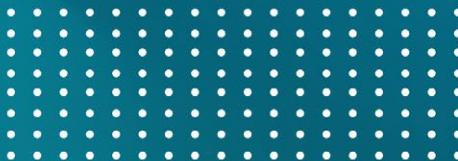


Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 178-179, ago. 2019/jul. 2020

RDM 178/179

Doutrina e Atualidades:

- 1 - "Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais" (autor: Calixto Salomão Filho)
- 2 - "Governança Corporativa e Diversidade Racial no Brasil" (autor: Carlos Portugal Gouvêa)
- 3 - "A Crise e o Quadro Normativo da Gestão Monetária" (autores: Luís Fernando Massoneto e Gustavo Jorge Silva)
- 4 - "A tecnologia de registros distribuídos e o Real Digital como ferramentas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?" (autor: Rafael Viana de Figueiredo Costa)
- 5 - "Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos indícios de lavagem de dinheiro" (autor: Alessandro Fernandes)
- 6 - "A tutela da liquidez no mercado secundário de ações no Brasil" (autor: Yasmin Fernandes Reis)
- 7 - "O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo" (autor: Luis Felipe Pinto)
- 8 - "A Relativização Da Autonomia Da Vontade No Âmbito Do Contrato De Factoring: Uma Análise Acerca Do Julgamento Proferido Pelo Superior Tribunal De Justiça No Recurso Especial N° 1.711.412-MG" (autores: Paulo Márcio da Cruz e Pedro Henrique Piazza Noldin)
- 9 - "A Substituição do Índice de Correção Monetária nos Contratos Empresariais" (autores: Ana Chen e Bruno Almeida Ruggiero)
- 10 - ""Validade e eficácia da cláusula denominada pró-sandbagging nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro" (autor: Maira de Melo Vieira Temple)
- 11 - ""Plataforma de Dois Lados e Regra da Razão: o Caso Ohio vs. American Express" (autor: Guilherme dos Santos)

ISBN 978-65-6006-025-8



9 786560 060258 >

ID GLOBAL
Instituto de Direito Global

 **rdm**
revista de direito mercantil

 **EXPERT**
EDITORIA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE
DIREITO
MERCANTIL
industrial, econômico
e financeiro**

178/179

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LVIII (Nova Série)

Agosto 2019/Julho 2020

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LVIII – ns. 178/179 – ago. 2019/jul. 2020
FUNDADORES

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROFS. PHILOMENO J. DA COSTA e FÁBIO KONDER COMPARATO

CONSELHO EDITORIAL

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, ANA DE OLIVEIRA FRAZÃO, CARLOS KLEIN ZANINI,
GUSTAVO JOSÉ MENDES TEPEDINO, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU,
JOSÉ AUGUSTO ENGRÁCIA ANTUNES, JUDITH MARTINS-
COSTA, LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS,
PAULO DE TARSO DOMINGUES, RICARDO OLIVEIRA GARCÍA,
RUI PEREIRA DIAS, SÉRGIO CAMPINHO.

COMITÊ DE REDAÇÃO

CALIXTO SALOMÃO FILHO, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS
LEÂES, MAURO RODRIGUES PENTEADO,
NEWTON DE LUCCA, PAULA ANDRÉA FORGIONI, RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTÍN,
EDUARDO SECCHI MUNHOZ, ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA,
FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS DUCLERC
VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MARCOS PAULO DE ALMEIDA
SALLES, PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, PAULO FRONTINI,
PRISCILA MARIA PEREIRA CORRÊA DA FONSECA, JULIANA KRUEGER PELA,
JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, BALMES VEGA
GARCIA, RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES,
CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÉA, ROBERTO
AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,
SHEILA CHRISTINA NEDER CEREZETTI, VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO,
MANOEL DE QUEIROZ PEREIRA CALÇAS, MARCELO VIEIRA VON ADAMEK.

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO

MICHELLE BARUHM DIEGUES E MATHEUS CHEBLI DE ABREU.

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE

BEATRIZ LEAL DE ARAÚJO BARBOSA DA SILVA, ISABELLA PETROF
MIGUEL, MATEUS RODRIGUES BATISTA, PEDRO FUGITA DE OLIVEIRA,
VICTORIA ROCHA PEREIRA, VIRGILIO MAFFINI GOMES,

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação trimestral da

Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho,

CEP 30664790

Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos

Daniel Carvalho

Direção editorial: Luciana de Castro Bastos
Diagramação e Capa: Daniel Carvalho e Igor Carvalho
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"

AUTORES: Alessandro Fernandes, Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero, Calixto Salomão Filho, Carlos Portugal Gouvêa, Guilherme dos Santos, Gustavo Jorge Silva, Luis Felipe Pinto, Luís Fernando Massonetto, Maíra de Melo Vieira Temple, Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin, Rafael Viana de Figueiredo Costa, Yasmin Fernandes Reis

ISBN: 978-65-6006-025-8

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte,

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br
contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORADIGITAL

AUTORES

Calixto Salomão Filho

Professor Titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e Professor de Direito e Desenvolvimento no Institut des Sciences Politiques (Sciences Po) de Paris.

Rafael Viana de Figueiredo Costa

Mestre em Direito da Regulação pela FGV Direito Rio (2023). Pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais pelo Insper-SP (2019). Graduado em Direito pela FGV-Direito Rio (2016). Advogado no escritório Velloza Advogados Associados, com atuação voltada para o mercado de capitais, com ênfase em fundos de investimento e administração de recursos de terceiros em geral.

Alessandro Fernandes

Assessor na Unidade de Segurança Institucional do Banco do Brasil. Doutorando em Direito pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Mestre em Gestão e Negócios pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

Yasmin Fernandes Reis

Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Mestranda em Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social da Fundação Getúlio Vargas. Analista de negócios em São Paulo.

Luis Felipe Pinto

Advogado regularmente inscrito na OAB/SP, sob nº 435.812, pós-graduado em Direito Empresarial e Societário, e investidor do mercado financeiro desde 2019.

Luís Fernando Massonetto

Doutor em direito pela Universidade de São Paulo. Professor doutor no Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. É coordenador de pesquisa sobre Regulação Indutora no Programa de Pós-Graduação em Cidades Inteligentes e Sustentáveis da Uninove. Coordenador do Grupo de Pesquisa Direito Econômico e Produção do Espaço: território, lugar, escalas e redes (CNPQ).

Gustavo Jorge Silva

Doutor e Mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela mesma instituição, com período de estudos na Universidade de Lucerna (Suíça). Pós Graduado em Administração Pública no Século XXI pela Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Atua como advogado especializado em Direito Bancário e Meios de Pagamento.

Carlos Portugal Gouvêa

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Paulo Márcio da Cruz

Graduado em Direito pela Universidade do Vale do Itajaí (1984), Mestre em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1995) e Doutor em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1999). Realizou estágio de pós-doutorado nas universidades de Perugia e Alicante e estágio sênior na Universidade de Alicante. É professor titular da Universidade do Vale do Itajaí, coordenador e pesquisador do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica nos cursos de mestrado e doutorado - da Universidade do Vale do Itajaí, professor convidado da Universidade de Alicante e da Universidade de Perugia. Professor visitante do Instituto Universitario del Agua y de las Ciencias Ambientales da Universidade de Alicante. Atua como docente e pesquisador nos temas Direito Transnacional, Direito e Sustentabilidade, Democracia e Estado e Constitucionalismo Comparado. E-mail: pcruz@univali.br.

Pedro Henrique Piazza Noldin

Advogado (OAB/SC 45.273). Doutorando em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Università degli Studi di Perugia/Itália. Mestre em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Widener University - Delaware Law School/EUA, com apoio de Bolsa PROSUP-CAPES. Especialista em Direito Empresarial e dos Negócios pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Especialista em Direito Médico pela Verbo Educacional. Graduado em Direito, com Mérito Estudantil, pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Assessor Jurídico do Município de Itajaí no ano de 2016. Atuante na área do Direito Empresarial, Médico e Hospitalar. E-mail: pedro@spsadvogados.com.br.

Ana Chen

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Analista jurídica da IEST Consultoria e Brusasco & Corinti Sociedade de Advogados. Orientanda do Professor Associado Eduardo Tomasevicius Filho (DCV).

Bruno Almeida Ruggiero

Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiário no escritório Mendonça Sica Advogados Associados. Foi orientando do Professor Associado Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (DCO).

Maíra de Melo Vieira Temple

Doutoranda em Direito Comercial, USP. Pós-graduada em Direito Empresarial, Escola Paulista da Magistratura. Master (I) em Direito dos Negócios, *Université d'Aix-Marseille* (bolsa do *Programme de Bourses d'Excellence Eiffel*, do Ministério das Relações Exteriores da França). Bacharel em Direito, USP. Autora de livro e de artigos publicados no Brasil e no exterior, nas áreas de Direito Societário, Arbitragem, Direito Internacional e Direito das Empresas em Crise. Há 18 (dezoito) anos em resolução de disputas, foi advogada associada de algumas das principais bancas do Brasil e do exterior na área de arbitragem, em São Paulo e Paris, e é assessora de Desembargador integrante da 2a. Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

Guilherme dos Santos

Bacharel em Direito pela Universidade Estadual de Londrina (UEL). Intercambista do 40º Programa de Intercâmbio do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (PinCade, 2020). Advogado associado ao Nishioka & Gaban Advogados.

SUMÁRIO

Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais	15
<i>Calixto Salomão Filho</i>	
Governança corporativa e diversidade racial no Brasil: um retrato das companhias abertas.....	31
<i>Carlos Portugal Gouvêa</i>	
A crise e o quadro normativo da gestão monetária	81
<i>Luis Fernando Massonetto, Gustavo Jorge Silva</i>	
A tecnologia de registros distribuídos e o real digital como ferramentas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?.....	119
<i>Rafael Viana de Figueiredo Costa</i>	
Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos indícios de lavagem de dinheiro	167
<i>Alessandro Fernandes</i>	
O tratamento da liquidez no mercado secundário de ações no Brasil	195
<i>Yasmin Fernandes Reis</i>	
O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.....	225
<i>Luis Felipe Pinto</i>	

A relativização da autonomia da vontade no âmbito do contrato de <i>factoring</i> : uma análise acerca do julgamento proferido pelo superior tribunal de justiça no recurso especial nº 1.711.412-MG.....	261
<i>Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin</i>	
A substituição do índice de correção monetária em contratos empresariais: os impactos da pandemia sobre IGP-M/FGV e a resposta tópica do poder judiciário	287
<i>Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero</i>	
Validade e eficácia da cláusula denominada pró- <i>sandbagging</i> nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro.....	347
<i>Maíra de Melo Vieira Temple</i>	
Plataforma de dois lados e regra da razão: o Caso <i>Ohio vs. American Express</i>	377
<i>guilherme dos Santos</i>	

RESPOSTAS ESTRUTURAIS PARA OS GRANDES ILÍCITOS EMPRESARIAIS

Calixto Salomão Filho¹

Em 2015, publiquei, pela primeira vez, artigo² com título semelhante, em que defendia mudanças estruturais (nomeadamente alienações de controle nos grandes grupos privados envolvidos) para resolver o impasse causado pelas apurações de corrupção no setor de infraestrutura.

De lá para cá (passados oito anos), pouco ou nada foi feito em relação ao setor de infraestrutura. Continuamos no mesmo ponto: discutindo multas e debatendo em juízo e fora dele valor de indenizações. Nada de estrutural ou transformador; o setor permanece congelado no tempo e nas mesmas estruturas de poder privado.

Paradoxalmente, em outros setores igualmente de alto interesse público envolvido (como o setor bancário, por exemplo) a agenda estrutural caminhou no Brasil e no mundo, com efeitos relevantes. Comparar as duas situações, as razões e efeitos de formas de atuação tão díspares, ajuda, em minha opinião, a iluminar o debate.

Senão vejamos:

1. SETOR DE INFRAESTRUTURA

À parte a necessária punição criminal dos envolvidos, a discussão na esfera econômica tem se resumido a indenizações e multas, ou seja, compensações ou punições pecuniárias pelos malfeitos.

¹ Professor titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e Professor de Direito e Desenvolvimento no Institut des Sciences Politiques (Sciences Po) de Paris.

² SALOMÃO FILHO, Calixto. Respostas estruturais para a corrupção empresarial. *Valor Econômico*. São Paulo. 01 abr. 2015. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/respostas-estruturais-para-a-corrupcao-empresarial.ghtml>. Acesso em: 09 ago. 2023. Em 2019 publiquei artigo mais detalhado sobre o tema, nomeado “Poder de controle: ética e corrupção” in SALOMÃO FILHO, Calixto. *Novo direito societário – eficácia e sustentabilidade*. 5^a edição. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 131 e ss.

Ora, compensações são necessárias para reparar danos, mas na esfera econômica não são suficientes para transformar mentalidades e nem para corrigir condutas. Por uma razão simples. Seu valor sempre pode ser incluído no preço passado ou futuro dos produtos ou serviços vendidos pelas empresas envolvidas. Mesmo multas vultosas, de caráter punitivo, são de pouca eficácia se não direcionadas às condutas e às pessoas que são efetivamente beneficiárias finais dos ilícitos.

Mas não só. A extensão total dos danos causados é de difícil apuração e provavelmente não conseguirá ser resarcida em sua totalidade. O problema obviamente não se resume ao valor ilegalmente pago para agentes públicos para conseguir garantir a contratação. Do ponto de vista das empresas, referidos valores serviam para garantir as contratações, ou seja, do ponto de vista jurídico-econômico, para garantir verdadeiro monopólio em relação àquele determinado contrato. Ora, esse poder de monopólio em relação àquele determinado contrato, decorrente de fontes ilegítimas, permitia às empresas fixar preço monopolístico. Essa monopolização ilegítima, decorrente de corrupção, sem dúvida permitiu a cobrança de valores exorbitantes nos contratos com as empresas públicas envolvidas. A extensão total exata desse sobrepreço monopolístico é de mensuração extremamente difícil.

É preciso, portanto, cogitar não apenas das necessárias indenizações e multas administrativas mas também de mudanças estruturais que desestimulem empresas corruptoras e corrompidas a repetir as práticas. Essas soluções são muitas vezes simples, até óbvias.

Parece natural, em primeira linha, pensar em soluções que alterem as estruturas societárias. No caso das empresas privadas corruptoras, tendo sido a participação na corrupção efetivamente comprovada, a solução é tecnicamente simples. Trata-se de exigir, para a continuidade de participação em obras públicas, a alteração do controle societário. A lei das S.A deu ao controlador poder de vida e morte sobre a sociedade. A isso se conjugam regras de responsabilidade. Segundo a lei, é o controlador o responsável último

pelas atividades sociais e pelos interesses envolvidos pela empresa, não só internos, mas também externos (artigo 116 da lei societária). Do ponto de vista prático, isso importa não apenas responsabilidade, mas também garantia de credibilidade. Abalada a credibilidade empresarial, o controle deve ser modificado.

Trata-se, portanto, de imputar na esfera administrativa objetivamente os ilícitos ao beneficiário primeiro e último dos eventuais proveitos da atividade da empresa e dos ilícitos praticados, ou seja, o seu controlador. Tudo com amplo respaldo na lei das S.A (artigos 116 e 117) e na própria Lei Anticorrupção, que prevê a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica (artigo 14, Lei n. 12.846/2013). Ora, a desconsideração é possível não apenas para aplicar pena pecuniária, mas também para impor medida estrutural - no caso, a transferência de controle. É possível então penhorar as ações ou quotas de controle e colocá-las à venda. O valor de referida transferência de controle poderia e deveria então ser aproveitado para pagamento integral da multa devida pela empresa pela prática corruptora. Dessa forma, a atividade produtiva fica preservada e os beneficiários últimos dos ilícitos sofrem as consequências dos proventos pecuniários ilicitamente obtidos.

Para operacionalizar a referida transferência, existem variados instrumentos, desde a pulverização do controle no mercado de capitais com introdução de gestão administrativa e profissional (instrumento, reconheço, de difícil viabilização no momento atual de descrédito dessas empresas), até a venda pura e simples do controle em forma de leilão público ou privado, conduzido por intermediários financeiros, com garantias a serem prestadas pelos novos controladores, no caso de empreiteiras de obras públicas, de capacidade técnica e continuidade de atuação na área econômica específica, além de garantias de emprego e exigência de adoção de regras de governança e *compliance* anticorrupção e concorrencial. Não me parece que faltariam interessados, dado o volume dos contratos em andamento e a possibilidade de participação no imenso mercado brasileiro de obras públicas através de organizações empresariais já constituídas

e qualificadas para tanto. Também caberia à regulação estabelecer os limites para essa venda, como nacionalidade dos interessados, porcentagem de manutenção de capital nacional, garantias de concorrência nos leilões etc.

Obviamente, essa alternativa serviria apenas para garantir a idoneidade da empresa e portanto, preservar a empresa, sua atividade e seus empregos. Não teria qualquer efeito sobre as multas administrativas, a responsabilidade pelos danos causados, que deveriam e deverão ser indenizados. Ou seja, não se mexe na multas e indenizações, apenas se muda o sujeito passivo primário, que passa a ser também o controlador. Para o seu pagamento, pode-se e deve-se usar valores recebidos com a transferência de controle.

Ressalte-se que nas poucas, pouquíssimas vezes que isso foi levado a cabo no âmbito da infraestrutura brasileira, os resultados foram positivos. Os dois exemplos aqui são os da BRK Ambiental S.A. e da Iguá Saneamento. Assim, vejamos.

Depois dos efeitos da Operação Lava Jato, a Odebrecht confirmou “mudanças na sua estrutura de negócios”³. Tratava-se, à época, da aquisição, pelo fundo canadense Brookfield, de 70% da Odebrecht Ambiental, com toda a sua “estrutura técnica”, necessária para a manutenção das operações da empresa⁴, por US\$768 milhões⁵, dando, assim, origem à BRK ambiental S.A. Em paralelo a essa alteração do nome empresarial, a adquirente também implantaria “diversas políticas de conformidade adotadas pelo grupo globalmente”, de modo a cumprir com os padrões ético-legais exigidos nos diversos contextos

³ BRITTO, Ana Lucia; REZENDE, Sonaly Cristina. A política pública para os serviços urbanos de abastecimento de água e esgotamento sanitário no Brasil: financeirização, mercantilização e perspectivas de resistência. *Cad. Metrop.*, São Paulo, v. 19, n. 39, p. 557-581, maio/ago. 2017, p. 571.

⁴ CONEXÃO TOCANTINS. Venda da Odebrecht Ambiental à Brookfield é concluída. Conexão Tocantins, Palmas, 26 abr. 2017, 07h07. Disponível em: <https://conexaoto.com.br/2017/04/26/venda-da-odebrecht-ambiental-a-brookfield-e-concluida>. Acesso em: 22 maio 2023. “Toda a estrutura técnica está incluída na transação [...]”.

⁵ Cf. ESTADÃO. Brookfield compra 70% da Odebrecht Ambiental. *Estadão*, São Paulo, 27 jun. 2016, 22h39. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/brookfield-compra-70-da-odebrecht-ambiental/>. Acesso em: 22 maio 2023.

em que a empresa atuaria⁶. Além desse valor, outros US\$ 140 milhões (cento e quarenta milhões de dólares) foram também investidos na forma de uma “injeção de capital para suportar o crescimento futuro da Companhia”⁷.

Nesse mesmo contexto, em 2018, o fundo canadense Alberta Investment Management Corporation adquiriu do Grupo Queiroz Galvão sua participação restante na Iguá Saneamento, antes controlada pelo grupo quando ainda operava sob o nome de CAB⁸. A compra foi feita em parte por aportes via FIPs com a gestora IG4 Capital, de capital nacional, e parte em aquisição direta. Entre 2021 e 2022, após longo processo de reestruturação, iniciado com a recuperação judicial da Queiroz Galvão e coordenado pela IG4 Capital, a Iguá certificou o primeiro título verde para infraestrutura hídrica da América Latina.⁹ O valor da emissão subsidiada foi de cerca de R\$ 880 milhões (oitocentos e oitenta milhões de reais), que financiarão as atividades da companhia. A Iguá também se comprometeu com uma meta de descarbonização até 2030.

Nessas duas situações, os exemplos de alteração do controle evidenciam aspectos positivos dessa mudança. O adquirente, enquanto novo controlador, além da realização de novos investimentos e da recuperação da reputação da empresa com consequente maior

⁶ CONEXÃO TOCANTINS. Venda da Odebrecht Ambiental à Brookfield é concluída. Conexão Tocantins, Palmas, 26 abr. 2017, 07h07. Disponível em: <https://conexaoto.com.br/2017/04/26/venda-da-odebrecht-ambiental-a-brookfield-e-concluida>. Acesso em: 22 maio 2023.

