pelo captador do dinheiro, ao recebimento futuro de alguma criptomoeda ou outro tipo de ativos, ao reembolso do capital investido acrescido de juros ou mesmo à participação nos lucros do projeto financiado.

Embora amparados pelo sistema *blockchain* de geração prévia e descentralizada de confiança, há grande preocupação das instituições reguladoras do mercado de valores mobiliários e financeiro em relação ao grau de confiabilidade destes projetos, de sua viabilidade econômica e, principalmente, do perfil do responsável pela captação daqueles recursos via *blockchain*.

190 O termo ICO (*initial coin offering*) não é considerado o mais adequado para nomear a operação ora descrita. Mais recentemente, termos como ITO (*initial token offering*) - algo como "oferta inicial de tokens" - ou, simplesmente *token sales* (vendas de tokens) têm ganhado adesões. VOSHMGR. Shermin. *Token Economy*. Ob. Cit. Pg. 198.

Para a Comissão de Valores Mobiliários, se esses ativos virtuais oferecidos por meio de *tokens* se encaixarem na definição de valores mobiliários, a operação de ICO será considerada captação pública de recursos, o que obriga os responsáveis pela negociação ao atendimento das exigências regulamentares emitidas pela própria CVM.

Além da inexistência de regulação própria, bem como da falta de atuação de *terceiros confiáveis* - como se dá no mercado futuro ou no IPO - há ainda um outro risco para quem decida investir dinheiro na forma de ICO. Trata-se da potencialmente maior dificuldade em recuperar os valores investidos, em caso de descumprimento voluntário das obrigações assumidas pelos emissores dos *tokens*.

Isso porque não há definição prévia sobre quais as autoridades jurisdicionais são competentes para apurar eventuais descumprimentos das prestações assumidas em uma operação financeira como a aqui tratada.

Além disso, as próprias regras de contratação são concebidas conforme a plataforma descentralizada adotada para a negociação, inexistindo, assim, um arcabouço normativo estatal aplicável como solução para eventuais divergências.

A credibilidade da operação passa, portanto, pelo sistema *blockchain* de geração prévia e descentralizada de confiança e, principalmente, pelo grau de seriedade do conteúdo e dos responsáveis pelo projeto apresentado¹⁹¹.

191 Criptomoedas amparadas em blockchain, como é o caso do bitcoin, apresentam, em relação à generalidade dos projetos financiados através destas ICO's, maior confiabilidade, pois o ativo ao qual se referem já está efetivamente criado e em uso.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO. Nelson. *Curso de Direito Bancário*. 2ª edição. São Paulo. 1988. Ed. Revista dos Tribunais. 1988.

ALDRIDGE. Irene. *High frequency Trading*. 2º edition. John Wiley & Sons. Inc. 2013. New Jersey.

ALVES. Alexandre Ferreira de Assumpção. LIMA E SILVA. Lucas Caminha. Credit Market and lender's access to consumer data: how to promote competition through Financial Regulation. In: PARENTONI. Leonardo Neto. CARDOSO. Renato César (Coord.). *Law, Technology and Innovation*. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020.

ARAÚJO. Fernando. *Teoria Econômica do Contrato*. Ed. Almedina. Coimbra. 2007.

ASCARELLI. Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. Saraiva e Cia. São Paulo. 1947.

ASCARELLI. Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª edição. Edição Saraiva. São Paulo. 1969.

ASSAF NETO. Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5ª edição. Ed. Atlas, São Paulo. 2003.

BARBI FILHO. Celso. *A duplicata mercantil em juízo*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2005.

BARBI FILHO. Celso. A Supressão Documental da Duplicata. *Revista Literária de Direito*. N. 19. São Paulo. Pg. 11. Set/out. 1997.

BERNSTEIN. Peter. *A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos*. Ed. Campus. Rio de Janeiro. 2008.

BODEK. Haim. *The problem of HFT: collected writings on High frequency Trading & Stock Market Structure reform*. DCM. United States. 2013.