⁷ CONEXÃO TOCANTINS. Venda da Odebrecht Ambiental à Brookfield é concluída. Conexão Tocantins, Palmas, 26 abr. 2017, 07h07. Disponível em: <https://conexaoto.com.br/2017/04/26/venda-da-odebrecht-ambiental-a-brookfield-e-concluida>. Acesso em: 22 maio 2023.

⁸ PIRES, Fernanda; ROCHA, Rodrigo. Fundo do Canadá fará aporte de R\$ 400 milhões na Iguá Saneamento. *Valor Econômico*, São Paulo, 30 jul. 2018, 23h32. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2018/07/30/fundo-do-canada-fara-aporte-de-r-400-milhoes-na-igua-saneamento.ghtml>. Acesso em: 22 maio 2023.

⁹ IGUÁ SANEAMENTO. Iguá anuncia certificação do primeiro título verde da América Latina para infraestrutura hídrica. Disponível em: <https://igua.com.br/noticias/igua-anuncia-certificacao-do-primeiro-titulo-verde-da-america-latina-para-infraestrutura-hidrica>. Acesso em: 22 maio 2023.

possibilidade de sua preservação, implanta políticas de compliance, com bons resultados para a companhia.

Note-se que em ambos os casos citados, as alienações foram voluntárias ou quase voluntárias, mas demonstram que, mesmo nos setores de infraestrutura, alienações de controle são instrumentos relevantes e extremamente positivos para preservação da empresa. Repita-se que esses exemplos, por serem voluntários (mesmo em setores regulados) não podem e não devem ser tomados como padrões regulatórios para alienações de controle. Regras disciplinando os leilões de controle podem e devem ser impostas em setores estratégicos, garantindo, entre outros elementos, quem pode participar do leilão (apenas empresas estatais ou de economia mista em setores com mais alto grau de interesse estratégico, ou empresas privadas com nível mínimo da capital nacional, etc).

2. SETOR FINANCEIRO E OUTROS NO BRASIL E NO MUNDO

A tendência inversa (ou seja, a alienação de controle como regra, e não como exceção) tem se verificado em outros setores, especialmente o bancário. A alienação compulsória de controle tem se mostrado solução bastante utilizada, no Brasil, há algumas décadas, e no exterior recentemente, nos casos do Silicon Valley Bank, adquirido pelo JP Morgan Chase, e do Credit Suisse, adquirido pelo UBS.

As chamadas “transferências qualificadas” foram práticas muito desenvolvidas pelo Banco Central do Brasil que posteriormente passaram a ser adotadas por outros reguladores estrangeiros. Como exemplo, é possível citar a transferência de controle acionário do Banco Panamericano S.A., que foi inicialmente “instado” a tanto “pelo próprio Banco Central”¹⁰. Nesse caso, a instituição financeira foi

¹⁰ CRSFN. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 11698/15. Processo BCB 1001494886. Relator: Conselheiro Arnaldo Penteado Laudílio. Diário Oficial da União. Brasília, 25 jan. 2016, p. 49: “Nesse aspecto, vou concordar com a colocação da tribuna de que é incongruente com toda a realidade fática condenar em multa aquele que deu solução à situação da própria pessoa jurídica, instado pelo

adquirida em parte pela Caixa Participações S/A¹¹, tendo o controle sido dividido com o Grupo Silvio Santos. O caso é relevante pois identificou-se que as condutas irregulares foram mantidas após a “transferência qualificada”. Assim, não seria possível aplicar a lógica tradicional da transferência qualificada, segundo a qual, caso as potenciais infrações tivessem ocorrido em período anterior à troca de controle e não fossem conhecidas no momento da transferência, e caso os novos controladores adotassem práticas no sentido de corrigir as violações, tais multas não seriam aplicadas. Mas, no caso do Banco Panamericano, o CRSFN entendeu que seria “afastado o argumento de não punição em função da transferência qualificada dada a manutenção do CNPJ e inexistência de descontinuidade”.

Um caso anterior e simbólico na formação de tal jurisprudência foi a transferência do controle do Banco Banestado S.A. para o Banco Itaú S.A. mediante um processo de privatização e leilão ocorrido em 2000¹². Houve, à época, uma concomitante “reforma estatutária” da instituição financeira adquirida¹³. O adquirente, nessas hipóteses de “transferência qualificada de controle acionário de banco”, não poderia, segundo o CRSFN, ser penalizado por meio da aplicação de multas administrativas decorrentes de processos administrativos “instaurados após a sua venda em leilão e versando sobre fatos irregulares ocorridos à época da administração estatal”, de modo a que isso não constitua um desincentivo à potencial aquisição desses

próprio Banco Central. Entende, pois, cabível a tese de transferência qualificada para eximir o Banco da multa”.

11 CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2011. Relatório. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 fev. 2018, p. 76.

12 CRSFN. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 9213/09. Processo BCB 0301191819. Recorrente: Banco Central do Brasil. Recorrido: Banco Banestado S/A. Relator: Conselheiro Luiz Eduardo Martins Ferreira. Diário Oficial da União. Brasília, 18 dez. 2019.

13 CRSFN. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 9213/09. Processo BCB 0301191819. Recorrente: Banco Central do Brasil. Recorrido: Banco Banestado S/A. Relator: Conselheiro Luiz Eduardo Martins Ferreira. Diário Oficial da União. Brasília, 18 dez. 2019. No original: “A reforma estatutária do Banco do Estado do Paraná S.A. também foi aprovada, nos termos do despacho publicado em 29.12.2000”.

bancos em processos de privatização¹⁴. Ou seja, como o adquirente havia corrigido as condutas tão logo assumiu o controle e como os fatos eram originados de período anterior, não faria sentido manter as penalidades considerando-se que a transferência de controle foi realizada sob os auspícios do próprio Banco Central e com o objetivo de sanear o sistema financeiro.

Tal extinção de punibilidade só ocorre, no entanto, nas hipóteses de “transferência qualificada” de controle. Ela não tem lugar, por exemplo, como já recordou o CRSFN, ao julgar o Banco Bozano Simonsen, quando adquirido pelo Banco Santander S.A., nos casos em que “a transferência não se deu por incentivo da autoridade reguladora, em razão de falhas encontradas nos procedimentos da entidade regulada”. Para se enquadrar nesse regime protetivo, o adquirente deve também comprovar “o estabelecimento de novos controles” e a substituição dos responsáveis anteriores¹⁵.

3. TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE POR QUESTÕES DE GOVERNANÇA SOCIOAMBIENTAL

Mas não é só em setores financeiros que essa alternativa tem sido usada. A título de exemplo, em setembro de 2022, o controle dos times Phoenix Suns, da NBA, e Phoenix Mercury, da WBNA, foi posto à venda em razão de uma “indignação crescente”¹⁶ após acusações de racismo, ambiente tóxico de trabalho e misoginia contra o seu

14 CRSFN. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 9213/09. Processo BCB 0301191819. Recorrente: Banco Central do Brasil. Recorrido: Banco Banestado S/A. Relator: Conselheiro Luiz Eduardo Martins Ferreira. Diário Oficial da União. Brasília, 18 dez. 2019.

15 CRSFN. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 10897/12. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/2003. Relator: Conselheiro Gilberto Frussa. Diário Oficial da União. Brasília, 14 maio 2012.

16 WOJNAROWSKI, Adrian. Mat Ishbia agrees to Suns purchase for record \$4 billion. *Espn.com*, Bristol, 20 dez. 2022, 13h33. Disponível em: https://www.espn.com/nba/story/_/id/35292815/sources-mat-ishbia-finalizing-suns-purchase-4-billion. Acesso em: 22 maio 2023. No original: “though growing outrage led to him announcing that he was selling the Suns and the Mercury soon after”.

controlador, Robert Saver, que levaram a NBA a suspendê-lo da gestão por um ano e a multá-lo em 10 milhões de dólares¹⁷. Aqui foi a própria associação da NBA a propor uma solução estrutural autorregulatória para impedir a perda de credibilidade da Liga.

Outro caso notório é o da Uber, que recorreu, em 2017, a uma troca de CEOs para tentar afastar a péssima reputação criada por seu antigo cofundador, Travis Kalanick¹⁸. Naquele ano, Dara Khosrowshahi assumiu a difícil tarefa de promover uma verdadeira mudança cultural na companhia¹⁹, de modo a superar um passado marcado por acusações de sexismo e assédio sexual²⁰. No entanto, o cofundador Travis Kalanick tentou permanecer no conselho de administração da companhia e interferir na direção dos negócios. Em dezembro de 2019, por pressão dos demais sócios e já em preparação para um IPO que tornaria a companhia pública, Travis Kalanick anunciou que renunciaria a sua posição no conselho e venderia praticamente a totalidade de suas ações aos demais sócios, deixando o bloco de controle.

17 Birnbaum, Justin. Meet The New Owners Of The Phoenix Suns, Mat And Justin Ishbia. *Forbes*, New York, 20 dez. 2022, 17h07. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/justinbirnbaum/2022/12/20/meet-the-new-owners-of-the-phoenix-suns-mat-and-justin-ishbia/?sh=794e2acf5380>. Acesso em: 22 maio 2023. No original: “The Suns and the Mercury had been for sale since September after allegations of racism, misogyny and a toxic workplace centered on controlling owner Robert Sarver had rocked the organization and prompted the NBA to suspend Sarver for one year and fine him \$10 million”. Cf. também HOLMES, Baxter. Dono dos Suns na NBA é multado em R\$ 52 milhões e suspenso após acusações de racismo e misoginia. *Espn.com*, Bristol, 13 set. 2022, 15h18. Disponível em: https://www.espn.com.br/nba/artigo/_/id/10927137/dono-suns-nba-multado-r-52-milhoes-suspenso-acusacoes-racismo-misoginia. Acesso em: 22 maio 2023.

18 Cf., a respeito, KOLHATKAR, Sheelah. At Uber, a New C.E.O. Shifts Gears. *New Yorker*, New York, 30 mar. 2018. Disponível em: <https://www.newyorker.com/magazine/2018/04/09/at-uber-a-new-ceo-shifts-gears>. Acesso em: 22 maio 2023.

19 BRADT, George. How The Uber Change Agent Survives His Own Change. *Forbes*, New York, 8 jun. 2019, 08h22. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/georgebradt/2019/06/08/how-the-uber-change-agent-survives-his-own-change/?sh=55e831bc6539>. Acesso em: 22 maio 2023. No original: “Khosrowshahi stepped into an organization in desperate need of deep-rooted cultural change”.

20 BELVEDERE, Matthew J. ‘Moral compass’ was off at Uber under co-founder Kalanick, says new CEO Dara Khosrowshahi. *Cnbc.com*, 23 jan. 2018, 09h21. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2018/01/23/uber-moral-compass-under-co-founder-kalanick-was-off-new-ceo-says.html>. Acesso em 22 maio 2023.

4. CONCLUSÃO

A análise acima mostra que, tanto do ponto de vista teórico como prático, a separação necessária entre empresário e empresa, controlador e pessoa jurídica controlada, tem levado, e deve levar, não a isentar, reduzir ou suspender a cobrança de multas e indenizações devidas por empresas envolvidas em grandes fraudes ou ilícitos, mas sim a tornar o controlador responsável por estas, através da alienação de seu bem mais relevante, o poder de controle da empresa.

O patrimonialismo e a herança colonial brasileira (com seu apego atávico às posições de propriedade e poder) parecem impedir por aqui a discussão de alternativa que parece tão simples e lógica – a solução estrutural. Alienar voluntária ou compulsoriamente o controle das empresas envolvidas em grandes ilícitos empresariais em setores de relevante impacto social e econômico, usando o valor de sua venda para pagamento das multas e indenizações. Isso faz com que o controlador seja responsabilizado pelos malfeitos e em função deles perca não só o seu patrimônio, mas o que é ainda mais dolorido: o poder (de controle).

Não deve haver medo de alienar compulsoriamente o controle, retirando do antigo controlador a propriedade e o controle em caso de malfeitos, sobretudo quando se postula por uma separação entre sorte do empresário e sorte da empresa. Que forma melhor pode haver de dissociar ambos, garantindo a preservação da empresa, do que retirar a empresa das mãos do empresário (controlador) responsável pelos ilícitos, transferindo-a a outros com melhores práticas e mais aptos a preservá-la.

Bem estruturada a venda em leilão público ou privado, bem regulado, pode-se inclusive garantir a manutenção da nacionalidade brasileira ou até mesmo a existência de participação estatal relevante ou de controle em setores estratégicos de infraestrutura através de regras específicas de participação no leilão. Existem e existirão fundos e investidores estratégicos brasileiros interessados nessa importante área de infraestrutura. Aliás as alienações de controle promovidas

pelo Banco Central com preservação do capital nacional nos exemplos acima, dão conta desse interesse.

Note-se que, em países com empreendedorismo mais desenvolvido (envolvendo diferentes espectros ideológicos, de EUA até China), é comum figuras reconhecidas do mundo empresarial terem em seu passado diversas quebras e perdas de patrimônio. Não permitir o engessamento de estruturas de poder leva indiretamente ao estímulo ao empreendedorismo. Ou seja, o sistema que sanciona fracassos e malfeitos do empresário e lhe afeta o patrimônio, influencia positivamente não só o desenvolvimento econômico como o espírito empreendedor. Tanto do ponto de vista da economia como um todo quanto dos próprios empreendedores, manutenção a qualquer custo das estruturas de poder é sinônimo de atraso e espírito patrimonialista, não de desenvolvimento e avanço.

Obviamente as medidas aqui sugeridas devem ser objeto de análise específica, caso a caso (tanto do ilícito cometido e sua comprovação, quanto do arcabouço legal que permita – como no caso da lei anticorrupção - alguma forma de desconsideração da personalidade jurídica), não podendo ser objeto de decisão genérica judicial. Também, por óbvio, decisões sobre suspensão de multas ou indenizações, valores de multa ou indenizações, revisões de qualquer tipo de acordos de leniência, tem de ser tomadas caso a caso pelo órgão regulador específico ou no âmbito de processo indenizatório específico que discuta cada situação em particular.

Mas de todo modo é bom lembrar que decisões judiciais ou administrativas devem levar em conta a responsabilidade do controlador e a possibilidade de alienação de controle de empresas privadas não só como medida importante de política pública setorial, mas como imperativo constitucional e legal. Não considerar seriamente essa alternativa implicaria não apenas ilegalidade em face dos dispositivos legais já citados (artigo 116 da lei 6.404/1976 e artigo 14 da lei 12.846/2013) mas também desrespeito ao artigo 170, inciso II e 173 parágrafo 4º da CF. Afinal a “propriedade das ações do

controlador” perde o fundamento de proteção em função de ilícitos graves, de repercussão social e coletiva.

A questão estrutural de alteração de controle deve portanto, inclusive por imperativo constitucional, ser colocada na mesa de discussões como solução primeira (e não última) para os grandes ilícitos empresariais - e tem sido em muitos setores e países, com resultados bem animadores, como visto acima.

É assim que objetivos de alto interesse público como, de um lado, punição e prevenção futura de grandes fraudes e ilícitos empresariais e de outro preservação de unidades produtivas (reestruturadas) podem ser compatibilizados e instrumentalizados para o desenvolvimento econômico e social. Convido mais uma vez (o faço desde 2015) estudosos e responsáveis pela regulação do tema a refletirem sobre essa proposta, sua coerência como política pública e imperativo constitucional.

Afinal pergunta-se: que medida pode ser mais protetiva do interesse público do que ressarcir integralmente o erário público, preservando as empresas e ainda garantindo uma mudança regulada do controle, no sentido de melhores práticas – seja de governança administrativa, ambiental ou social. Afinal, em situações de crise, a alternativa da *fuite en avant* (fuga para frente) é sempre a melhor.

REFERÊNCIAS

Belvedere, Matthew J. 'Moral compass' was off at Uber under co-founder Kalanick, says new CEO Dara Khosrowshahi. *Cnbc.com*, 23 jan. 2018, 09h21. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2018/01/23/uber-moral-compass-under-co-founder-kalanick-was-off-new-ceo-says.html>. Acesso em 22 maio 2023.

Birnbaum, Justin. Meet The New Owners Of The Phoenix Suns, Mat And Justin Ishbia. *Forbes*, New York, 20 dez. 2022, 17h07. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/justinbirnbaum/2022/12/20/meet-the-new-owners-of-the-phoenix-suns-mat-and-justin-ishbia/?sh=794e2acf5380>. Acesso em: 22 maio 2023.

Bradt, George. How The Uber Change Agent Survives His Own Change. *Forbes*, New York, 8 jun. 2019, 08h22. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/georgebradt/2019/06/08/how-the-uber-change-agent-survives-his-own-change/?sh=55e-831bc6539>. Acesso em: 22 maio 2023.

Britto, Ana Lucia; Rezende, Sonaly Cristina. A política pública para os serviços urbanos de abastecimento de água e esgotamento sanitário no Brasil: financeirização, mercantilização e perspectivas de resistência. *Cad. Metrop.*, São Paulo, v. 19, n. 39, p. 557-581, maio/ago. 2017, p. 571.

Conexão Tocantins. Venda da Odebrecht Ambiental à Brookfield é concluída. Conexão Tocantins, Palmas, 26 abr. 2017, 07h07. Disponível em: <https://conexaoto.com.br/2017/04/26/venda-da-odebrecht-ambiental-a-brookfield-e-concluida>. Acesso em: 22 maio 2023.

CRSFN. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 10897/12. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 14/2003. Relator: Conselheiro Gilberto Frussa. Diário Oficial da União. Brasília, 14 maio 2012.

_____. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 11698/15. Processo BCB 1001494886. Relator: Conselheiro Arnaldo Penteado Laudísio. Diário Oficial da União. Brasília, 25 jan. 2016.

_____. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Acórdão nº 9213/09. Processo BCB 0301191819. Recorrente: Banco Central do Brasil. Recorrido: Banco Banestado S/A. Relator: Conselheiro Luiz Eduardo Martins Ferreira. Diário Oficial da União. Brasília, 18 dez. 2019.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2011. Relatório. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro, 27 fev. 2018, p. 76.

Estadão. Brookfield compra 70% da Odebrecht Ambiental. *Estadão*, São Paulo, 27 jun. 2016, 22h39. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/brookfield-compra-70-da-odebrecht-ambiental/>. Acesso em: 22 maio 2023.

Holmes, Baxter. Dono dos Suns na NBA é multado em R\$ 52 milhões e suspenso após acusações de racismo e misoginia. *Espn.com*, Bristol, 13 set. 2022, 15h18. Disponível em: https://www.espn.com.br/nba/artigo/_/id/10927137/dono-suns-nba-multado-r-52-milhoes-suspenso-acusacoes-racismo-misoginia. Acesso em: 22 maio 2023.

Iguá Saneamento. Iguá anuncia certificação do primeiro título verde da América Latina para infraestrutura hídrica. Disponível em: <https://igua.com.br/noticias/igua-anuncia-certificacao-do-primeiro-titulo-verde-da-america-latina-para-infraestrutura-hidrica>. Acesso em: 22 maio 2023.

Kolhatkar, Sheelah. At Uber, a New C.E.O. Shifts Gears. *New Yorker*, New York, 30 mar. 2018. Disponível em: <https://www.newyorker.com>.

com/magazine/2018/04/09/at-uber-a-new-ceo-shifts-gears. Acesso em: 22 maio 2023.

Pires, Fernanda; Rocha, Rodrigo. Fundo do Canadá fará aporte de R\$ 400 milhões na Iguá Saneamento. *Valor Econômico*, São Paulo, 30 jul. 2018, 23h32. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2018/07/30/fundo-do-canada-fara-aporte-de-r-400-milhoes-na-igu%C3%A1-saneamento.ghtml>. Acesso em: 22 maio 2023.

Salomão Filho, Calixto. Respostas estruturais para a corrupção empresarial. *Valor Econômico*. São Paulo. 01 abr. 2015. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/respostas-estruturais-para-a-corrupcao-empresarial.ghtml>. Acesso em: 09 ago. 2023.

_____. *Novo direito societário –eficácia e sustentabilidade*. 5^a edição. São Paulo: Saraiva, 2019.

Wojnarowski, Adrian. Mat Ishbia agrees to Suns purchase for record \$4 billion. *Espn.com*, Bristol, 20 dez. 2022, 13h33. Disponível em: https://www.espn.com/nba/story/_/id/35292815/sources-mat-ishbia-finalizing-suns-purchase-4-billion. Acesso em: 22 maio 2023.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DIVERSIDADE RACIAL NO BRASIL: UM RETRATO DAS COMPANHIAS ABERTAS

CORPORATE GOVERNANCE AND RACIAL DIVERSITY IN BRAZIL: A PICTURE OF PUBLIC COMPANIES

Carlos Portugal Gouvêa²¹

RESUMO: O presente artigo resume os resultados de uma pesquisa realizada entre janeiro e maio de 2021 com todas as companhias abertas brasileiras, identificadas em tal período, buscando retratar a diversidade racial existente nos cargos de membro do conselho de administração, de diretor presidente e de diretor financeiro. Obtivemos resposta detalhada de cerca de 15% da amostra total de 442 companhias. A fim de testar o significado estatístico dos resultados, aplicamos um método de avaliação de todos os membros do conselho e da alta administração de todas as demais companhias abertas, utilizando a mesma metodologia para identificar inscrições fraudulentas em programas de ação afirmativa em universidades brasileiras. A comparação das amostras demonstrou que os resultados foram estatisticamente robustos levando a conclusões lamentáveis. Foi identificado que 0,00% dos cargos dos conselhos de administração pesquisados eram ocupados por pessoas pretas e que apenas 1,05% deles eram ocupados por pessoas pardas. Isso demonstra que a chance de uma pessoa branca ocupar alguns dos cargos mais bem remunerados do país é 58 vezes maior em comparação a uma pessoa não branca. Os resultados com relação aos cargos de diretor presidente e de diretor financeiro foram ainda mais impactantes, uma vez que não foram identificadas quaisquer pessoas pretas ou pardas em tais posições. Tais dados confirmaram a hipótese da pesquisa de que a governança corporativa das companhias abertas brasileiras reforça determinadas características da estrutura social brasileira, profundamente marcada por traços patriarcais e racistas.

²¹ Professor Associado da Faculdade de Direito da USP

Palavras-chave. Governança corporativa. Direito societário. Ética corporativa empática. Governança Socioambiental (ESG). Direitos humanos. Diversidade. Racismo.

ABSTRACT: *This article summarizes the results of a research carried out between January and May 2021 with all Brazilian public companies, identified in such period, aiming to analyze the racial diversity of the positions of members of the board of directors, CEO, and CFO. We obtained detailed answers from about 15% of the total sample of 442 public companies. To test the statistical significance of the results, we applied an evaluation method to all board members and officers of all other public companies, using the same methodology to identify fraudulent enrollments in affirmative action programs at Brazilian universities. Comparison of samples demonstrated that the results were statistically robust, leading to disconcerting conclusions. We identified that 0.00% of the positions of the boards of directors surveyed were occupied by black people and that only 1.05% of them were occupied by brown people. This demonstrates that the chance of a white person occupying some of the highest-paid positions in the country is 58 times greater compared to a non-white person. The results regarding the positions of CEO and CFO were even more impressive since no black or brown people were identified in such positions. Such data confirmed the research hypothesis that the corporate governance of Brazilian public companies reinforces certain characteristics of the Brazilian social structure, deeply marked by patriarchal and racist traits.*

Keywords. Corporate governance. Corporate law. Emphatic corporate ethics. Environmental and social governance. Human rights. Diversity. Racism.

INTRODUÇÃO²²

A hipótese deste artigo é que a governança corporativa das companhias abertas brasileiras reforça determinadas características de sua estrutura social, profundamente marcada por traços patriarcais e racistas. Como se verá adiante, tais traços estão impregnados no tecido social como resultado do processo de transição de uma sociedade escravocrata novecentista para uma economia moderna. Essa conexão resulta de uma série de leis promulgadas no ano de 1850 com a finalidade de reformar os sistemas jurídicos público e privado em preparação para o fim da escravidão, quais sejam, a Lei Eusébio de Queiroz, a Lei de Terras e o Código Comercial de 1850. Por sua vez, esse novo regime jurídico permitiu a criação de um sistema de castas não baseado em uma segregação legal na esfera pública, como o identificado nos Estados Unidos da América no mesmo período, ou na África do Sul durante o regime do Apartheid. Ao contrário, o regime de segregação sutil verificado no Brasil utilizou principalmente o direito privado, em geral, e o controle de grandes companhias, em particular, como meios para consolidar um sistema duradouro de segregações econômicas e raciais.

A fim de testar nossa hipótese, desenvolvemos um método para identificar a cor ou raça dos diretores executivos e financeiros e dos membros do conselho de administração das companhias abertas

22 O presente artigo representa a síntese de um dos capítulos da tese apresentada no concurso de livre docência do Departamento de Direito Comercial da Universidade de São Paulo realizado em 2022. Agradeço a todas as companhias abertas que colaboraram com a pesquisa e a todas aquelas e todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a realização desta pesquisa e o resultado do trabalho, em particular ao apoio com a pesquisa de Ana Clara Xavier, Carolina Capani, Cynthia Maria Santos Bezerra, Deborah Marconcini Bittar, Gabriela Andrade Góes, Gustavo Manicardi Schneider, Raiany Boaventura e Sergio Lima Dias Junior, à assistência bibliográfica de Daniela Sipriano da Silva, à revisão técnica estatística de Douglas D'Alessandro Salgado, à revisão formal de Théo Amon, Yasmin Bewiahn Saba Relvas e Mariana Souza Pargendler e aos valiosos comentários dos membros da banca de livre docência Gustavo Tepedino, Luís Miguel Pestana de Vasconcelos, Cláudia Lima Marques, Paula Forgioni e Calixto Salomão Filho. Agradeço também os comentários recebidos durante o Seminário do Instituto de Direito Global, em especial os comentários de Daniel Pereira Campos, Maria Eduarda Lessa, Rodrigo Fialho Borges e Victor Barone.

brasileiras. A pesquisa foi baseada em um questionário aplicado a todas as companhias abertas do mercado brasileiro de valores mobiliários, com perguntas específicas a respeito da diversidade de seu conselho e alta administração. Nossa pesquisa demonstrou que a totalidade dos diretores executivos das companhias abertas brasileiras que responderam ao questionário são brancos, apesar de a população negra representar mais da metade da população total brasileira, sendo que tal resultado se demonstrou estatisticamente relevante com base em nossa metodologia. Ou seja, os empregos mais bem pagos no Brasil estão fechados para pessoas negras, lançando as bases para uma sociedade baseada em castas. Tais características podem explicar a persistência da desigualdade econômica no país e a instabilidade das organizações democráticas. Nesse sentido, o presente artigo também procura investigar, com base na literatura de referência sobre o racismo e as estruturas de classe enquanto pilares da desigualdade econômica e instabilidade democrática, se essas constatações com relação à sociedade brasileira possuem valor universal para lidar com a crescente ameaça do racismo aos regimes democráticos ao redor do mundo.

Durante o período de pesquisa, realizada entre janeiro e maio de 2021, obtivemos resposta detalhada de cerca de 15% da amostra total. A fim de testar o significado estatístico dos resultados, aplicamos um método de avaliação de todos os membros do conselho e da alta administração de todas as demais companhias abertas, utilizando a mesma metodologia para identificar inscrições fraudulentas em programas de ação afirmativa em universidades brasileiras. A comparação das amostras demonstrou que os resultados foram estatisticamente robustos e as conclusões, lamentáveis. Foi identificado que 0,00% dos cargos dos conselhos de administração pesquisados eram ocupados por pessoas negras e que apenas 1,05% deles eram ocupados por pessoas pardas. Isso demonstra que a chance de uma

pessoa branca ocupar alguns dos empregos mais bem remunerados do país é 58 vezes maior em comparação a uma pessoa não branca²³.

Com base no estudo pioneiro de Gunnar Myrdal sobre os padrões de discriminação nos Estados Unidos da América durante o período de segregação racial²⁴, constatamos que a sociedade brasileira apresenta certas características – reveladas pelo acesso a alguns dos cargos mais bem remunerados do país, em suas maiores companhias – que permitem a identificação de um sistema de castas no Brasil semelhante ao descrito por Myrdal²⁵. Além disso, o fato de a governança corporativa dessas companhias seguir um regime “clânico”²⁶, com o predomínio do hereditarismo e da exclusão de mulheres e de pessoas negras dos cargos de chefia e de maior remuneração, leva à conclusão de que o modelo de governança corporativa no Brasil é predominantemente patriarcal.

Para que a transição para uma sociedade verdadeiramente democrática seja possível, tais cargos devem ser abertos a todos,

23 Destaca-se que foram incluídos na pesquisa também pessoas amarelas e indígenas, cuja presença nos conselhos de administração e cargos de alta administração das companhias abertas brasileiras, embora superior à de pessoas pretas e pardas, também denota uma sub-representação quando comparada à de pessoas brancas.

24 MYRDAL, Gunnar. *An American Dilemma: The Negro Problem and Modern Democracy*. New York: Routledge, 2017.

25 A análise de Myrdal sobre as causas econômicas do racismo existente nos Estados Unidos da América à época foi a base teórica da decisão *Brown v. Board of Education*, da Suprema Corte daquele país, a qual deu fim à segregação racial legal e marcou o início do chamado “movimento de direitos civis”. Em tal decisão, foi utilizado o seguinte argumento: “Such considerations apply with added force to children in grade and high schools. To separate them from others of similar age and qualifications solely because of their race generates a feeling of inferiority as to their status in the community that may affect their hearts and minds in a way unlikely ever to be undone. [...] Whatever may have been the extent of psychological knowledge at the time of *Plessy v. Ferguson*, this finding is amply supported by modern authority”. NR 11 “[...] see generally Myrdal, *An American Dilemma* (1944)”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Brown v. Board of Education*, 347 U.S. 483 (1954), p. 494-495. A análise de Myrdal também é considerada um fundamento teórico relevante para políticas de ação afirmativa, para eliminar o ciclo de exclusão social causado pelo racismo.

26 Em referência à definição clássica de empresa no Brasil cunhada por Fernando Henrique Cardoso. CARDOSO, Fernando Henrique. *Empresário Industrial e Desenvolvimento Econômico no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora José Olympio, 2020, p. 127.

independentemente de gênero ou raça²⁷. Assim, a adoção de uma política pública de ações afirmativas obrigatorias às companhias abertas brasileiras seria louvável, a fim de efetivamente tornar essas vagas abertas a comunidades sub-representadas. Esperamos, por fim, que este estudo possa instigar a realização de pesquisas futuras, em parceria com acadêmicos de outras jurisdições, a fim de aplicar a mesma metodologia e criar uma base de dados internacional sobre o tema.

O presente trabalho está divido em divido em três partes principais. Primeiro, vamos revisitar a literatura contemporânea sobre a relação entre governança corporativa e diversidade, com particular atenção ao tema racial. Posteriormente, apresentaremos a metodologia e os resultados da pesquisa sobre diversidade racial nas companhias abertas brasileiras. Tal debate será complementado pela reflexão sobre se os resultados da pesquisa reforçam ou não o modelo patriarcalista identificado por autores clássicos que se debruçaram sobre a origem da desigualdade social no Brasil.

²⁷ A necessidade de abertura de tais cargos para quaisquer indivíduos, independente de características pessoais, como um requisito para a transição para uma sociedade verdadeiramente democrática, coaduna-se com o segundo princípio de justiça proposto por John Rawls em sua “Teoria da Justiça”. Em tal teoria, o autor procura desenvolver um método de ponderação e balanceamento normativo que justifique a escolha dos princípios fundamentais a serem adotados por uma sociedade justa. Tal método é baseado na ideia de uma posição original na qual as partes contratantes devem estabelecer os princípios de justiça sem que conheçam a posição social daqueles que representam. Utilizando-se desse artifício, o autor extrai dois princípios de justiça, dentre os quais se destaca o segundo, pelo qual as desigualdades sociais e econômicas devem ser ordenadas de tal modo que sejam, concomitantemente, para o maior benefício dos menos favorecidos e ligadas a cargos e posições acessíveis a todos sob condições de uma justa igualdade de oportunidades. Conforme define Rawls: “The second principle applies, in the first approximation, to the distribution of income and wealth and to the design of organizations that make use of differences in authority and responsibility. While the distribution of wealth and income need not be equal, it must be to everyone’s advantage, and at the same time, positions of authority and responsibility must be accessible to all. One applies the second principle by holding positions open, and then, subject to this constraint, arranges social and economic inequalities so that everyone benefits”. RAWLS, John. *A Theory of Justice*. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 2003, p. 53.

1. GOVERNANÇA CORPORATIVA, DIVERSIDADE E RACISMO

A governança corporativa consiste, conforme já definimos em outra oportunidade²⁸, em uma abordagem realista, na “análise do exercício do poder de controle de pessoas jurídicas” ou de estruturas jurídicas que a elas sejam análogas ou equiparadas²⁹, no contexto em que tal controle sirva à administração de um patrimônio alheio com uma finalidade específica³⁰. No âmbito do exame desse poder, surgem, além das tradicionais exigências éticas³¹, que culminaram, no âmbito do direito societário, na atribuição de deveres e consequentemente de responsabilidades a quem o exerce – nas companhias, por exemplo, o acionista controlador (e. g., arts. 116 e 117 da LSA) e os administradores (e. g., arts. 153 a 159 da LSA) -, também contemporaneamente na necessidade de apresentar soluções para problemas relacionados aos impactos ambientais e sociais, assim como sobre direitos humanos, de seu exercício³².

O tema da diversidade já vinha, nas últimas décadas, ganhando destaque nos debates sobre a governança corporativa. A diversidade era uma das Metas do Milênio e, dessa forma, foi incorporada ao aspecto social dos programas de governança socioambiental (ESG), assim como sempre teve destaque em meio às políticas de direitos humanos e negócios. No entanto, a partir do ano de 2020, com a grande atenção demandada pelo movimento Black Lives Matter

28 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 102–103. Adotamos, no caso, o assim chamado “conceito realista de governança corporativa”, que se pretende “útil para a sociedade tanto no centro econômico global como na sua periferia”.

29 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 103.

30 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 103: “o patrimônio de terceiros seja administrado com um propósito definido”.

31 COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 1 ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1976, p. 420.

32 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 444.

desencadeado pelo chocante assassinato de George Floyd, na cidade de Minneapolis, no Estados Unidos da América, os debates sobre diversidade e governança corporativa ganharam um senso de urgência. Concomitantemente, o desenvolvimento de políticas de diversidade em grandes companhias passou a apresentar uma técnica que diferencia este tema das políticas de ESG e de direitos humanos e negócios, caracterizado pela adoção de ações afirmativas. A questão racial, no Brasil, está intimamente ligada ao próprio desenvolvimento do direito comercial, em geral, e societário, em particular. A Lei Eusébio de Queiroz, a Lei de Terras e o Código Comercial de 1850 faziam parte do mesmo processo social e legislativo, resultante da pressão do governo britânico pelo encerramento do tráfico negreiro pelo Brasil. Assim, o caráter reacionário e pouco aderente aos princípios liberais que influenciaram legislações equivalentes na própria Grã-Bretanha e na Europa continental à mesma época foi implantado de forma bastante seletiva no Brasil, permitindo, ao mesmo tempo, o embranquecimento da mão de obra industrial, pelo prolongamento da escravidão legal, uma gradual transição do capital da aquisição de escravos para a atividade comercial e industrial, e a preservação da concentração agrária.

O sistema societário e de governança corporativa brasileiro atual pode, em grande medida, ter suas bases ligadas a tal processo, cujo objetivo central era a preservação da estrutura de classe existente frente a uma pressão internacional para sua alteração. Assim, os déficits na implementação do modelo societário que, no Brasil, obstou a emergência dos efeitos da Revolução Financeira identificados nas economias centrais do capitalismo permanecem plantados até o presente momento em nossa realidade social, impedindo o avanço do modelo econômico de nosso país. Considerando-se tal situação, entender a relação entre a governança corporativa e questões de raça no Brasil é essencial para superar tais limitações seculares.

Dentro da perspectiva do que se chama de racismo estrutural, a exclusão de grupos minoritários dos espaços de poder se dá de forma sistemática, em razão de um projeto de discriminação e de dominação

social³³. Nesse sentido, a possibilidade de exclusão de pessoas negras das estruturas centrais da administração de companhias brasileiras não se dá apenas como reflexo de outras formas de exclusão, mas como parte de tal sistema de manutenção do racismo estrutural. Adilson Moreira entende que os sistemas sociais operam a partir dos interesses de indivíduos “majoritários” – homens e brancos, por exemplo, no caso brasileiro –, no intuito de manterem as hierarquias sociais³⁴. O ambiente corporativo está inserido dentro desses sistemas sociais, sendo regulado não apenas pela lógica econômica do mercado, mas também pelas relações culturais e políticas³⁵. A partir dessa constatação, segundo a qual companhias não se encontram em um vácuo mercadológico, infere-se que o sistema social de exclusão das minorias – mulheres e não brancos – também é reproduzido dentro das próprias estruturas das companhias. Ainda segundo Moreira, as companhias, enquanto sujeitos sociais, “operam como agentes de reprodução de sistemas de opressão nas suas práticas diárias”, devendo o ambiente empresarial ser visto como um “sistema racializado”³⁶.

Estudando a composição dos conselhos de administração no Canadá, Aaron Dhir a chamou de cultura de homogeneidade generalizada (*culture of widespread homogeneity*) dos membros e destacou dois possíveis motivos para tal: (i) o *pool problem*; e (ii) os vieses cognitivos implícitos³⁷. O *pool problem* é apresentado como explicação para a falta de candidatos qualificados e diversificados para ocupar os cargos nos conselhos de administração, o que geraria uma falta de diversidade. Dhir entende que a perpetuação da homogeneidade do

33 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 466.

34 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 466.

35 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 670.

36 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 670.

37 DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, *passim*.

conselho pode ser mais bem explicada pela ciência psicológica por meio do impacto de vieses implícitos.

No caso canadense, as companhias explicavam os baixos níveis de representação em seus conselhos e em cargos de gestão como o produto de uma “falta de mulheres qualificadas”³⁸ e “falta de candidatos que fossem visivelmente de minorias”³⁹. Ou seja, as razões apontadas pelas companhias para preservação das desigualdades eram, sistematicamente, ligadas ao argumento do *pool problem*. À época da pesquisa, em 2010, constatou-se que menos da metade das pessoas de minorias que eram qualificadas para cargos de gerência efetivamente ocupava esses cargos. Assim, apesar de sua disponibilidade no mercado, os candidatos de minorias eram impedidos de ocupar tais posições, constituindo, portanto, uma questão de percepção, e não de realidade.

Tais impedimentos ou barreiras à entrada nos mais altos escalões do mercado de trabalho podem ser explicados pelas “cognições sociais implícitas”⁴⁰, que podem ser entendidas como julgamentos morais que ocorrem automaticamente de maneira instintiva e não intencional, que dão azo a condutas preconceituosas⁴¹. Um exemplo apontado por Dhir foi o de que ser branco era visto como uma característica de liderança⁴². Consequentemente, as pessoas brancas são consideradas

38 BURKE, Ronald J. Women on Corporate Boards of Directors: Views of Canadian Chief Executive Officer. *Women in Management Review*, [s. l.], v. 9, n. 5, p. 3-10, 1994 *apud* DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 578.

39 CONFERENCE BOARD OF CANADA. *Toward Maximizing the Talents of Visible Minorities: Potential, Performance and Organizational Practices*. Ottawa: Conference Board of Canada, 2004. *apud* DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 578.

40 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 380.

41 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 381.

42 DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 580.

aquelas com maior potencial de liderança e os tomadores de decisão estão mais propensos a preferir pessoas brancas às demais. Por outro lado, as minorias raciais são percebidas de maneira implicitamente negativa para a maioria das pessoas, o que explicaria, em parte, os estereótipos e os preconceitos⁴³.

Tais constatações repercutem em estudos que apontam para relações de favoritismo no ambiente empresarial. Assim, membros do conselho de administração que sejam homens e brancos tendem a reproduzir conselhos predominantemente masculinos e brancos, resultando na perpetuação desse quadro⁴⁴. Considerando-se que existe uma tendência humana de favorecimento do igual dentro de qualquer grupo, as perspectivas de alteração orgânica dessa homogeneidade são pequenas. A cultura e prática jurídicas que moldam a atividade empresarial facilitam a homogeneidade dos conselhos, prejudicando os esforços de diversificação⁴⁵. Na luta contra a discriminação, e para que haja inclusão, as companhias podem, não obstante suas estruturas, “desempenhar um papel essencial”⁴⁶. Tal participação pode se dar por meio de ações afirmativas, como o estabelecimento de cotas nos conselhos, ou mesmo pela coparticipação de funcionários nos conselhos⁴⁷.

43 BLAKEMORE, Jessica. Implicit Racial Bias and Public Defenders. *Georgetown Journal of Legal Ethics*, Washington, DC, v. 29, n. 4, p. 833-845, 2016 *apud* MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 382.

44 “And yet there is little opportunity to inject a plurality of opinion into the director-nomination process — for example, by allowing shareholders to challenge the corporation’s choice of directors. As a result, there is a continuing inertia that leads to self-perpetuation, and little chance to challenge the ‘behavioral bias toward homogeneity.’” DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen’s Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 607.

45 DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen’s Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 603.

46 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 707.