BRUE. Stanley L. *História do Pensamento Econômico*. 6ª edição. Ed. Thomson. São Paulo. 2005.

CAMINHA. Unie. *Securitização*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2005.

CARVALHO DE MENDONÇA. J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. 2ª edição. Livraria Editora Freitas Bastos. Rio de Janeiro. 1947.

CARVALHO. Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos fundos de Investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2013.

CARVALHO. Tomás Lima de. *Fundo de investimento imobiliário – análise jurídica e econômica*. Arraes Editores. Belo Horizonte. 2014.

CAVALCANTI. Mariana Oliveira de Melo. NÓBREGA. Marcos. *Smart Contracts ou "contratos inteligentes": o direito na era da blockchain*. Revista Científica Disruptiva. Volume II. Número I. Jan-Jun 2020. 91-118.

CHAUM. David. *Blind Signatures for untraceable payments*. Disponível em: <http://www.hit.bme.hu/~buttyan/courses/BMEVIHIM219/2009/Chaum.BlindSigForPayment.1982.PDF>.

CHAVES. Natália Cristina. *Direito Empresarial: Securitização de Crédito*. Ed. Del Rey. 2006. Belo Horizonte.

CHRISTIAN. Brian. GRIFFITHS. Tom. *Algoritmos para viver: a ciência exata das decisões humanas*. Ed. Companhia das Letras. São Paulo. 2016.

COELHO. Fábio Ulhôa. *Títulos de Crédito – uma nova abordagem*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2021.

COOTER, Robert. ULEN, Thomas. *Direito e Economia*. 5ª edição. Porto Alegre: Ed. Bookman, 2010.

CORRÊA-LIMA. Sérgio Mourão. PIMENTA. Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD. Arnoldo. GONÇALVES. Fernando. CASTRO. Moema Augusta Soares de. (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.

CREVANI. Hugo Gambino. *Personas Jurídicas*. Biblioteca de Publicaciones Oficiales de La Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de La Universidad de Montevideo. Montevideo. 1958.

DE FILIPPI. Primavera. WRIGHT. Aaron. *Blockchain and the Law: the rule of Code*. Harvard University Press. 2018.

FABOZZI. Frank J. *Securitization: the tool of financial transformation*. Yale ICF Working Paper n. 07-07. Social Science Research Network. Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=997079>.

FERNANDES. Jean Carlos. *Cessão Fiduciária de títulos de crédito*. 2ª edição. Ed. Lumen Juris. Rio de Janeiro. 2010.

FREITAS. Newton. *História do dinheiro: do escambo ao TED*. Ed. Oboé. Rio de Janeiro. 2005.

FREITAS. Ricardo dos Santos. *A Natureza Jurídica dos fundos de investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2006. Pgs. 138 e segs. BORGES. Florinda Figueiredo. Os fundos de investimento – reflexões sobre sua natureza jurídica. In: FRANÇA. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Direito Societário Contemporâneo*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009.

FULLER, L.L. PERDUE, William. R. The Reliance Interest in contract damages. *Yale Law Journal*. Vol. 46. n. 1.1936.

GATES, Mark. *Blockchain*. São Paulo: Amazon ed. 2017.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 27ª edição. Ed. Gen/Forense. Rio de Janeiro. 2019.

GUPTA, Pranay. THAM, T. Mandy. *Fintech – The New DNA of financial services*. Ed. De Gruyter. Berlim. 2019.

HUBERMAN, Leo. *História da Riqueza do Homem*. 21ª edição. Editora LTC. Rio de Janeiro. 1986.

KNIGHT, Frank. H. *Risk, Uncertainty and Profit*. Houghton MIFFLIN Company, Boston and New York. 1921.

LANA, Henrique Avelino. PIMENTA, Eduardo Goulart. *Direito, Inovação e Tecnologia*. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020.

LEÃO, Luana Barretos. SOTTO, Eder Carlos Salazar. *A evolução dos meios de pagamento*. <https://revista.fatectq.edu.br/index.php/interfacetecnologica/article/view/610/346>.