47 Com relação à implementação de cotas na experiência brasileira, observa-se que o STF já decidiu a respeito da constitucionalidade do sistema de cotas, como é o caso do Recurso Extraordinário n. 597.285, de relatoria do Ministro Ricardo Lewandowski,

As ações afirmativas contribuem para “a promoção da diversificação dos espaços de poder”⁴⁸ e almejam a criação de uma realidade na qual o corpo das instituições, também privadas, represente e reflita o pluralismo social⁴⁹. Segundo Flávia Piovesan, as ações afirmativas funcionam como medidas especiais e temporárias que buscam remediar atos discriminatórios passados e objetivam “acelerar o processo com o alcance da igualdade substantiva por parte de grupos vulneráveis, como as minorias étnicas e raciais, e as mulheres, entre outros grupos”⁵⁰. Já para Cynthia Estlund, a preocupação com justiça social também desempenha um papel no compromisso de aumentar a representação das minorias dentro das organizações⁵¹. Mais do que reparar os erros do passado histórico, objetiva-se “construir uma sociedade na qual pessoas de diferentes grupos sociais estejam adequadamente representadas nas posições de poder”⁵².

A alteração da lógica das ações afirmativas teve início com “a percepção de que o desempenho das companhias privadas depende

em que o STF confirmou a constitucionalidade do sistema de cotas adotado pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Cf., a respeito, BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). *Recurso Extraordinário nº 597.285/RS. RECURSO EXTRAORDINÁRIO. CONSTITUCIONAL. POLÍTICA DE AÇÕES AFIRMATIVAS. INGRESSO NO ENSINO SUPERIOR. USO DE CRITÉRIO ÉTNICO-RACIAL. AUTOIDENTIFICAÇÃO. RESERVA DE VAGA OU ESTABELECIMENTO DE COTAS. CONSTITUCIONALIDADE. RECURSO IMPROVIDO. I – Recurso extraordinário a que se nega provimento. Relator: Min. Ricardo Lewandowski, 09 de maio de 2012.* Disponível em: <https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/sjur257800/false..>

48 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 709.

49 MOREIRA, Adilson José. Miscigenando o Círculo do Poder: Ações afirmativas, Diversidade Racial e Sociedade Democrática. *Revista da Faculdade de Direito da UFPR*, Curitiba, v. 61, n. 2, p. 117-148, 2016, p. 133.

50 PIOVESAN, Flávia. Ações Afirmativas da Perspectiva dos Direitos Humanos. *Cadernos de Pesquisa*, São Paulo, v. 35, n. 124, p. 43-55, jan./abr. 2005, p. 49.

51 “In a society in which race still divides people, both geographically and psychically, convening people of different races to cooperate in pursuit of shared objectives helps build a more integrated society”. ESTLUND, Cynthia L. Putting Grutter to Work: Diversity, Integration, and Affirmative Action in the Workplace. *Berkeley Journal of Employment and Labor Law*, Berkeley, v. 26, n. 1, p. 1-39, 2005, p. 15.

52 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 711.

da capacidade delas de responder às demandas do pluralismo no plano nacional e internacional”⁵³. A diversidade passou a ser vista como uma “estratégia que pode trazer ganhos consideráveis para as instituições que a empregam”⁵⁴. Os benefícios para as companhias oriundos da diversidade podem ser considerados uma vantagem competitiva⁵⁵, que se expressa na capacidade de uma companhia de “aumentar a criatividade e pela capacidade de resolver problemas que surgem dos obstáculos presentes em uma economia capitalista baseada na competitividade”⁵⁶.

No entanto, nessa busca para tornar a diversidade “um aspecto da identidade institucional de uma companhia”⁵⁷, um ponto para o qual se deve atentar é a representação simbólica. Isso significa que a presença de representantes de grupos minoritários em espaços decisórios da companhia poderia reforçar uma ideia de “tokenismo”⁵⁸, segundo a qual eles representariam, simbolicamente, um grupo que se difere daquele “superior”, masculino, branco e dominante. A ideia de “tokenismo” vem da crítica de Martin Luther King, ao identificar que,

53 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 714.

54 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 713.

55 COX, Taylor H.; BLAKE, Stacy. Managing Cultural Diversity: Implications for Organizational Competitiveness. *The Executive*, [s.l.], v. 5, n. 3, p. 45-56, ago. 1991, p. 45: “Diversity as a Competitive Advantage”.

56 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 714.

57 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 715.

58 Uma obra precursora sobre a questão do tokenismo foi *Men and Women of the Corporation* (1977), a qual teve grande influência na investigação inicial sobre mulheres em cargos de poder e os efeitos das proporções na vida em grupo. Cf. KANTER, Rosabeth Moss. *Men and Women of the Corporation*. New York: Basic Books, 1977. Para outras análises posteriores a Kanter, ver: BROOME, Lissa Lamkin; CONLEY, John M.; KRAWIEC, Kimberly D. Does Critical Mass Matter? Views from the Boardroom. *Seattle University Law Review*, Seattle, v. 34, n. 4, p. 1049-1080, 2011; CARBADO, Devon W.; GULATI, Mitu. Race to the Top of the Corporate Ladder: What Minorities Do When They Get There. *Washington And Lee Law Review*, [s. l.], v. 61, n. 4, p. 1645-1693, 2004; TORCHIA, Mariateresa; CALABRÒ, Andrea; HUSE, Morten. Women Directors on Corporate Boards: from Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, [s. l.], v. 102, n. 2, p. 299-317, 25 fev. 2011.

no caso de políticas de inclusão racial, a prática nos Estados Unidos da América tinha sido a de criação de algumas situações simbólicas de integração, que, ao invés de representar mudanças estruturais, preservavam o processo discriminatório. As companhias que buscam líderes de outras raças apenas a nível simbólico não produzirão ganhos de desempenho nem maior proteção contra danos reputacionais ou de superação mercadológica, pois é necessário atingir uma massa crítica para o valor agregado por esses indivíduos seja realizado⁵⁹.

O argumento de que a diversidade teria reflexos econômicos positivos⁶⁰ é atraente e, no caso da diversidade racial, deve ser visto em consonância com a teoria da convergência de interesses. Segundo tal teoria, é necessário o alinhamento dos interesses dos oprimidos racialmente com os daqueles que têm o poder de reformar para que uma mudança significativa ocorra⁶¹. Steven Ramirez argumenta ainda que, no contexto da governança corporativa, a busca pela reforma baseada em raça deve adotar as aberturas favoráveis que existem no capitalismo político e coordenar suas agendas com as agendas do poder dominante⁶².

59 DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 594.

60 Sobre os debates acerca da perspectiva econômica da diversidade, ver PORTUGAL GOUVÉA, Carlos. Democracia e Minorias: Perspectivas Econômicas sobre o Pluralismo. In: JUBILUT, Liliana Lyra; BAHIA, Alexandre Gustavo Melo Franco; MAGALHÃES, José Luiz Quadros de (Coords.). *Direito à diferença: aspectos teóricos e conceituais da proteção às minorias e aos grupos vulneráveis*. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 1, p. 273-299.

61 “The political calculus could have been different and fundamentally more in favor of a superior outcome in terms of race. Interest convergence theory holds that reform occurs when the interests of the racially oppressed align with the interests of the people who have the power to bring about reform. This process requires that the alignment be fully understood before reform can occur. This in turn underscores the importance of educating and persuading the relevant powers. Competing interests must be overcome. Alliances must be formed-and re-formed – as needed in each specific context. In short, the interest alignment that is fundamental to convergence theory is manipulable”. RAMIREZ, Steven A. Games CEOs Play and Interest Convergence Theory: Games CEOs Play and Interest Convergence Theory. *Washington And Lee Law Review*, [s. l.], v. 61, n. 4, p. 1583-1613, 15 jun. 2014, p. 1585.

62 “Real and durable change cannot occur in a democracy without the concurrence of those holding political and economic power. While one may bemoan the current

Em tal sentido, o movimento de inclusão e de integração da diversidade coloca as companhias enquanto “agentes de transformação social”⁶³, ao passo que incluem grupos socialmente vulneráveis. Para Moreira, esse processo criaria as “condições objetivas de paridade de participação: instrumentos para que os indivíduos possam ter os meios materiais para serem reconhecidos como atores sociais competentes”⁶⁴. Os desafios a serem enfrentados pela promoção da diversidade nas companhias não são poucos⁶⁵, mas o questionamento das associações cognitivas implícitas terá implicações para a governança corporativa. Para Dhir, os preconceitos cognitivos da classe de membros de conselhos de administração predominantemente branca e masculina podem ser atenuados à medida que se familiarizarem com os candidatos que estão fora desse “padrão”⁶⁶.

Além dos reflexos nos conselhos de administração, não podem ser ignorados aqueles que ocorrem no desempenho econômico e financeiro das companhias. A propósito, são os impactos cada vez mais

distribution of political and economic power, there is little to be gained from dwelling on this point. The end result is merely to burden racial reform with distribution issues that are far more prone to headwinds. A more effective approach is to take the current distribution of economic and political power as a given and find a way to operate within those constraints.” RAMIREZ, Steven A. Games CEOs Play and Interest Convergence Theory: Games CEOs Play and Interest Convergence Theory. *Washington And Lee Law Review*, [s. l.], v. 61, n. 4, p. 1583-1613, 15 jun. 2014, p. 1606.

63 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 716.

64 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 716.

65 Além daqueles discutidos anteriormente para as cotas de gênero e daqueles apontados por Dhir – o *pool problem* e os vieses cognitivos implícitos – para Moreira alguns obstáculos devem ser considerados. “Primeiro, os que são contrários a essa iniciativa argumentam que corporações operam de forma racional porque estão à procura dos melhores funcionários, o que as desestimula a discriminar pessoas que podem ter grande desempenho profissional. (...) Segundo, os opositores dessas medidas afirmam que elas seriam discriminatórias porque restringem direitos de pessoas brancas. (...) Terceiro, temos a ideia de que as instituições estatais são as únicas forças sociais que devem promover a inclusão de minorias raciais”. MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 716-717.

66 DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 581.

crescentes no desempenho das companhias que têm feito com que o setor financeiro finalmente se alinhe para demandar maior adesão das companhias abertas a políticas de diversidade. Ao mesmo tempo, o desalinhamento da sociedade e, por consequência, das companhias brasileiras com tais movimentos pode reforçar, no longo prazo, o caráter periférico do sistema produtivo nacional.

Nesse sentido, o aumento da heterogeneidade nas companhias alia-se a múltiplos potenciais benefícios, sendo que atualmente já é possível identificar um conjunto de dados que pode tanto explicar quanto comprovar se existe uma relação de causa e efeito entre tais fatores⁶⁷. A correlação entre a rentabilidade e a diversidade na liderança das companhias é estudada há anos, e existe uma crescente literatura indicando evidências de que o aumento de diversidade gera um aumento no desempenho econômico das companhias⁶⁸.

Dois pontos podem ser destacados como presentes nas pesquisas de desempenho que reforçam o conceito de uma ética empática: a diversidade do conselho pode tornar a companhia mais sensível aos interesses dos consumidores e funcionários – grupos cada vez mais diversificados –, além de diminuir os custos da não

67 Aqueles citados por Dhir em sua pesquisa de 2010 seriam: "(1) diversity improves the ability of the board to monitor managers due to increased independence; (2) diversity improves the decision making of the board due to unique new perspectives, increased creativity, and nontraditional innovative approaches; (3) diversity improves the information provided by the board to managers due to the unique information held by diverse directors; (4) diverse directors provide access to important constituencies and resources in the external environment; (5) board diversity sends important positive signals to the labor market, product market, and financial market, and (6) board diversity provides legitimacy to the corporation with both external and internal constituencies". DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010, p. 592.

68 Ver CARTER, David A.; SIMKINS, Betty; SIMPSON, W. Gary. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, [s. l.], v. 38, n. 1, p. 33-53, fev. 2003.; ERHARDT, Niclas L.; WERBEL, James D.; SHRADER, Charles B. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance*, [s. l.], v. 11, n. 2, p. 102-111, abr. 2003.; SLATER, Stanley F.; WEIGAND, Robert A.; ZWIRLEIN, Thomas J. The Business Case for Commitment to Diversity. *Business Horizons*, [s. l.], v. 51, n. 3, p. 201-209, mai. 2008; SINGH, Val. Ethnic Diversity on Top Corporate Boards: A Resource Dependency Perspective. *The International Journal of Human Resource Management*, [s. l.], v. 18, n. 12, p. 2128-2146, dez. 2007.

diversidade por melhorar a imagem institucional, de reduzir custos sociais e econômicos da discriminação e de permitir que os conselhos identifiquem oportunidades de mercado mais amplas⁶⁹.

Em tal sentido, conforme mostra o relatório de 2020 da McKinsey & Company, quanto maior a representação, maior a probabilidade de a companhia superar o desempenho de seus pares menos diversos⁷⁰. A pesquisa, que considerou um conjunto de dados que abrange 15 países e mais de 1.000 companhias, demonstrou em seus resultados uma probabilidade de 25% de que as companhias com maior diversidade de gênero na liderança executiva tenham lucratividade acima da média do que aquelas menos diversas. A diferença de desempenho entre as companhias com maior diversidade de gênero (30% ou mais) e aquelas menos diversas (com menos de 10%) é de 48%⁷¹. No caso de diversidade étnica e cultural, os dados também apontam para um desempenho acima da média (*out performance*) para as companhias mais diversas frente àquelas menos diversas, superando-as na lucratividade em 36%⁷². Vale ressaltar que a probabilidade de desempenho superior é maior para a diversidade na etnia do que para o gênero.

Um estudo realizado a partir de fundos de *venture capital* expõe uma nova visão sobre a questão⁷³. Como é uma área que apresenta menos barreiras institucionais, uma vez que todo investidor é um tomador de decisões e as escolhas têm consequências comerciais claras, o entendimento da relação de causalidade é facilitado. Segundo Paul Gompers e Silpa Kovvali, é evidente que a diversidade melhora significativamente o desempenho financeiro dos fundos de *venture*

69 MAGNIER, Veronique; ROSENBLUM, Darren. Quotas and the Transatlantic Divergence of Corporate Governance. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Chicago, v. 34, n. 2, p. 249-298, jun. 2014, p.293.

70 HUNT, Vivian *et al.* *Diversity Wins: How Inclusion Matters*. [s. l.]: McKinsey & Company, 2020. 52 p.

71 HUNT, Vivian *et al.* *Diversity Wins: How Inclusion Matters*. [s. l.]: McKinsey & Company, 2020, p. 3.

72 HUNT, Vivian *et al.* *Diversity Wins: How Inclusion Matters*. [s. l.]: McKinsey & Company, 2020, p. 3.

73 GOMPERS, Paul; KOVVALI, Silpa. The Other Diversity Dividend. *Harvard Business Review*, Massachusetts, p. 1-7, jul. 2018.

capital em medidas como investimentos lucrativos a nível de portfólio individual da companhia e nos retornos gerais do fundo⁷⁴.

Tais estudos permitem verificar de forma concreta a existência de uma relação de causalidade entre o grau de diversidade na liderança das companhias e sua rentabilidade financeira. Como os investidores estão, cada vez mais, incluindo entre os seus critérios para tomada de decisão se as companhias investidas têm ou não boas práticas de diversidade, bem como dados concretos dessas práticas para apresentar, a tendência natural é que o custo de capital diminua para as companhias que adotam políticas de diversidade e que, por isso, apresentam bons resultados, e aumente para as companhias que não o fazem. Ou seja, é uma profecia que se autorrealizará. As companhias com melhores práticas terão melhor desempenho financeiro, pois o seu custo de capital será menor, ampliando necessariamente a margem de investimento ou de lucro. No sentido contrário, as companhias menos diversas ficarão cada vez menos competitivas e relegadas a mercados secundários e de baixa lucratividade.

Esta transformação tem impacto até mesmo na própria teoria do desenvolvimento. Se originalmente a teoria do desenvolvimento tinha atenção apenas para a formação de capital, migrando posteriormente para a atenção ao investimento tecnológico e, mais recentemente, ao capital humano, a tendência contemporânea é uma análise profunda do comportamento das companhias. Tal tendência de análise de comportamento social como preditor de desempenho econômico é algo que Gunnar Myrdal já havia destacado como sendo um fator determinante para o desenvolvimento, que é a superação de valores retrógrados que impedem a operação do sistema econômico⁷⁵.

⁷⁴ GOMPERS, Paul; KOVVALI, Silpa. The Other Diversity Dividend. *Harvard Business Review*, Massachusetts, p. 1-7, jul. 2018, p. 7.

⁷⁵ Ao desenvolver tal argumento, Myrdal estava descrevendo especificamente o sistema de castas existente em determinadas sociedades asiáticas. A esse respeito, confira-se: MYRDAL, Gunnar. *Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations*. New York: Pantheon, 1968. v. 3., p. 1863. No entanto, tais processos podem ser também identificados na sociedade brasileira. A questão é que o tempo para que tal conduta seja eventualmente alterada está ficando cada vez mais limitado, pois os impactos das novas tecnologias, principalmente a inteligência artificial, na governança

Um exemplo concreto que corrobora essa tese é o caso do sistema bancário dos Estados Unidos da América. Em pesquisa conduzida por Brian D. Feinstein, Peter Conti-Brown e Kaleb Nygaard, foi demonstrado que o aumento da diversidade na composição dos conselhos de administração dos doze bancos que integram o Sistema de Reserva Federal, entidades responsáveis por avaliar os empréstimos de bancos comerciais a comunidades carentes e historicamente marginalizadas, está associado à aprovação de maiores empréstimos a essas comunidades⁷⁶. De acordo com os resultados, as instituições analisadas cujos órgãos de governança corporativa possuíam em sua composição membros hispânicos ou negros estavam atreladas a maiores pontuações de seus bancos membros na avaliação de performance do Community Reinvestment Act de 1977⁷⁷, diploma legal criado para exigir que as agências reguladoras do sistema financeiro federal encorajem as instituições financeiras a atender às necessidades de crédito das comunidades locais em que estão fretadas⁷⁸. Trata-se de uma experiência que permite identificar a correlação entre a efetivação de políticas de diversidade no âmbito da governança

corporativa, tenderão a reforçar tais preconceitos e discriminações, se não forem criadas estruturas institucionais adequadas para evitar a reprodução de processos discriminatórios.

76 FEINSTEIN, Brian D.; CONTI-BROWN, Peter; NYGAARD, Kaleb. *Board Diversity Matters: An Empirical Assessment of Community Lending at Federal Reserve-Regulated Banks*. *Corporate Governance & Economics eJournal*, [s. l.], v. 14, n. 2, s. p., jan. 2022, s. p.

77 FEINSTEIN, Brian D.; CONTI-BROWN, Peter; NYGAARD, Kaleb. *Board Diversity Matters: An Empirical Assessment of Community Lending at Federal Reserve-Regulated Banks*. *Corporate Governance & Economics eJournal*, [s. l.], v. 14, n. 2, s. p., jan. 2022, s. p.

78 “12 U.S.C. § 2903(a)(1) (1) regulated financial institutions are required by law to demonstrate that their deposit facilities serve the convenience and needs of the communities in which they are chartered to do business; (2) the convenience and needs of communities include the need for credit services as well as deposit services; and (3) regulated financial institutions have continuing and affirmative obligation to help meet the credit needs of the local communities in which they are chartered. (b) It is the purpose of this chapter to require each appropriate Federal financial supervisory agency to use its authority when examining financial institutions, to encourage such institutions to help meet the credit needs of the local communities in which they are chartered consistent with the safe and sound operation of such institutions.”

corporativa das instituições e a promoção do desenvolvimento social das comunidades afetadas.

2. A PESQUISA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DIVERSIDADE RACIAL NO BRASIL

O principal traço da desigualdade econômica brasileira é a sobreposição de questões raciais e de gênero. De acordo com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), em 2009 a população negra representava apenas 15% dentre os 10% mais ricos do país, mas um total de 72% entre os 10% mais pobres, refletindo o fato de que a renda média do homem branco brasileiro foi de R\$ 1.491,00 no período, comparado com uma renda média da mulher negra de R\$ 544,40⁷⁹. No mesmo ano, o índice de desemprego de homens brancos estava em 5,3%, ao passo que para mulheres negras o índice era de 12,5%. Estudos recentes demonstram já um processo de agravamento da situação e uma ampliação das desigualdades conforme nos aproximamos dos níveis mais altos de renda. Conforme constatou um relatório da Oxfam com base na análise de dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), “entre os 10% mais ricos, brancos ganhavam R\$ 11.026,36 mensais em 2016 enquanto negros ganhavam R\$ 5.384,0073, ou seja, menos da metade (ou cerca de 49% dos rendimentos daqueles). Em 2017, essa proporção regrediu ainda mais, com brancos ganhando R\$ 13.753,63 frente a R\$ 6.186,01 por mês em média, no caso dos negros, o que equivale a 45% do que ganhava a população branca desse decil. Entre 2016 e 2017, negros do decil mais rico incrementaram suas rendas em 8,10%, menos da metade dos ganhos da população branca, que foram de 17,35%”⁸⁰.

⁷⁹ INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS. *Retratos das Desigualdades de Gênero e Raça*. 4. ed. Brasília: Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas, 2011, p. 34-35.

⁸⁰ OXFAM. *País Estagnado: Um Retrato das Desigualdades Brasileiras – 2018*. São Paulo: Oxfam, 2018, p. 20.

Considerando-se tal situação, um passo importante é medir a capacidade das companhias brasileiras de implementar uma ética corporativa empática, ou seja, aquela capaz de ampliar ao máximo a eficiência da atividade econômica visando atingir um número máximo de potenciais clientes. Para medir tal capacidade, o conceito mais adequado parece-nos ser aquele prevalente na metodologia de governança socioambiental, tanto para questões de políticas ambientais, quanto para as de direitos humanos, de combate à corrupção e de diversidade, que é o conceito de *tone at the top* – isto é, do tom, no sentido de adesão a tais políticas, nos níveis mais altos da estrutura da governança corporativa.

Diante disso, parece-nos adequado identificar o perfil racial nos principais cargos das companhias abertas brasileiras, quais sejam, os cargos de membro do conselho de administração, de diretor executivo (*chief executive officer* - CEO) e de diretor financeiro (*chief financial officer* - CFO). Surpreendentemente, não identificamos qualquer pesquisa sobre o tema, por iniciativa de organização pública e privada, tanto no Brasil quanto internacionalmente. Basta esse fato para revelar a profundidade do problema. Nas múltiplas décadas, nas quais a governança corporativa foi objeto de estudos de acadêmicos, associações, consultorias especializadas, órgãos reguladores, organismos internacionais e outros agentes, não nos foi possível identificar, até o presente momento, um levantamento do perfil racial da administração de companhias abertas⁸¹.

De forma a suprir tal falha, realizamos uma pesquisa sobre diversidade racial nas companhias abertas brasileiras, cujos principais resultados são apresentados abaixo.

81 Foram identificados alguns estudos empíricos recentes sobre governança corporativa e diversidade racial em setores específicos, como no setor financeiro, baseados em dados existentes em órgãos reguladores, como o excelente estudo de Brian Feinstein, Peter Conti-Brown e Kaleb Nygaard, referido acima, sobre os bancos comunitários registrados no *Federal Reserve*, dos Estados Unidos da América. Ver FEINSTEIN, Brian D.; CONTI-BROWN, Peter; NYGAARD, Kaleb. Board Diversity Matters: An Empirical Assessment of Community Lending at Federal Reserve-Regulated Banks. *Corporate Governance & Economics eJournal*, [s. l.], v. 14, n. 2, s. p., jan. 2022.

Entre janeiro e maio de 2021, foi realizada uma pesquisa com todas as sociedades anônimas de capital aberto brasileiras registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e listadas na B3 para identificação do perfil racial de seus diretores executivos, diretores financeiros e membros do conselho de administração⁸². O objetivo final era comparar os dados estatísticos encontrados com os índices gerais da população brasileira, a fim de verificar se o grau de diversidade racial na alçada dos órgãos de governança corporativa analisados estaria de acordo com a distribuição proporcional seguida pela população total do país, ou, em caso negativo, qual o grau de descompasso entre a sociedade e as companhias abertas.

Os dados examinados foram coletados por meio da consulta de documentos das companhias disponibilizados ao mercado por meio dos portais da bolsa de valores, da CVM e de seus próprios sites, nos quais foi possível identificar os nomes dos dirigentes correspondentes a cada cargo⁸³. A metodologia de análise para a definição do perfil racial dos administradores baseou-se no método de heteroidentificação a partir de suas características fenotípicas⁸⁴, e foi realizada por meio de fotos encontradas publicamente na Internet. Destaca-se que tal método de classificação é o mesmo utilizado para a verificação da autodeclaração em processos seletivos e concursos públicos com

82 Em razão de alguns dados utilizados para a realização desta pesquisa possuírem natureza sensível, nos termos do Art. 5º, III, Lei nº 13.709/2018 (Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais), a planilha utilizada para a organização das informações das companhias e seus administradores não será disponibilizada publicamente. Assim, para solicitação de acesso a ela, deve ser encaminhado um e-mail a [-]. O banco de dados gerado será doado ao Instituto [-] para que possa ser atualizado periodicamente e para permitir o acesso público aos resultados por meio do endereço [-].

83 Para fins da pesquisa, foram consideradas as composições mais atualizadas dos órgãos administrativos das companhias durante o período de realização da coleta de dados.

84 Tal método de classificação em cor ou raça de acordo com características fenotípicas teve por base relevante estudo produzido pelo IBGE. Cf. PETRUCCELLI, José Luis; SABOIA, Ana Lucia (Orgs.). *Características Étnico-Raciais da População: Classificações e Identidades*. Rio de Janeiro: IBGE, 2013. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv63405.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2021.

reserva de vagas ou ações afirmativas semelhantes para candidatos pertencentes a minorias étnico-raciais⁸⁵.

Ao todo, foram pesquisadas 442 companhias e 3.561 cargos, dentre os quais 449 diretores executivos, 407 diretores financeiros e 2.705 membros efetivos do conselho de administração⁸⁶.

Os dados apurados nesse primeiro momento da pesquisa foram submetidos à validação pelas próprias companhias, a fim de garantir-se a predominância da autodeclaração dos avaliados – assim como é feito nas pesquisas demográficas realizadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cujos dados são computados a partir do critério da autodeclaração. Para os resultados, foram levados em consideração tão somente os dados confirmados pelas companhias, uma vez que consideram não apenas o critério da heteroidentificação fenotípica, que pode apresentar falhas, mas também, presume-se, o critério da autodeclaração das pessoas ocupantes dos cargos pesquisados.

Assim, das 442 companhias contatadas, foram recebidas confirmações dos dados raciais de 69 delas, ou 15,61% do total,

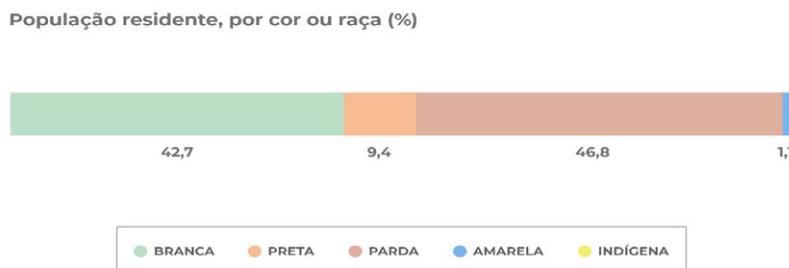
85 Nesse sentido, confira-se: Art. 2º, § 1º, Orientação Normativa nº 3/2016, da Secretaria de Gestão de Pessoas e Relações do Trabalho no Serviço Público. Disponível em: <https://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?data=02/08/2016&jornal=1&pagina=54&totalArquivos=56>. Acesso em: 25 ago. 2021; Art. 3º, § 2º e 9º, § 1º, Portaria Normativa nº 4/2018, da Secretaria de Gestão de Pessoas do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Disponível em: https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/9714349/do1-2018-04-10-portaria-normativa-n-4-de-6-de-abril-de-2018-9714345. Acesso em: 25 ago. 2021; Ponto 3.1, “c”, Edital do processo seletivo para acesso aos cursos presenciais de graduação da UFMG em 2020 pelos candidatos selecionados por meio do SiSU com base no resultado do ENEM. Disponível em: <https://www.ufmg.br/sisu/wp-content/uploads/2019/12/Edital-Sisu-UFMG-2020.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2021; e Art. 9º, III e § 2º, Resolução nº 1657/2021, do Conselho Universitário da UECE. Disponível em: <http://www.uece.br/wp-content/uploads/2021/04/resolucao-uece.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2021.

86 Ressalta-se que foram computados mais de uma vez nesse montante os administradores que porventura apareceram mais de uma vez na pesquisa (seja por possuírem dois ou mais cargos na mesma companhia, ou por pertencerem a duas ou mais companhias), na medida em que nos interessa como referencial a análise dos percentuais de cargos das companhias, ainda que se repetissem as pessoas deles ocupantes. Por isso, preferimos utilizar a terminologia de cargos pesquisados, e não pessoas pesquisadas.

permitindo uma análise robusta do ponto de vista estatístico. O intervalo de confiança da pesquisa é de 95% e as margens de erro são de, no máximo, 3,8% para a população preta e parda. Como resultado, dos 727 cargos confirmados, foram identificadas 712 pessoas brancas, 9 amarelas, 6 pardas e 0 pretas.

Os dados extraídos do perfil racial da administração das companhias abertas foram então comparados com dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) de 2019⁸⁷, de forma a identificar a diferença entre o perfil da administração das companhias e a realidade social brasileira. Considerando-se que a PNAD é uma pesquisa que busca identificar tendências demográficas de forma estatística em períodos inferiores aos dos censos nacionais, parecemos adequada a escolha dos dados demográficos brasileiros mais recentes para tal comparação. De acordo com referida pesquisa, os dados de diversidade étnico-racial apurados em âmbito nacional são os seguintes:

Figura 1 – Dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua de 2012-2019



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua 2012-2019*. Disponível em: <https://educa.ibge.gov.br/jovens/conheca-o-brasil/populacao/18319-cor-ou-raca.html>. Acesso em: 30 jul. 2021.

⁸⁷ INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua 2012-2019*. Disponível em: <https://educa.ibge.gov.br/jovens/conheca-o-brasil/populacao/18319-cor-ou-raca.html>. Acesso em: 30 jul. 2021.

Apresentaremos os principais resultados da pesquisa de governança corporativa e diversidade racial (PDR) divididos por tipo de cargo:

Tabela 1 – Comparação entre os dados da pesquisa de diversidade racial com a PNAD para o cargo de conselho de administração

Cor ou raça	PDR	PNAD	Diferença
Amarela/indígena*	1,22%	1,1%	0,12%
Branca	97,73%	42,7%	55,03%
Parda	1,05%	46,8%	-45,75%
Preta	0,00%	9,4%	-9,40%

Fonte: Autor

*Apesar de ter sido incluída a categoria de indígenas na pesquisa (a exemplo do PNAD), não foi identificada nenhuma pessoa indígena entre os cargos pesquisados. Contudo, tendo em vista que a PNAD contabiliza pessoas amarelas e indígenas em conjunto, isto é, constando ambas as categorias sob um mesmo percentual de 1,1%, optou-se por adotar o mesmo referencial para fins comparativos, ainda que o total de indígenas identificados tenha sido nulo.

Gráfico 1 – Comparação entre os dados da pesquisa de diversidade racial com a PNAD para o cargo de conselho de administração



Fonte: Autor

Tabela 2 – Comparação entre os dados da pesquisa de diversidade racial com a PNAD para o cargo de CEO

Cor ou raça	PDR	PNAD	Diferença
Amarela/indígena	0,00%	1,1%	-1,10%
Branca	100,00%	42,7%	57,30%
Parda	0,00%	46,8%	-46,80%
Preta	0,00%	9,4%	-9,40%

Fonte: Autor

Gráfico 2 – Comparação entre os dados da pesquisa de diversidade racial com a PNAD para o cargo de CEO



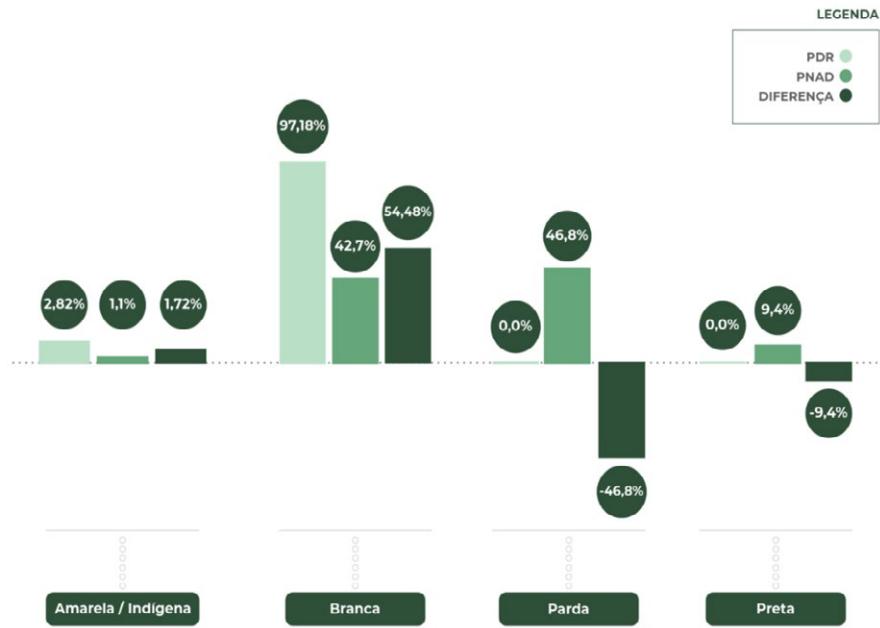
Fonte: Autor

Tabela 3 – Comparação entre os dados da pesquisa de diversidade racial com a PNAD para o cargo de CFO

Cor ou raça	PDR	PNAD	Diferença
Amarela/indígena	2,82%	1,1%	1,72%
Branca	97,18%	42,7%	54,48%
Parda	0,00%	46,8%	-46,80%
Preta	0,00%	9,4%	-9,40%

Fonte: Autor

Gráfico 3 – Comparação entre os dados da pesquisa de diversidade racial com a PNAD para o cargo de CFO



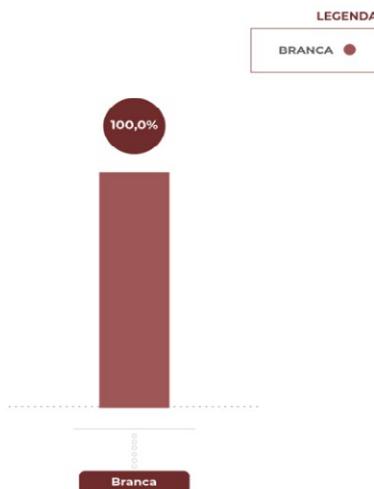
Fonte: Autor

Os resultados da pesquisa de diversidade racial evidenciam uma enorme vantagem auferida pelas pessoas brancas, e, em particular, homens brancos, para ocupar os cargos das principais estruturas de governança corporativa das empresas abertas no Brasil. Nossa pesquisa indicou que a chance de uma pessoa branca ocupar um cargo de alta gestão nas empresas listadas na B3 é quase 58 vezes maior em comparação à chance esperada conforme a distribuição de cor e raça obtida pela PNAD. Mais do que uma mera vantagem, os resultados evidenciam uma segregação racial latente. As diferenças com a distribuição racial na sociedade são abissais e denotam a interferência

do racismo estrutural no processo de seleção de membros do conselho de administração, de diretores executivos e de diretores financeiros.

No caso dos diretores executivos, a pesquisa indicou um percentual de favorecimento de pessoas brancas de 57,3% em relação ao número de pessoas brancas na sociedade brasileira, e um prejuízo para as pessoas negras em relação ao padrão social de 46,8%, uma vez que tais cargos são ocupados exclusivamente por pessoas brancas. Seguindo a terminologia de John Rawls, tal fato indica que essas posições sociais não estão abertas para pessoas negras, o que desafiaría o seu próprio critério de justiça em sociedades democráticas⁸⁸. O Gráfico 4 abaixo ressalta a gravidade da situação identificada, na qual 100% dos diretores executivos das companhias respondentes, ou seja, o cargo com a maior remuneração, são brancos.

Gráfico 4 – Dados confirmados da pesquisa de diversidade racial para o cargo de CEO



Fonte: Autor

88 RAWLS, John. *A Theory of Justice*. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 2003, p. 53.

A situação é particularmente grave considerando-se que os cargos da alta administração das companhias abertas brasileiras representam os cargos com as mais altas remunerações de todos os postos de trabalho do país (pelo menos dos quais se dispõe de informações públicas). Um levantamento realizado pelo consultor Renato Chaves com 70 companhias abertas, com base no detalhamento de dados de remunerações mínima e máxima disponibilizado à CVM sobre o ano de 2019, indicou uma remuneração média anual para o cargo de diretor executivo de R\$ 11,1 milhões. Segundo o estudo, a remuneração dos diretores executivos chega a ser, em algumas companhias abertas brasileiras, 663 vezes maior que a do funcionário médio da companhia⁸⁹. Não surpreendentemente, os números brasileiros são superiores aos números já divulgados de pesquisas sobre países desenvolvidos, nos quais tais variações também acompanham o nível de desigualdade social. Assim, entre os países industrializados, os Estados Unidos da América apresentam os maiores múltiplos, de 320 vezes em 2019, de acordo com o Economic Policy Institute⁹⁰, em patamares inferiores ao Brasil, mas superiores a outros países ricos com menor desigualdade social.

Em que pese a necessidade de estudos mais profundos sobre a correlação entre os patamares de remuneração de membros da alta administração de companhias abertas e os patamares de desigualdade social em cada país, no caso brasileiro o fato relevante é que tais posições não estão abertas a pessoas negras, o que reforça a linha divisória por raça que caracteriza nosso padrão de desigualdade com segregação racial. O racismo estrutural, de acordo com Adilson Moreira, seria identificável em situações nas quais “as atividades dos membros dos diferentes grupos raciais não podem ocupar as mesmas

89 SCHINCARIOL, Juliana. CEOs têm remuneração 600 vezes maior que funcionário: Estudo mostra discrepância nos salários de gestores brasileiros. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 28 nov. 2020. Carreira, s. p. Disponível em: <https://valor.globo.com/carreira/noticia/2020/09/28/ceos-tem-remuneracao-600-vezes-maior-que-funcionario.ghml>. Acesso em: 15 ago. 2021.

90 ECONOMIC POLICY INSTITUTE. *CEO Compensation Surged 14% in 2019 to \$21.3 million*. Washington, DC: Economic Policy Institute, 2020. 31 p.

funções; aquelas que são mais valorizadas devem ser desempenhadas por membros do grupo racial dominante”⁹¹.

De forma a analisar se existiriam diferenças entre as companhias de controle privado e as sociedades anônimas de economia mista, segregamos as informações para verificar se o controle estatal, ou mesmo o mecanismo de coparticipação instituído pela Lei nº 12.353/2010⁹² teriam algum impacto na representatividade de grupos minoritários em suas instâncias administrativas. Como se percebe pela Tabela 4 abaixo, não foram identificadas diferenças relevantes com relação aos membros dos conselhos de administração, exceto por uma diferença positiva de 3,40% no número de pessoas identificadas como pardas. Com relação aos diretores executivos, considerando-se que todas as companhias que responderam à pesquisa possuíam pessoas brancas em tal cargo, não se identificou qualquer variação.

Tabela 4 - Comparaçāo entre os dados confirmados de Sociedades Anônimas de Economia Mista (SAEM)* e Sociedades Anônimas de Controle Privado (SACP) para o cargo de Conselho de Administração

Cor ou raça	SAEM*	SAEM* (%)	SACP	SACP (%)	Diferen-ça %
Amarela/ indígena	0	0,00%	7	1,33%	-1,33%
Branca	46	95,83%	514	97,90%	-2,07%
Parda	2	4,17%	4	0,76%	3,40%
Preta	0	0,00%	0	0,00%	0,00%
Totais	48	100,00%	525	100,00%	

Fonte: Autor

91 MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2020, p. 558.

92 O Art. 2º da Lei nº 12.353, de 28 de dezembro de 2010, prevê que: “Os estatutos das empresas públicas e sociedades de economia mista de que trata esta Lei deverão prever a participação nos seus conselhos de administração de representante dos trabalhadores, assegurado o direito da União de eleger a maioria dos seus membros”.

*A terminologia de Sociedade Anônima de Economia Mista (SAEM) foi adotada conforme disposto no Art. 235 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas), em detrimento da terminologia adotada pela Lei nº 13.303/2016.

Os dados aqui apresentados demonstram a necessidade urgente de implementação de programas de ação afirmativa para composição dos conselhos e diretorias das companhias abertas brasileiras como condição necessária para o alcance da democracia e o combate ao racismo estrutural e às desigualdades sociais no país. Como já precisamente formulado por Fábio Konder Comparato em seu trabalho sobre o poder de controle nas sociedades anônimas, as companhias também dependem de legitimidade social⁹³. Neste caso, a segregação racial na governança corporativa das companhias abertas brasileiras era uma verdade inconveniente que esta pesquisa buscou apenas documentar. Uma alteração legislativa nesse sentido urge, na medida em que poderá ser um importante remédio para a potencial cristalização do racismo estrutural nas companhias brasileiras nos anos que se seguirão.