LESSIG, Lawrence. *Code: version 2.0*. 2ª edição. Basic Books. 2006.

MACKAAY, Ejan. ROUSSEAU, Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2ª edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2014.

MAMEDE, Gadston. *Direito Empresarial Brasileiro. Vol. 2*. 9ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2017.

MAMEDE, Gladston. *Títulos de Crédito*. São Paulo. Ed. Atlas. 2003.

MANCUSO, Rodolfo de Carvalho. *Leasing*. 2ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 1999.

MANKIW, Gregory. N. *Introdução à Economia*. 3ª ed. Ed. Thomson. São Paulo. 2007.

MARTINS COSTA, Judith. Os contratos de leasing financeiro, a qualificação da parcela denominada valor residual garantido – VRG e a sua dupla função: complementação do preço e garantia. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 49. São Paulo. 2010.

MARTINS, Fran. *Contratos e Obrigações Comerciais*. 15ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2001.

MARTINS, Fran. *Títulos de Crédito*. 14ª edição. Rio de Janeiro. Ed. Forense. 2008.

MAXIMILIAN, Paulo. Contrato de leasing de veículos: verdades e mentiras sobre o valor residual garantido (VRG). Disponível em: http://genjuridico.com.br/2015/10/26/contrato-de-leasing-de-veiculos-verdades-e-mentiras-sobre-o-valor-residual-garantido-vrg-2/#_ftn19.

MAXIMILIAN, Paulo. *Contratos Bancários*. 4ª edição. Ed. Gen/Forense. Rio de Janeiro. 2015.

MAYER-SCHONBERGER, Viktor. CUKIER, Kenneth. *Big Data*. First Mariner Book Edition. New York. 2014. HMH Books. Edição do Kindle.

McMILLAN, Jonathan. *O fim dos Bancos – Moeda, Crédito e a Revolução Digital*. Ed. Portfolio Penguin. São Paulo. 2018.

MINSOO Kang; Eunsoo Choi (2021-03-15T22:58:59). *Machine Learning: Concepts, Tools And Data Visualization* World Scientific Publishing Company. Edição do Kindle.

MIRANDA, Maria Bernadete. *Curso Teórico e Prático dos Títulos de Crédito*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2006.

MOREIRA DA SILVA, César Nimer. *Venture Capital*. Tese. Faculdade de Direito da USP. 2014.

MOUGAYAR, William. *Blockchain para Negócios*. Rio de Janeiro: Alta Books editora, 2017.

NAJJARIAN. Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2010.

OTHON SIDOU. J.M. *Do Cheque*. 4ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2000.

PARENTONI. Leonardo Neto. CARDOSO. Renato César (Coord.). *Law, Technology and Innovation*. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020.

PELA. Juliana Krueger. "Inadimplemento Eficiente (*efficient breach*) nos contratos empresariais". *Cadernos do Programa de Pós Graduação. Direito/UFRGS*. Volume. 11. N. 2. 2016.

PINDYCK, Robert. RUBINFELD. *Microeconomia*. 8ª edição. São Paulo: Ed. Pearson, 2013.

PINHEIRO. Juliano. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 7ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2013.

PRINZ. Wolfgang. SCHULTE. Axel. T. Ed. *Blockchain and smart contracts. Technologies, research issues and applications*. Fraunhofer-Gesellschaft. Disponível em ww.luk.fraunhofer.de.

QUELHAS. José Manuel. *High Frequency Trading*. Universidade de Coimbra. Boletim de Ciências Econômicas. Volume. LVIII. Coimbra. 2015.

RASKIN. Max. *The Law and Legality of Smart Contracts*, 1 GEO. L. TECH. REV. 305, 306 (2017).

REQUIÃO. Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 1º Volume. 26ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2005.

RESTIFFE. Paulo Sérgio. RESTIFFE NETO. Paulo. *Lei do Cheque*. 4ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2000.

REZNOR, Eliot P. *Fintech: Hacking, Blockchain, Big Data, Cryptocurrency* (Financial Technology, Smart Contracts, Digital Banking, Internet Technology) (pp. 173-174). EPR Publishing. Edição do Kindle.

RIZZARDO. Arnaldo. *Contratos de Crédito Bancário*. 10ª edição. São Paulo. Ed. Revista dos Tribunais. 2013.

RIZZARDO. Arnaldo. *Factoring*. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2004.

RIZZARDO. Arnaldo. *Leasing*. 9ª edição. Ed. Juruá. Curitiba. 2020.

ROCHA. Gustavo Ribeiro. ROCHA Filho. José Maria. *Curso de Direito Comercial*. 8ª edição. Ed. D'Plácido. Belo Horizonte. 2021.

ROSA. Jr. Luiz Emygdio. F. *Titulos de Crédito*. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2000.

ROSSETTI. José Paschoal. *Introdução à Economia*. Ed. Atlas. São Paulo. 20ª edição. 2003.

RUFFO, Giancarlo. PAGALLO, Ugo. Andrea, GLORIOSO. The Social impact of PSP Systems. IN: SHEN, Xuemin. YU, Heather. BUFORD, John. AKON, Mursalin. Ed. (Org.) *Handobook of peer to peer networking*. Disponível em www.file.allitebooks.com.

SALOMÃO NETO. Eduardo. *Direito Bancário* Ed. Atlas. São Paulo. 2007.

SANTOS. Hellen Geremias dos. NASCIMENTO. Carla Ferreira do. IZBICKI. Rafael. DUARTE. Yeda Aparecida de Oliveira. CHIAVEGATTO FILHO. Alexandre dias Porto *Machine learning para análises preditivas em saúde: exemplo de aplicação para predizer óbito em idosos*

de São Paulo. Brasil. Disponível em: <https://www.scielo.org/pdf/csp/2019.v35n7/e00050818>.

SCHAB, Klaus. *A Quarta Revolução Industrial*. São Paulo. Edipro. 2016.

SCHWARCZ, Steven L. *The future of securitization*. Connecticut Law Review. Vol. 41. Number. 4. May. 2009.

SHENK, David. *O Jogo Imortal*. Jorge Zahar Editor. Rio de Janeiro. 2007.

SOUZA, Wallace Fabricio Paiva. *A executividade dos títulos de crédito escriturais*. Ed. D'Placido. 2017. Belo Horizonte.

SOUZA, Wallace Fabricio Paiva. *Blockchain e a captação pública de recursos*. Expert Editora. Belo Horizonte. 2020.

STIGLITZ, Joseph. E. WALSH, Carl. E. *Introdução à Microeconomia*. 3ª ed. São Paulo: Ed. Campus, 2003.

TAPSCOTT, Don. TAPSCOTT, Alex. *Blockchain Revolution*. Editora Senai-SP. São Paulo. 2016.

THALER, Richard H. *Misbehaving: the making of Behavioral Economics*. Norton & Company. 2015.

TIMM, Luciano Benetti. *Análise Econômica dos Contratos*. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). *Direito e Economia no Brasil*. 2ª edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2019.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial. Vol. II*. 11ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2020.

TROVO, Beatriz. *Securitização de Recebíveis*. In: GORGA, Érica. SICA, Lígia Paula Pinto (Coord.). *Estudos Avançados de Direito Empresarial*. Ed. Elsevier Campus. 2013.

UEMATSU. Akira Aricê de Moura Galvão. *Algoritmos de negociação com dados de alta frequência*. Dissertação de Mestrado. 2012. Instituto de Matemática e Estatística da Universidade de São Paulo.

VARIAN, Hal. R. *Microeconomia*. 8ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2012.

VIVANTE. Cesare. *Tratatto di diritto commerciale. Vol. III*. Torino, Bocca. 1893.

VOSHMGIR. Shermin. *Token Economy: how blockchains and smart contracts revolutionize the economy*. Berlim. BlockchainHub. 2019.

WERBACH. Kevin. CORNELL. Nicolas. *Contracts "ex machina"*. Duke Law Journal. Vol. 67. Pg. 313 a 382. 2017.