3. O MODELO PATRIARCALISTA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os métodos do poder tradicional weberianos são a gerontocracia, o patriarcalismo e o patrimonialismo. Tais métodos diferenciam-se pelo uso ou não de uma administração pessoal, sendo que (i) a gerontocracia caracteriza-se pela escolha dos líderes por meios tradicionais, como a idade, (ii) o patriarcalismo é caracterizado pela seleção da liderança com base em regras hereditárias e (iii) o patrimonialismo

⁹³ COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 1. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1976.

caracteriza-se pelo uso de uma estrutura administrativa organizada, mas sem a separação rígida entre o patrimônio público e privado⁹⁴.

Eduardo Munhoz propôs uma aproximação entre os modelos de poder legítimo de Weber e o sistema societário brasileiro, argumentando que tal sistema seria patrimonialista⁹⁵. Tal análise alinha-se com o argumento de Sérgio Lazzarini em estudo demonstrando que o processo de privatização brasileiro a partir dos anos 1990 teria resultado na manutenção de uma relação de coinvestimento nas companhias privatizadas entre famílias brasileiras controladoras de grandes grupos econômicos e o próprio Estado brasileiro, o que caracterizaria o capitalismo brasileiro como um “capitalismo de laços”⁹⁶. O estudo de Sérgio Lazzarini foi baseado também na tese de Raymundo Faoro, em seu *Os donos do poder*, de que a sociedade brasileira seria marcada por um regime patrimonialista que impedia a separação entre o patrimônio público do Estado e o patrimônio pessoal dos membros do grupo social dominante, ao qual Faoro denominou “estamento”⁹⁷, resultando no que identificou como uma rede de investimentos envolvendo grupos privados e governamentais.

No caso brasileiro, o controle societário, fora do âmbito das sociedades anônimas de economia mista, sempre se qualificou por sua estrutura familiar. Acreditamos que seria possível dar mais um passo em tal análise para qualificar o modelo societário brasileiro, com base nas definições weberianas, como patriarcalista e não meramente patrimonialista. Tal característica resultaria de sua natureza intrinsecamente hereditária e pela existência de um modelo

94 WEBER, Max. *Economy and Society: An Outline of Interpretative Sociology*. Berkeley: University of California Press, 1978, p. 231.

95 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Devedores do Acionista Controlador e dos Administradores. In: FILHO; Alberto Venâncio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. 1, p. 129-156.

96 LAZZARINI, Sérgio. *Capitalismo de Laços: Os Donos do Brasil e suas Conexões*. 2. ed. São Paulo: BEI Comunicação, 2018.

97 FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Globo, 2001.

de confiança entre controlador e administrador, factível por conta de um fraco regime de proteção de deveres fiduciários e de um efetivo uso do poder de controle para direção e orientação da administração. Por conseguinte, referido entendimento exige a problematização da própria tese de Faoro, segundo a qual o estamento não seria uma classe social fechada, como no sistema de castas, sendo, portanto, permeável a indivíduos de outras origens. A aplicação do modelo de estratificação social de Weber à realidade brasileira por Faoro é marcada pela ilusão da inexistência de racismo na sociedade brasileira, ao não denotar uma rigidez profunda na formação de sua classe dominante, a qual não permitiu a integração econômica das pessoas negras então residentes no Brasil ao processo econômico iniciado após as reformas legislativas de 1850 descritas acima⁹⁸.

O erro de Faoro foi o de transportar a forma de organização da sociedade portuguesa para o Brasil como uma continuidade, sem considerar o fato de que o processo de escravização alterou profundamente a estrutura social. Fábio Konder Comparato, em sua análise do mesmo processo, corrigiu tal erro, ao identificar que se conformaram, no Brasil colonial, dois grupos sociais estanques: de um lado, o grupo economicamente dominante, e, de outro, a classe dos pobres⁹⁹, a qual deveria à impossibilidade de ascensão social também a destituição de acesso a recursos jurídicos. Como visto, essa classe de pobres sempre teve um recorte racial, ou seja, hereditário¹⁰⁰.

98 Tal posição crítica à tese de Faoro alinha-se mais à defendida pelos sociólogos Florestan Fernandes e Fernando Henrique Cardoso. Para aprofundamento do argumento, ver CARDOSO, Fernando Henrique. *Capitalismo e Escravidão no Brasil Meridional: o Negro na Sociedade Escravocrata do Rio Grande do Sul*. 5. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2003; FERNANDES, Florestan. *A Integração do Negro na Sociedade de Classes: o Legado da “Raça Branca”*, 5. ed. São Paulo: Globo, 2008. v. 1; FERNANDES, Florestan. *A Integração do Negro na Sociedade de Classes: no Limiar de uma Nova Era*. 5. ed. São Paulo: Globo, 2008. v. 2; FERNANDES, Florestan. *A Revolução Burguesa no Brasil: Ensaio de Interpretação Sociológica*. 5. ed. São Paulo: Globo, 2006.

99 COMPARATO, Fábio Konder. Obstáculos Históricos à Vida Democrática em Portugal e no Brasil. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo, v. 17, n. 47, p. 237-259, jan./abr. 2003, p. 255.

100 A correlação entre a exclusão social da população de ascendência africana e a falta de acesso a recursos jurídicos é particularmente bem-documentada pelas crônicas

Outra correção importante de Fábio Konder Comparato na análise de Faoro foi com relação à imagem, presente em Faoro, de um Estado forte que conseguiria confrontar o poder econômico. Comparato corretamente descreve a fragilidade do regime imperial, dependendo constantemente da troca de favores, com uma burocracia limitada, refletindo o caráter exclusivamente patriarcal do regime¹⁰¹. Toda a dificuldade identificada no Segundo Império em lidar com o poder crescente de uma incipiente classe empresarial revelaria exatamente essa fragilidade do regime, o qual servia apenas como anteparo aos interesses da classe agrária e seu braço de comissários dependentes da exportação de produtos também agrários.

Faoro parecia crer na existência de um grupo dominante estamental, aberto à eventual ascensão social daqueles que adequassem suas condutas ao padrão demandado pelo *status*. No entanto, tal ascensão era apenas permitida a pessoas com uma determinada característica hereditária, qual seja, a de ser considerada uma pessoa branca, de origem europeia.

Para a realidade brasileira, parece-nos mais adequado o reconhecimento de nossa sociedade como uma sociedade de castas, perpetuadas por meio do racismo estrutural. Tal interpretação está baseada na similaridade entre a realidade brasileira atual e a dos Estados Unidos da América dos anos 1940, conforme descrita por Gunnar Myrdal em seu reconhecido estudo sobre as bases econômicas do racismo. Após entrevistar diversos homens brancos para descortinar a essência da discriminação social, Myrdal identificou a seguinte ordem hierárquica de discriminações: (i) restrições ao casamento e relações sexuais inter-raciais, (ii) restrições de etiqueta e de comportamento social, (iii) segregação do uso de espaços públicos, (iv) restrições ao exercício do poder político, (v) discriminação no acesso à justiça e,

dos esforços empreendidos por Luiz Gama no século XIX para a defesa judicial de escravos libertos. GAMA, Luiz. *Liberdade*. São Paulo: Editora Hedra, 2021.

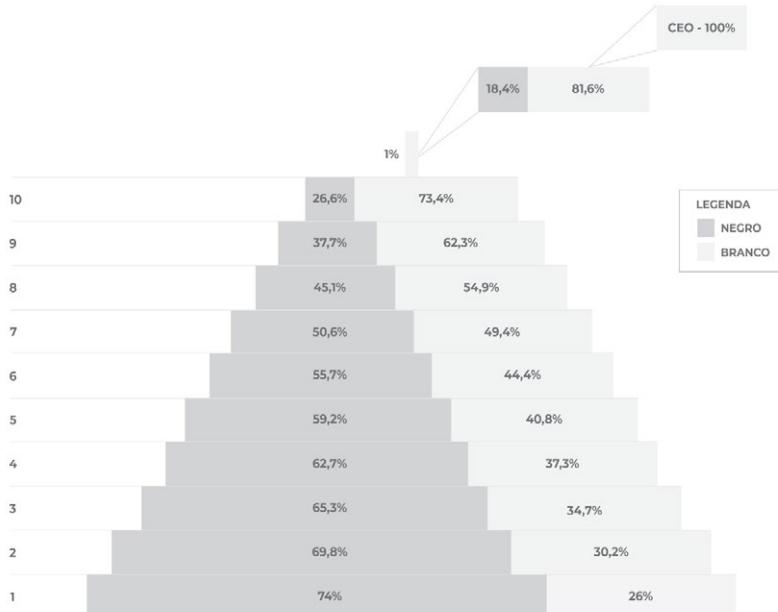
101 Aqui Comparato faz referência ao conceito de “diaética da ambiguidade” de José Murilo de Carvalho, em sua análise histórica do período imperial. COMPARATO, Fábio Konder. Obstáculos Históricos à Vida Democrática em Portugal e no Brasil. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo, v. 17, n. 47, p. 237-259, jan./abr. 2003, p. 249.

finalmente, (vi) discriminações econômicas, em relações comerciais e de emprego, e no acesso a programas sociais¹⁰². Mas a maior contribuição de Myrdal foi revelar que tal ordem estava inversa. Ou seja, a discriminação mais relevante era a econômica, e as demais formas de discriminação eram exclusivamente instrumentais para a manutenção da comunidade negra em uma condição social análoga à escravidão. A precisão de tal concepção foi se afirmando ao longo do século passado, no qual as restrições legais presentes nos itens de (i) a (v) foram sendo gradualmente eliminadas. No entanto, mesmo sem suporte legal, tais discriminações são mantidas por meio dos instrumentos do racismo estrutural, garantindo a desigualdade social de base racial. Segundo Myrdal, forma-se um ciclo vicioso de exclusão econômica legitimando os próprios elementos comportamentais da discriminação, os quais impactam novamente as pessoas negras ao fechar oportunidades de progresso econômico.

Aplicando-se tais conceitos ao modelo de governança corporativa brasileiro, conforme o retrato trazido por nossa pesquisa de diversidade racial na alta administração das companhias abertas, percebemos que, caso seja possível imaginar a sociedade brasileira como uma pirâmide refletindo a desigualdade social, na base da pirâmide teríamos os grupos mais pobres, os quais seriam formados majoritariamente de pessoas negras, com predominância de mulheres. Conforme se fosse subindo na pirâmide, esse perfil gradualmente transmutar-se-ia para uma predominância de homens brancos. No topo da pirâmide, teríamos o percentil mais alto, reforçando a tendência de concentração, e num percentual ínfimo, o conjunto dos cargos mais bem remunerados do país, isto é, os de diretor executivo das companhias abertas, com um perfil de 100% de homens brancos. O Gráfico 5, abaixo, reproduz tal imagem com base nos dados do PNAD de 2019 e em nossa pesquisa.

102 MYRDAL, Gunnar. *An American Dilemma: The Negro Problem and Modern Democracy*. New York: Routledge, 2017, p. 60-61.

Gráfico 5 – Pirâmide da desigualdade social e de raça no Brasil com ilustração da posição das estruturas de governança corporativa



Fonte: Autor, com base em dados do IPEA coletados do PNAD 2019

A projeção de 1%, indicada no Gráfico 5, acima, representa o conjunto da população brasileira que ocupa os cargos mais bem remunerados do país, dos quais 18,4% são ocupados por pessoas negras e 81,6% são ocupados por pessoas brancas. Desses 81,6%, os cargos de diretores executivos (CEO) de empresas abertas brasileiras são ocupados exclusivamente por pessoas brancas. A partir do Gráfico 5, portanto, é possível observar que quanto mais se restringe a faixa de renda aos cargos mais bem remunerados do país, maior é a concentração de pessoas brancas e menor é a participação de pessoas negras, até se chegar ao extremo dos cargos de diretores

executivos de companhias abertas brasileiras em que a presença de pessoas negras é nula.

Tal modelo patriarcalista reflete-se inherentemente no tipo de controle societário brasileiro. A tal modelo Fernando Henrique Cardoso chamou de “empresas clânicas”, em estudo sobre o empresariado industrial brasileiro que foi objeto de sua tese de livre-docência na Universidade de São Paulo¹⁰³. A formação do autor em sociologia permitiu identificar os traços marcadamente patriarcalistas no padrão de governança das grandes companhias brasileiras ainda em 1964. Tal traço de controle familiar como regime dominante foi preservado em nosso modelo de governança corporativa até o momento atual. Mas essa estrutura patriarcalista tem uma profunda base histórica. Gilberto Freyre mencionou no prefácio à primeira edição de sua obra mais conhecida que a casa-grande, “embora associada particularmente ao engenho de cana, ao patriarcalismo nortista, não se deve considerar expressão exclusiva do açúcar, mas da monocultura escravocrata e latifundiária em geral: criou-se no Sul o café tão brasileiro como no Norte o açúcar”¹⁰⁴.

103 “O padrão mais difundido de direção dos empreendimentos industriais no Brasil continua a basear-se na autoridade obtida pelo controle da propriedade. Isso não acarreta, em si mesmo (...) nenhum elemento de diferenciação, dentro do quadro geral da economia capitalista. Entretanto, como a propriedade das empresas se restringe, em geral, aos grupos familiares, o padrão de controle dos empreendimentos implica a intromissão dos proprietários em decisões que ultrapassam o limite natural de ingerência dos acionistas nas empresas dos países desenvolvidos. De fato, além da participação nas decisões fundamentais das empresas (por exemplo, a determinação de novos investimentos), que constitui praticamente um corolário do sistema de apropriação privada, os proprietários das ‘empresas clânicas’ exercem intensa atuação administrativa. Essa prática afeta as possibilidades de racionalização e de expansão do empreendimento, pois o excesso de controle pessoal e direto restringe a eficiência possível. Assim, por exemplo, a prática normal de controle familiar das empresas no Brasil exclui, em regra, a delegação de autoridade para pessoas fora do círculo familiar, o que impede a diferenciação burocrática da administração e o aproveitamento de técnicos e especialistas. Em geral, não apenas a administração faz-se através de membros da família proprietária, como a maior soma de autoridade é exercida unipessoalmente pelo ‘patriarca’, chefe de família”. CARDOSO, Fernando Henrique. *Empresário Industrial e Desenvolvimento Econômico no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora José Olympio, 2020, p. 127.

104 FREYRE, Gilberto. *Casa-Grande e Senzala: a Formação da Família Brasileira sob o Regime Patriarcal*. 52. ed. São Paulo: Global, 2013, p. 43.

Note-se que a casa-grande não era limitada ao Norte, como não era limitada à própria casa-grande e à atividade agrária. As reformas legislativas de 1850, com o conjunto da Lei de Terras, a Lei Eusébio de Queiroz e o Código Comercial, criaram a base para a transferência do capital da economia escravocrata para a indústria, mantidas as características essenciais do patriarcalismo. A profundidade de tal vínculo demanda estudo mais profundo e constante, do qual a presente pesquisa sobre diversidade racial no seio das grandes companhias brasileiras é apenas um primeiro passo.

A imagem reforça o entendimento de que as estruturas da governança corporativa não apenas são influenciadas pela sociedade na qual se encontram, como também a influenciam de maneira determinante. As grandes companhias estão em uma posição econômica estratégica na sociedade para produzir condutas de emulação, em consonância com a análise de Veblen¹⁰⁵. Isso porque a organização econômica moderna, inicialmente baseada em máquinas analógicas e atualmente em máquinas digitais, depende da criação de padrões de comportamento¹⁰⁶. Tal percepção reforça a conclusão de que a ausência de diversidade racial na administração das grandes companhias conduz à necessidade de implementação de uma política de cotas nos conselhos de administração e na diretoria das grandes companhias como medida de reforma estrutural da governança corporativa brasileira.

O recente projeto de lei (PL 4050/2021), proposto, em 17/11/2021, pelo deputado Paulo Fernando dos Santos, do Partido dos Trabalhadores de Alagoas (PT-AL), é um exemplo de uma iniciativa legislativa direcionada à implementação de uma política de cotas em conselhos de administração. O projeto propõe alterar artigos da Lei

105 Para o entendimento do efeito da emulação na reprodução de costumes na sociedade contemporânea a partir das classes não trabalhadoras, ver: VEBLEN, Thorstein. *The Theory of the Leisure Class*. Oxford: Oxford University, 2009, p. 15-22.

106 “The discipline of the machine process enforces a standardization of conduct and of knowledge in terms of quantitative precision, and inculcates a habit of apprehending and explaining facts in terms of material cause and effect”. VEBLEN, Thorstein. *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner’s Sons, 1904, p. 37.

das Sociedades Anônimas e da Lei nº 13.303/2016 (Lei das Estatais), a fim de criar “cotas obrigatórias de participação de negros em conselhos de administração de companhias abertas, de empresas estatais e de sociedades de economia mista”¹⁰⁷. A proposta legislativa parte do pressuposto de que a “desigualdade racial é estruturante da desigualdade social brasileira” e se propõe, por isso, “a promover os direitos humanos dos negros e das negras brasileiros”¹⁰⁸. De modo a justificar as medidas a serem implementadas, o deputado recorreu a documentos internacionais de direitos humanos, como a Convenção Internacional Sobre a Eliminação de Todas as Formas de Discriminação Racial – CERD, de 1968, observando, assim, que o Estado brasileiro se obrigara internacionalmente a “combater a discriminação racial em seu território”¹⁰⁹.

O projeto de lei estabelece uma “cota obrigatória mínima de 30% (trinta por cento) de participação de negros em conselhos de administração de companhias abertas, de empresas públicas, de sociedades de economia mista, de suas subsidiárias e controladas e outras companhias em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto”¹¹⁰. Esse patamar poderá ser gradualmente preenchido, uma vez que a regra prevê porcentagens progressivas a serem alcançadas conforme o decorrer do tempo¹¹¹. Como sanções em caso de descumprimento das novas regras, sem prejuízo de eventuais outras multas e penalidades, estão previstas “a anulação da deliberação que tenha eleito membro do conselho de administração em desconformidade com os percentuais estipulados

107 PL 4050/2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

108 PL 4050/2021, p. 4. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

109 PL 4050/2021, p. 6. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

110 Art. 1º, caput, PL 4050/2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

111 Art. 4º, PL 4050/2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

nessa Lei”¹¹², além da impossibilidade “de eleger novo conselheiro ou de reeleger os conselheiros atuais até que [a sociedade empresarial infratora] comprove a aderência aos percentuais fixados” na norma¹¹³.

Ademais, ainda em relação à efetividade normativa, a sua fiscalização caberia ao Tribunal de Contas da União nos casos em que já não tiver sido atribuída à Comissão de Valores Mobiliários¹¹⁴. Por fim, o projeto de lei também propõe a criação da obrigação de que constem do relatório da administração determinadas informações a respeito da “política de promoção da igualdade racial adotada”, tais como a quantidade e proporção de negros empregados, por níveis hierárquicos, a quantidade e proporção de negros que ocupam cargos na administração da companhia, além de suas respectivas remunerações¹¹⁵. Se aprovada, a proposta representaria um passo importante em direção à alteração da perversa realidade descrita por este artigo.

CONCLUSÃO

Nos dias atuais, existe uma clara demanda da sociedade para que as companhias assumam um papel ativo na transformação social para além apenas de sua contribuição para com a atividade econômica na qual forem especializadas. Tal demanda supera a mera regulação das externalidades negativas, a responsabilidade social corporativa ou a filantropia. É uma demanda por um engajamento ideológico com questões sociais, de forma que investidores, trabalhadores e consumidores só desejem ter uma relação com companhias que apresentem algum tipo de identidade com seus valores pessoais.

¹¹² Art. 5º, caput, PL 4050/2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

¹¹³ Art. 5º, §1º, PL 4050/2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

¹¹⁴ Art. 5º, §2º, PL 4050/2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

¹¹⁵ Arts. 2º e 3º, PL 4050/2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2307504>. Acesso em: 18 mar. 2023.

Tal demanda coloca a ética corporativa como a principal questão da governança corporativa no século XX, requerendo um comportamento empático das companhias, sobretudo em matéria de direitos humanos.

No caso brasileiro, seguindo a lógica identificada por Myrdal como lastro das condutas discriminatórias, uma visão estática do modelo nos levaria a acreditar que as companhias não possuem pessoas negras na alta administração em razão, por exemplo, dos problemas educacionais do país. No entanto, o modelo cíclico proposto por Myrdal nos levaria a identificar que, pelo contrário, é o fato de as companhias abertas não contratarem pessoas negras para a alta administração que conduz à perpetuação de um regime educacional discriminatório, uma vez que o exemplo dado pelas grandes companhias acaba sendo reproduzido socialmente, levando outros agentes econômicos a emularem tal comportamento, deixando de contratar pessoas negras para posições de alta remuneração. Tal prática é repetida até a base social, na qual as famílias negras deixam de investir na educação de suas filhas e seus filhos com o propósito de que venham ocupar posições de liderança no mundo empresarial, por acreditarem que tais postos estão fechados a pessoas que não pertençam a uma determinada raça. Já as famílias brancas investem desproporcionalmente na educação de seus filhos para ocuparem tais posições, fazendo com que até pessoas eventualmente pouco talentosas ascendam a uma condição de liderança com base em privilégios culturais herdados. Com isso, forma-se um profundo ciclo vicioso, do qual, sem remédios estruturais de combate à discriminação e à desigualdade social, é difícil desvencilhar-se.

Sem esforços como os aqui propostos, de reforma estrutural da governança corporativa por meio da inserção de pessoas negras na alta administração das companhias abertas, teremos a preservação, no caso brasileiro, de um modelo de governança corporativa não apenas patrimonialista em sua estrutura, mas que está constantemente flirtando com o desvirtuamento de seu controle em direção a um regime totalitário dogmático. Em um regime como este, os instrumentos jurídicos do controle difuso perderiam

toda a sua efetividade, impedindo o próprio desenvolvimento do sistema econômico, mantendo a sociedade em um nível de baixo desenvolvimento permanente, como o experimentado nas últimas décadas no Brasil. Portanto, falhar em tal projeto representará, inexoravelmente, um profundo distanciamento das companhias brasileiras da realidade de suas concorrentes nos países centrais do capitalismo, com o risco imanente da ampliação da desigualdade social internacional e doméstica em desfavor da sociedade brasileira.

Apesar de tais conclusões estarem baseadas na pesquisa realizada apenas com companhias abertas brasileiras, é possível supor que tais processos ocorrem em outras sociedades em graus mais ou menos elevados. No entanto, com a expansão da desigualdade interna dos países em diversas sociedades nas últimas décadas, somada com o recrudescimento do racismo em diversas regiões como resultado de múltiplos fatores, existem indícios de o processo que identificamos na sociedade brasileira poderia se repetir em outras sociedades, fazendo com que tal debate ganhe relevância universal.

REFERÊNCIAS

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). *Recurso Extraordinário* 597.285/RS. RECURSO EXTRAORDINÁRIO. CONSTITUCIONAL. POLÍTICA DE AÇÕES AFIRMATIVAS. INGRESSO NO ENSINO SUPERIOR. USO DE CRITÉRIO ÉTNICO-RACIAL. AUTOIDENTIFICAÇÃO. RESERVA DE VAGA OU ESTABELECIMENTO DE COTAS. CONSTITUCIONALIDADE. RECURSO IMPROVIDO. I – Recurso extraordinário a que se nega provimento. Relator: Min. Ricardo Lewandowski, 09 de maio de 2012. Disponível em: <https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/sjur257800/false>.

BROOME, Lissa Lamkin .; CONLEY, John M.; KRAWIEC, Kimberly D.. Does Critical Mass Matter? Views from the Boardroom. *Seattle University Law Review*, Seattle, v. 34, n. 4, p. 1049–1080, 2011. Disponível em: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2460/. Acesso em: 17 mar. 2023.

CARBADO, Devon W.; GULATI, Mitu. Race to the Top of the Corporate Ladder: What Minorities Do When They Get There. *Washington And Lee Law Review*, [s. l.], v. 61, n. 4, p. 1645-1693, 2004. Disponível em: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/1295/. Acesso em: 17 mar. 2023.

CARDOSO, Fernando Henrique. *Capitalismo e Escravidão no Brasil Meridional: o Negro na Sociedade Escravocrata do Rio Grande do Sul*. 5. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2003.

CARDOSO, Fernando Henrique. *Empresário Industrial e Desenvolvimento Econômico no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora José Olympio, 2020.

CARTER, David A.; SIMKINS, Betty; SIMPSON, W. Gary. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, [s. l.], v. 38, n. 1, p. 33-53, fev. 2003. Disponível em: <https://>

onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6288.00034. Acesso em: 17 mar. 2023.

COMPARATO, Fábio Konder. Obstáculos Históricos à Vida Democrática em Portugal e no Brasil. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo, v. 17, n. 47, p. 237-259, jan./abr. 2003. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ea/a/q9kMBG5CMbbhfnRFJHFRTGJ/?lang=pt>. Acesso em: 17 mar. 2023.

COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 1. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1976.

COX, Taylor H.; BLAKE, Stacy. Managing Cultural Diversity: Implications for Organizational Competitiveness. *The Executive*, [s. l.], v. 5, n. 3, p. 45-56, ago. 1991. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/4165021>. Acesso em: 17 jun. 2021.

DHIR, Aaron. Towards a Race and Gender-Conscious Conception of the Firm: Canadian Corporate Governance, Law and Diversity. *Queen's Law Journal*, Ontario, v. 35, n. 2, p. 569-624, mar. 2010. Disponível em: <https://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/clpe/116/>. Acesso em: 17 mar. 2023.

ECONOMIC POLICY INSTITUTE. *CEO Compensation Surged 14% in 2019 to \$21.3 million*. Washington, DC: Economic Policy Institute, 2020. 31 Disponível em: <https://files.epi.org/pdf/204513.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2021.

ERHARDT, Niclas L.; WERBEL, James D.; SHRADER, Charles B. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance*, [s. l.], v. 11, n. 2, p. 102-111, abr. 2003. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-8683.00011>. Acesso em: 17 mar. 2023.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Brown v. Board of Education*, 347 U.S. 483 (1954).

ESTLUND, Cynthia L. Putting Grutter to Work: Diversity, Integration, and Affirmative Action in the Workplace. *Berkeley Journal of Employment and Labor Law*, Berkeley, v. 26, n. 1, p. 1-39, 2005. Disponível em: <https://lawcat.berkeley.edu/record/1119764>. Acesso em: 15 jun. 2021.

FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Globo, 2001.

FEINSTEIN, Brian D.; CONTI-BROWN, Peter; NYGAARD, Kaleb. Board Diversity Matters: An Empirical Assessment of Community Lending at Federal Reserve-Regulated Banks. *Corporate Governance & Economics eJournal*, [s.l.], v. 14, n. 2, s. p., jan. 2022. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4000110. Acesso em: 17 mar. 2023.

FERNANDES, Florestan. *A Integração do Negro na Sociedade de Classes: o Legado da “Raça Branca”*.. 5. ed. São Paulo: Globo, 2008. v. 1.

FERNANDES, Florestan. *A Integração do Negro na Sociedade de Classes: no Limiar de uma Nova Era*.. 5. ed São Paulo: Globo, 2008. v. 2.

FERNANDES, Florestan. *A Revolução Burguesa no Brasil: Ensaio de Interpretação Sociológica*. 5. ed. São Paulo: Globo, 2006.

FREYRE, Gilberto. *Casa-Grande e Senzala: a Formação da Família Brasileira sob o Regime Patriarcal*. 52. ed. São Paulo: Global, 2013.

GAMA, Luiz. *Liberdade*. São Paulo: Editora Hedra, 2021.

GOMPERS, Paul; KOVVALI, Silpa. The Other Diversity Dividend. *Harvard Business Review*, Massachusetts, p. 1-7, jul. 2018. Disponível em: <https://static1.squarespace.com/static/57b5d617cd-0f68597a858559/t/5de815e96509bf0b18b38717/1575491050314/hbr-the-other-diversity-dividend.11.19.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2021.

HUNT, Vivian *et al.* *Diversity Wins: How Inclusion Matters.* [s. l.]: McKinsey & Company, 2020. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/diversity-and-inclusion/diversity-wins-how-inclusion-matters>. Acesso em: 18 jun. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua 2012-2019.* Disponível em: <https://educa.ibge.gov.br/jovens/conheca-o-brasil/populacao/18319-cor-ou-raca.html>. Acesso em: 30 jul. 2021.

INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS. *Retratos das Desigualdades de Gênero e Raça.* 4. ed. Brasília: Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas, 2011.

KANTER, Rosabeth Moss. *Men and Women of the Corporation.* New York: Basic Books, 1977.

LAZZARINI, Sérgio. *Capitalismo de Laços: Os Donos do Brasil e suas Conexões.* 2. ed. São Paulo: BEI Comunicação, 2018.

MAGNIER, Veronique; ROSENBLUM, Darren. Quotas and the Transatlantic Divergence of Corporate Governance. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Chicago, v. 34, n. 2, p. 249-298, jun. 2014. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol34/iss2/2/>. Acesso em: 17 mar. 2023.

MOREIRA, Adilson José. Miscigenando o Círculo do Poder: Ações afirmativas, Diversidade Racial e Sociedade Democrática. *Revista da Faculdade de Direito da UFPR*, Curitiba, v. 61, n. 2, p. 117-148, 2016. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/43559/29061>. Acesso em: 17 mar. 2023.

MOREIRA, Adilson José. *Tratado de Direito Antidiscriminatório.* São Paulo: Editora Contracorrente, 2020.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Devedores do Acionista Controlador e dos Administradores. In: FILHO; Alberto Venâncio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. 1, p. 129-156.

MYRDAL, Gunnar. *An American Dilemma: The Negro Problem and Modern Democracy*. New York: Routledge, 2017.

MYRDAL, Gunnar. *Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations*. New York: Pantheon, 1968. v. 3.

OXFAM. *País Estagnado: Um Retrato das Desigualdades Brasileiras* – 2018. São Paulo: Oxfam, 2018. Disponível em: <https://www.oxfam.org.br/download/12034/>. Acesso em: 17 mar. 2023.

PETRUCCELLI, José Luis; SABOIA, Ana Lucia (Orgs.). *Características Étnico-Raciais da População: Classificações e Identidades*. Rio de Janeiro: IBGE, 2013. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv63405.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2021.

PIOVESAN, Flávia. Ações Afirmativas da Perspectiva dos Direitos Humanos. *Cadernos de Pesquisa*, São Paulo, v. 35, n. 124, p. 43-55, jan./abr. 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/cp/v35n124/a0435124.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2021.

PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. Democracia e Minorias: Perspectivas Econômicas sobre o Pluralismo. In: JUBILUT, Liliana Lyra; BAHIA, Alexandre Gustavo Melo Franco; MAGALHÃES, José Luiz Quadros de (Coords.). *Direito à diferença: aspectos teóricos e conceituais da proteção às minorias e aos grupos vulneráveis*. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 1, p. 273-299

PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

RAMIREZ, Steven A. Games CEOs Play and Interest Convergence Theory: Games CEOs Play and Interest Convergence Theory. *Washington And Lee Law Review*, [s. l.], v. 61, n. 4, p. 1583-1613, 15 jun. 2014. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol61/iss4/5/>. Acesso em: 17 mar. 2023.

RAWLS, John. *A Theory of Justice*. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 2003.

SCHINCIROL, Juliana. CEOs têm remuneração 600 vezes maior que funcionário: Estudo mostra discrepância nos salários de gestores brasileiros *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 28 nov. 2020. Carreira, s. p. Disponível em: <https://valor.globo.com/carreira/noticia/2020/09/28/ceos-tem-remuneracao-600-vezes-maior-que-funcionario.ghtml>. Acesso em: 15 ago.2021.

SINGH, Val. Ethnic Diversity on Top Corporate Boards: a Resource Dependency Perspective. *The International Journal of Human Resource Management*, [s. l.], v. 18, n. 12, p. 2128-2146, dez. 2007. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09585190701695275>. Acesso em: 17 mar. 2023.

SLATER, Stanley F.; WEIGAND, Robert A.; ZWIRLEIN, Thomas J. The Business Case for Commitment to Diversity. *Business Horizons*, [s. l.], v. 51, n. 3, p. 201-209, mai. 2008. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0007681308000049>. Acesso em: 17 mar. 2023.

TORCHIA, Mariateresa; CALABRÒ, Andrea; HUSE, Morten. Women Directors on Corporate Boards: from Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, [s. l.], v. 102, n. 2, p. 299-317, 25 fev. 2011. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-011-0815-z>. Acesso em: 17 mar. 2023.

VEBLEN, Thorstein. *The Theory of Business Enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904.

VEBLEN, Thorstein. *The Theory of the Leisure Class*. Oxford: Oxford University, 2009.

WEBER, Max. *Economy and Society: An Outline of Interpretative Sociology*. Berkeley: University of California Press, 1978.

A CRISE E O QUADRO NORMATIVO DA GESTÃO MONETÁRIA

CRISIS AND THE REGULATORY FRAMEWORK FOR MONETARY MANAGEMENT

Luis Fernando Massonetto

Gustavo Jorge Silva

RESUMO: O presente artigo pretende expor a particularidade das medidas tomadas em relação à gestão monetária no Brasil entre setembro de 2008, data que marca o início da fase mais aguda da Crise Financeira Global, e 2011. Ao longo desse período, ocorreu uma substancial fragmentação da gestão do instrumento monetário, formalmente concentrada no Conselho Monetário Nacional e no Banco Central do Brasil. Embora seus mandatos legais não tenham cessado em momento algum, sua atuação foi ladeada pela de outros agentes estatais e privados. Essa fragmentação se deu por conta da insuficiência dos instrumentos típicos de política monetária e cambial aplicados pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil desde 1999. O esforço de pesquisa se justifica porque recentemente, a Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, estabeleceu o mandato do Banco Central do Brasil, atribuindo-lhe o objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços. Nesse contexto, o presente artigo tem por objetivo analisar se a moldura jurídica da política monetária brasileira permite à autarquia efetivar por conta própria esse objetivo. Conclui-se que o quadro normativo e regulatório da política monetária brasileira – que, em grande medida, segue vigente desde antes da Crise Financeira Global – é insuficiente para garantir que o Banco Central do Brasil dê conta de seu objetivo fundamental autonomamente em uma situação de estresse, sendo recomendada a flexibilização do regime monetário.

Palavras-chave: Direito Econômico; Moeda; Política Monetária; Política Cambial; Banco Central do Brasil; Conselho Monetário Nacional; Regime Monetário.

Abstract: This paper intends to expose the particularity of the measures taken in relation to the monetary management in Brazil between September 2008, the date that marks the beginning of the most acute phase of the Global Financial Crisis, and August 2011. During this period, there was a substantial fragmentation of the management of the monetary instrument, legally concentrated in the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil. Although their legal mandates have never ceased, their performance has been flanked by that of other state and private agents. This fragmentation occurred due to the insufficiency of the typical monetary and foreign exchange policy instruments applied by the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil since 1999. The research effort is justified because recently, Complementary Law No. 179, of February 24, 2021, established the mandate of the Central Bank of Brazil, assigning it the fundamental objective of ensuring price stability. In this context, this article aims to analyze whether the legal framework of Brazilian monetary policy allows the authority to carry out this objective on its own. It is concluded that the normative and regulatory framework of Brazilian monetary policy – which, to a large extent, remains in force since before the Global Financial Crisis – is insufficient to guarantee that the Central Bank of Brazil autonomously fulfils its fundamental objective in a situation of stress, and the flexibilization of the monetary regime is recommended.

Keywords: Economic Law; Money; Monetary Policy; Foreign Exchange Policy; Central Bank of Brazil; National Monetary Council; Monetary Regime.

INTRODUÇÃO

No começo de 2021, foi sancionada a Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. O principal efeito desse diploma legal foi conceder autonomia *de jure* ao Banco Central do Brasil (BCB) ao fixar, para a diretoria da autarquia, mandatos de quatro anos, de vacância alternada e descasados do mandato do Presidente da República. A edição dessa Lei Complementar representou o episódio mais recente de um debate sobre graus de autonomia formal e informal da autoridade monetária no Brasil que remonta ao período anterior à própria existência da autarquia (TAYLOR, 2009).

Outro aspecto muito relevante da Lei Complementar nº 179/2021 foi a definição do mandato do BCB. Nesse sentido, o art. 1º do diploma legal determinou que a instituição teria o objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços. Sem prejuízo desse objetivo fundamental, o parágrafo único do art. 1º estabelece que o BCB também teria por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego¹¹⁶.

Em face dessa definição expressa das funções institucionais do BCB, cumpre questionar se o quadro jurídico e regulatório que atualmente governa a política monetária brasileira de fato permite que o BCB seja capaz de, autonomamente, observar seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços. Desde 1999, a atuação do Estado brasileiro em política econômica tem por base quadro normativo e institucional do chamado tripé macroeconômico, composto pelo regime monetário de metas de inflação, regime cambial de câmbio flutuante e regime fiscal de metas de superávit.

Na forma do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o manejo da política monetária baseada no regime de metas de inflação

¹¹⁶ Conforme apontam Barboza e Furtado (2022, p. 12), a visão da diretoria do BCB sobre esses objetivos tem sido no sentido de entendê-los mais como consequência do atingimento do objetivo fundamental de garantir a estabilidade de preços do que como objetivos que demandariam a adoção de medidas autônomas.

deve se dar da seguinte forma: (i) com três anos de antecedência, o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixa o intervalo da meta de inflação para determinado ano; (ii) o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) colhe informações quanto à evolução dos preços e as apresenta na forma do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); (iii) o Conselho de Política Monetária (COPOM)¹¹⁷ se reúne periodicamente e determina qual a taxa Selic¹¹⁸ adequada para que o IPCA anualizado de janeiro a dezembro do determinado ano converja para o intervalo de meta de inflação estabelecido pelo CMN. A competência do CMN na definição do intervalo da meta de inflação foi reiterada no art. 2º da Lei Complementar nº 179/2021.

Dessa forma, o procedimento é apresentado de maneira cartesiana. No entanto, certas particularidades da operacionalização desse regime monetário limitam sua sensibilidade em relação à dinâmica geral da economia. Por conta delas, o exercício da política monetária tende a se fragmentar por diferentes instâncias do Estado brasileiro em momentos de estresse econômico, de modo a permitir a observância às metas do regime monetário. Essa fragmentação restringe o alcance da autonomia da autoridade monetária.

Como exemplo desse fenômeno, faz-se uma análise do período de enfrentamento à CFG, mais especificamente do período entre a apresentação do pedido de proteção sob o Capítulo 11 da Lei de Falências dos EUA apresentado pela Lehman Brothers Holdings Inc.,¹¹⁹ em 15 de setembro de 2008 e o início da aplicação do conjunto

¹¹⁷ Instituído em 20 de junho de 1996, por meio da Circular BCB nº 2.698, de 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. O COPOM é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do BCB.

¹¹⁸ Taxa de juros básica do mercado brasileiro. Na forma da Resolução BCB nº 61, de 13 de janeiro de 2021, a taxa Selic é a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos públicos federais.

¹¹⁹ Na forma do Direito dos EUA, a proteção do Capítulo 11 garante à empresa em crise a possibilidade de seguir atuando em sua atividade econômica enquanto elabora um plano de recuperação de sua capacidade de operação e renegocia suas dívidas com seus credores. Em relação ao Direito brasileiro, essa proteção tem sua natureza jurídica comparável à do instituto da Recuperação Judicial.

de medidas macroeconômicas que convencionou-se chamar de Nova Matriz Econômica, tendo-se como limite temporal o início do ciclo de redução da taxa Selic em 31 de agosto de 2011.

Testemunhou-se no Brasil um conjunto de medidas adotadas de forma *ad hoc* por instituições diversas para conter os efeitos negativos da CFG. A análise revela que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); o Banco do Brasil S.A. (BB); a Caixa Econômica Federal (CEF); a Secretaria do Tesouro Nacional (STN); o Ministério da Fazenda (sucedido pelo atual Ministério da Economia); o Fundo Garantidor de Créditos (FGC); e mesmo a Presidência da República concorreram nessa direção.

O presente artigo apresenta outras causas estruturais da fragmentação, apontando limitações presentes no quadro normativo e regulatório que orienta a política monetária brasileira. Propõe-se que a fragmentação é um sintoma desses problemas estruturais, que emerge em momentos de crise. Mais do que isso, essas limitações dificultam que, em momentos de estresse econômico, o BCB efetive por conta própria seu objetivo fundamental, definido pela Lei Complementar nº 179/2021, sendo recomendável uma flexibilização do regime monetário, ainda que seja mantida a estrutura de metas de inflação.

Para dar conta do quanto trazido nesta introdução, o texto conta com outras três seções. A primeira descreve o quadro normativo da disciplina monetária no Brasil, submetendo-o a uma análise crítica, de modo a evidenciar suas limitações estruturais. Em seguida, será abordada a fragmentação institucional em si, ocorrida no contexto de combate aos efeitos da CFG, trabalhando as funções que cada uma das instituições mencionadas acima assumiu no período. A seção final traz algumas breves conclusões e indica caminhos para a flexibilização do regime monetário de metas de inflação atualmente adotado no Brasil.

1. O REGIME MONETÁRIO BRASILEIRO

A Lei Complementar nº 179/2021, define que as metas de política monetária serão estabelecidas pelo CMN, competindo privativamente ao BCB conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas. Nesse sentido, o Decreto nº 3.088/1999, estabeleceu o regime de metas de inflação no Brasil. Essa norma confere ao BCB independência de instrumentos para cumprir as metas de inflação, cabendo ao COPOM a definição da taxa Selic mais adequada para encaminhar o IPCA para o intervalo de meta de inflação definido pelo CMN. O art. 4º do referido Decreto estabelece que, caso a meta de inflação não seja alcançada, o presidente do BCB deve tornar públicas as razões de seu descumprimento em carta aberta ao Ministro da Economia, contendo, conforme os incisos: (i) descrição detalhada das causas do descumprimento da meta; (ii) as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e; (iii) o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Do ponto de vista jurídico, o procedimento se mostra coerente, prevendo inclusive alguma forma de *accountability* em relação às autoridades submetidas à operacionalização do regime monetário. Entretanto, há outros fatores muito relevantes para a formação de preços no Brasil que não podem ser inteiramente contemplados pelas regras desse regime, abrindo espaço para que o BCB encontre dificuldade para cumprir com os objetivos de política monetária, especialmente na ocorrência de crises.

Por um lado, há movimentos de mercado relevantes para a inflação cuja dinâmica depende pouco das decisões tomadas pelo COPOM. Por outro, a informação que orienta as decisões do COPOM não é perfeita. Nesse sentido, cabe tratar do efeito do câmbio sobre a inflação e da própria metodologia aplicada à definição da Selic.

1.1. CANAL DA TAXA DE CÂMBIO

BARBOSA-FILHO (2008) aponta a correlação existente entre os movimentos da taxa de câmbio e a inflação mesmo após a adoção do regime cambial de câmbio flutuante em 1999. O BCB reconhece e aponta a importância que o câmbio tem para o controle da inflação, estabelecendo, assim, a conexão entre a política monetária e a política cambial. Um exemplo do cuidado que a autoridade tem com esse tópico é o texto sobre *Repasso Cambial para os Preços* presente no Relatório de Inflação referente a dezembro de 2008 produzido pelo BCB¹²⁰.

No mesmo sentido, MINELLA e SOUZA-SOBRINHO (2011) atestam a influência do câmbio na política monetária quando apontam que os resultados dessa política são produto da influência de diversos canais, sendo os principais o *canal tradicional da taxa de juros* e o *canal da taxa de câmbio*, sendo que o canal da taxa de câmbio:

“[C]apta os efeitos, por meio da condição da paridade descoberta da taxa de juros (UIP), de movimentos na taxa básica de juros sobre a taxa real de câmbio e, assim, no custo marginal das firmas e nos componentes da demanda agregada” (MINELLA; SOUZA-SOBRINHO, 2011, p. 42).

MINELLA e SOUZA-SOBRINHO (2011, p. 83) também mencionam um *canal das expectativas*, mas argumentam que seria difícil “identificar e mensurar especificamente” esse canal. No campo do câmbio, FIGUEIREDO e GOUVEA (2011, p. 160) estimam que, na época de seu estudo, a contribuição do canal do câmbio para a inflação brasileira seria da ordem de 8% a 9% do índice.

Vê-se, portanto, que a taxa de câmbio constitui um elemento fundamental para o adimplemento das obrigações legais que o Estado

¹²⁰ O texto ocupa as páginas 145 a 150 do Relatório e encontra-se disponível em <<https://www.BCB.gov.br/htms/relinf/port/2008/12/ri200812c6p.pdf>>. Acesso em 3 de setembro de 2022.

brasileiro assumiu quando da adoção do regime monetário de metas de inflação, na medida em que os movimentos do câmbio podem ser determinantes para o cumprimento ou descumprimento das metas. Nesse sentido, poder-se-ia supor que o governo tivesse uma posição privilegiada, podendo gozar do manejo de instrumentos de política cambial paralelamente aos de política monetária para adequar a inflação à meta.

Porém, “a formação da taxa de câmbio decorre da interação entre os agentes econômicos no âmbito de uma institucionalidade que delimita o mercado de câmbio de cada país” (ROSSI, 2016, p. 93) e a realidade com que o governo se depara é um tanto diversa, em razão de algumas características próprias da formação do câmbio da moeda brasileira que são fruto, em grande medida, de uma disparidade regulatória existente entre o mercado de câmbio à vista (*spot*) e o mercado futuro e de derivativos. Essa situação e seus efeitos já foram objeto de amplas análises na literatura econômica, como os trabalhos de GARCIA e URBAN (2004), VENTURA e GARCIA (2012), PRATES (2015) e ROSSI (2016).

As operações com divisas, ou seja, moedas estrangeiras e títulos denominados nessas moedas feitas no Brasil devem ser formalizadas na forma de *contratos de câmbio*, intermediados por instituições autorizadas pelo BCB a operarem no mercado de câmbio. O contrato de câmbio é o instrumento específico firmado entre o vendedor e o comprador de moeda estrangeira, no qual são estabelecidas as características e as condições sob as quais se realiza a operação de câmbio. COSTA (2009, p. 32-34) explica que:

“através do contrato de câmbio, o domínio da moeda estrangeira é transferido a outrem mediante a entrega ao titular original da moeda estrangeira de certa quantia em moeda nacional. O contrato de câmbio caracteriza-se, pois, como contrato de compra e venda. (...) Em virtude da importância que as operações cambiais representam para a política econômica do Estado, o que impõe o controle e a

fiscalização do fluxo de divisas do e para o País, e tendo-se em consideração o curso legal da moeda nacional, o Estado impõe restrições e determina a configuração dos contratos de câmbio”.

Nesse sentido, é sobre as operações em que há efetiva transação envolvendo divisas que o Estado impõe essas condicionalidades para controle e fiscalização. As operações registradas em contratos de câmbio pressupõem a existência de um fluxo cambial.

Essas determinações relacionadas à forma dos contratos de câmbio não são exigidas em operações em que não exista fluxo de divisas. No mercado futuro e de derivativos é comum que possam haver operações que têm base no câmbio, mas que não exigem esse tipo de fluxo. É o caso, por exemplo, de uma instituição financeira que opera no mercado *spot*, mas pretende proteger-se de um risco cambial realizando uma operação de *hedge*. O produto dessa operação pode ser pago em Reais dentro do Brasil, ainda que seu lastro seja uma operação tipicamente de câmbio.

Da mesma forma, podem ser feitas operações de *swap*, de opções, ou operações meramente especulativas *onshore*, baseadas na variação cambial e liquidadas em Real. Mesmo *offshore*, é possível realizar operações que levem em consideração a flutuação cambial do Real, ainda que o objeto dessas operações sequer seja denominado em Reais.

Essas operações em mercados futuros e de derivativos, por não criarem fluxos de divisas, não estão sujeitas à edição de contratos de câmbio como os descritos anteriormente, mas pressionam a formação da taxa de câmbio na medida em que estabelecem posições compradas e vendidas em câmbio, interferindo na dinâmica da oferta e procura por moeda e divisas. Ademais, para realizar operações em mercados futuros ou derivativos, seja nas Bolsas de Valores ou em mercados de balcão, não há qualquer exigência de autorização por parte do BCB (ROSSI, 2016, p. 101).

Essa assimetria regulatória faz com que, na prática, só sejam feitos contratos de câmbio para as operações *spot*. Qualquer operação futura ou envolvendo derivativos costuma ser feita em duas etapas: uma no mercado futuro, menos regulado; e outra no mercado *spot*, só sendo elaborado um contrato de câmbio caso essa última operação, que exige uma transação envolvendo divisas, seja mesmo indispensável.

A assimetria regulatória faz com que os mercados de câmbio futuros e de derivativos sejam muito mais líquidos que o mercado de câmbio *spot*. Dela decorre uma assimetria de liquidez, por conta da qual a taxa de câmbio se forma primeiro no mercado futuro e é transmitida para o mercado à vista através de uma operação de arbitragem, cujo termômetro é o chamado *cupom cambial*, a “taxa de juros que remunera as aplicações em dólares *onshore*” (ROSSI, 2016, p. 125). Essa arbitragem é realizada especialmente pelos bancos e instituições financeiras (ROSSI, 2016, p. 151).

São precisamente essas as operações utilizadas para se determinar a taxa média de câmbio Real/Dólar divulgada pelo BCB (PTAX). A metodologia para apuração da PTAX é regida pela Resolução BCB nº 45, de 24 de novembro de 2020. Prevê-se que as instituições financeiras credenciadas para realizar operações de compra e venda de moeda estrangeira com o BCB (*dealers*) são as responsáveis por informar à autoridade sobre a taxa em que é negociada a moeda estrangeira para que se possa realizar o cálculo da PTAX. A necessidade que o BCB tem de acessar os agentes do mercado para obter a taxa de câmbio que a própria autarquia divulga demonstra que a formação da taxa de câmbio se dá fora do âmbito das operações que exigem registro no BCB na forma de um contrato de câmbio.

É nesse ponto que se apresentam as maiores dificuldades para a gestão da política cambial por parte do governo e da autoridade monetária, no sentido de manter o câmbio flutuando em um patamar adequado aos objetivos de política monetária do Brasil. Os bancos e instituições financeiras possuem um papel fundamental na determinação da taxa de câmbio, uma vez que eles especificam a moeda de acordo com sua estratégia referente à sua posição de

câmbio – se vendidos ou comprados em moeda estrangeira –, ou seja, o ajuste da taxa de câmbio depende, em grande medida, das decisões que as instituições financeiras com maior capacidade de gerar fluxos financeiros tomam observando suas estratégias privadas em relação aos outros bancos e aos clientes (ROSSI, 2016, p. 99).

A regulação do BCB, portanto, não incide sobre a formação de preços do câmbio no mercado futuro e também não é capaz de influenciar a arbitragem que subordina a taxa de câmbio à vista à dinâmica do mercado futuro. Dessa forma, essa regulação e os contratos de câmbio têm pouca serventia para apoiar a política monetária. Por conta disso, a atuação do BCB no mercado de câmbio acaba tendo uma feição mais reativa, muito mais no sentido de mobilizar reservas cambiais para leilões de câmbio nos mercados interbancários e na realização de leilões de *swaps* cambiais nos mercados futuros e de derivativos de câmbio, na esperança de prevenir movimentos do mercado que comprometam os objetivos de política monetária.

Dessa forma o canal da taxa de câmbio tem papel relevante no controle da inflação e na consecução dos objetivos da política monetária e as decisões dos agentes no mercado de câmbio não necessariamente são permeáveis pela ação do BCB. Dada a forma do mercado brasileiro, aspectos ligados à natureza jurídica e à regulação das operações não necessariamente facilitam a ação das autoridades nesse campo.

1.2. DEFINIÇÃO DA SELIC PELO COPOM

Com a adoção do regime monetário de metas de inflação, a Selic converteu-se no instrumento de política monetária por excelência. Além de denominar os juros dos títulos públicos de curto prazo, a Selic definida pelo COPOM, na política monetária, é a meta para a taxa de juros praticada em operações compromissadas interbancárias de compra e venda de títulos federais com compromisso de revenda assumido pelo comprador conjugado com compromisso de recompra

assumido pelo vendedor para liquidação no dia útil subsequente no Selic (taxa Selic *over*), ou seja, o BCB opera no mercado interbancário de modo que a taxa Selic *over* seja a mais próxima possível da Selic definida pelo COPOM. A atuação da autoridade com mandato para executar a política monetária se dá basicamente através de três instrumentos: depósitos compulsórios; redesccontos; e operações no mercado aberto (*open market*).

Para a adequação da taxa Selic *over*, o BCB executa principalmente operações de *open market*, por meio das quais compra ou vende títulos públicos de modo a contrair ou expandir as reservas dos bancos. É dessa forma que a autoridade coordena a liquidez do mercado interbancário e, consequentemente, suas taxas de juros, a fim de alcançar a meta estabelecida pelo COPOM e considerada adequada para o controle da inflação. Para que essas operações possam ser feitas, basta que haja um mercado de títulos públicos estruturado.

A referência teórica original sobre a coordenação da taxa de inflação a partir do uso de operações de *open market* é o trabalho que TAYLOR (1993) desenvolveu a partir da observação da atuação do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (FED), o Banco Central dos EUA. O autor percebeu que a atuação supostamente discricionária do FED na política monetária se adequava a uma regra matemática (TAYLOR, 1993, p. 202).

Da contribuição feita no artigo, derivou uma regra com formalização matemática, mas que se traduz também em um princípio. De acordo com o Princípio de Taylor, o coeficiente correspondente à resposta da taxa de juros a desvios das expectativas de inflação em relação à meta deve ser maior que um (CARVALHO; MINELLA, 2011, p. 213). Quer dizer, para controlar a inflação, o módulo da variação da taxa de juros deve ser maior que o módulo da variação da inflação.

TAYLOR (1993, p. 196) advoga que, ao propor uma regra para a condução dessa política, ela lhe rende credibilidade, que vem acompanhada de benefícios empiricamente significativos. A pretensão do autor é dar efetividade à política monetária fazendo com que ela

pudesse coordenar não as taxas de inflação, mas as expectativas em relação a essas taxas.

Seguindo essa orientação, o regime monetário de metas de inflação no Brasil conta com um mecanismo de levantamento de expectativas como elemento do regime monetário de metas de inflação no Brasil. Tem-se que desde a introdução do regime de metas:

“o Banco Central passou a realizar uma pesquisa de opinião com analistas de bancos (Boletim Focus, divulgado toda segunda-feira na sua página eletrônica) para apreender as expectativas dos ‘agentes racionais’, que se constituiu num dos principais parâmetros para as decisões da política monetária” (CINTRA, 2005, p. 44).

A autoridade monetária brasileira aplica uma regra de taxa de juros *à la* Taylor com um componente de suavização (MINELLA; SOUZA-SOBRINHO, 2011, p. 67). Para tanto, o BCB passou a adotar um modelo econométrico para cálculo das previsões resultantes de possíveis medidas a serem praticadas, bem como para tentar antecipar o comportamento de curto prazo dos agentes diante dessas medidas. Esses modelos informariam o COPOM no momento de tomada de decisão em relação à Selic (CAMPEDELLI, 2017, p. 84). Os modelos econôméticos adicionam objetividade às decisões econômicas, mas nem por isso deixam de estar sujeitos a constante escrutínio. Como seu objetivo é formular sobre e tornar manejável uma realidade complexa, evidentemente os modelos sempre têm espaço para tornarem-se mais completos e descreverem melhor aquilo que representam.

Até agosto de 2011, os principais modelos apresentados nas reuniões do COPOM eram os modelos de Vetores Autorregressivos (VAR). Desde então, as simulações de cenários teriam passado a ser realizadas também com base no modelo denominado *Stochastic*

Analytical Model with a Bayesian Approach (SAMBA), que consiste em um modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE)¹²¹.

Sobre os modelos VAR, no relatório de inflação de junho de 2004 (p. 106), o BCB explica que:

“os modelos VAR examinam relações lineares entre cada variável e os valores defasados dela própria e de todas as demais variáveis, impondo como restrições à estrutura da economia somente: a escolha do conjunto relevante de variáveis e do número máximo de defasagens envolvidas nas relações entre elas. Nos modelos VAR, o número de defasagens é normalmente escolhido com base em critérios estatísticos.”

Os modelos VAR são modelos matemáticos construídos a partir de estatísticas nos quais todas as variáveis consideradas são endógenas. Considera-se que todas as variáveis concorrem para definir a tendência futura e são utilizados o máximo possível de dados do passado para estruturar as previsões quanto ao futuro. A inflação passada se torna, segundo esses modelos, o maior indício da tendência da inflação futura.

Um modelo assim construído tende a apontar tendências estáveis e estacionárias. Mesmo as variáveis não estacionárias destes modelos teriam que ser previstas ou artificialmente adicionadas. Entretanto, esse tipo de variação muitas vezes deriva de uma crise ou outro tipo de desequilíbrio pouco previsível, que pode originar-se a partir de diversos canais da economia.

MINELLA e SOUZA-SOBRINHO (2011) elencam as deficiências que entendem haver nos modelos VAR, empregados pelas autoridades monetárias brasileiras:

“Modelos estatísticos como os VARs têm duas limitações importantes para quantificar os canais

121 Relatório de Inflação do BCB de setembro de 2015 (p. 95).

de transmissão monetária. Primeiro, eles descrevem somente os efeitos agregados das inovações de política monetária. Em geral, esses métodos não são capazes de desvendar os vários canais pelos quais a política monetária afeta as decisões dos agentes econômicos. Segundo, eles não fornecem uma história econômica coerente para a magnitude, forma e *timing* das funções de resposta a impulso” (p. 53).

Diante disso, o BCB buscou construir um modelo que fosse matematicamente mais robusto e que superasse as limitações dos modelos VAR. Dessa forma, o SAMBA foi desenvolvido para esses fins.

No entanto, mesmo a adoção de um modelo DSGE por parte do BCB de fato não solucionou todos os problemas dos modelos anteriores, dado que esse tipo de modelo também padece de limitações estruturais. Isso se dá porque os modelos DSGE não são um aperfeiçoamento dos modelos VAR. Na realidade, eles partem de pressupostos diferentes. Assim, ainda que sejam mais sofisticados do ponto de vista formal matemático, os modelos DSGE apresentam vulnerabilidades em outros sentidos.

O ponto mais notável que diferencia os modelos é que, ao contrário dos modelos VAR, nos modelos DSGE não há dependência da inflação passada nem inércia na inflação. Nesses modelos “são as expectativas sobre o futuro que afetam o nível de atividade hoje” (LARA-RESENDE, 2017, p. 63). Sobre os modelos DSGE, HENDRY e MIZON (2014) argumentam que “implicitamente, essa formulação presume que alguma forma de estacionariedade provém do simples ato de desvincular as variáveis de suas tendências anteriores”. No entanto, ainda segundo HENDRY e MIZON (2014):

“Na maioria das economias, as alocações estruturais podem mudar inesperadamente. Isso vicia qualquer presunção de estacionariedade. (...) a base matemática de um modelo DSGE falha quando as alocações mudam (...). Os agentes econômicos são afetados e

percebem tais mudanças. Eles consequentemente mudam seus planos e, talvez, o modo como eles formam suas expectativas. Quando eles fazem isso, eles violam as principais presunções nas quais os modelos DSGE são construídos”.

Diante das alterações no comportamento dos agentes e, consequentemente, das alocações em um caso de desequilíbrio, nem mesmo a utilização de um modelo DSGE por parte do COPOM poderia contornar as insuficiências dos instrumentos de política monetária tradicionalmente aplicados desde a adoção do tripé macroeconômico. Os modelos seguiriam apontando previsões diversas do que seria visto na prática em termos de inflação.

2. A FRAGMENTAÇÃO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA MONETÁRIA

A existência do regime de metas de inflação proceduralmente rígido, mas cujo funcionamento se baseia em decisões de política com efeitos limitados em relação a variáveis que podem comprometer sua efetividade e derivadas de um conjunto informacional igualmente restrito leva à incompletude da ação política do BCB em relação a seu objetivo de assegurar a estabilidade de preços, especialmente em momentos de crise. Em 2015, no curso da recessão brasileira, o IPCA chegou a 10,67%, estourando muito o teto de 5,5% definido pelo CMN para aquele ano. Em 2021, diante dos efeitos econômicos das medidas de enfrentamento à pandemia de Covid-19, o índice chegou a 10,06%, superando o teto da meta, fixado em 5,25% pelo CMN. Em que pese a ocorrência de crises nesses períodos, a inobservância às metas do regime monetário mina a credibilidade da autoridade monetária.

Exceção foi o caso da CFG. É certo que em nenhum momento entre os anos de 2008 e 2011 a inflação anual fugiu da meta, mas a atuação da autoridade monetária no enfrentamento aos efeitos da crise teve de ser amplamente assistida. O diferencial daquele período foi que

nele se reconheceu a incompletude da gestão monetária realizada pelo BCB. Diante daquela situação de estresse, foi indispensável a atuação complementar de outros órgãos da Administração para a preservação da estabilidade de preços. Assim se produziu a fragmentação institucional da política monetária no período. O problema que se observa nesse caso é a restrição à autonomia da autoridade, que, à época, já era reconhecida *de facto*, mas que se tornou *de jure* a partir da edição da Lei Complementar nº 179/2021.

Os primeiros efeitos da CFG no Brasil, que marcaram os anos de 2008 e 2009, envolveram a “contração do crédito, queda do preço das commodities e, com a forte saída de capitais estrangeiros, desvalorização do real em relação ao dólar” (CARVALHO, 2018, p. 36). Nos anos de 2010 e 2011, ela trouxe desafios que levaram à adoção de uma nova rodada de medidas, em outra direção, para lidar com o ingresso de liquidez do mercado financeiro decorrente das medidas de afrouxamento quantitativo (QE)¹²² adotadas pelos países desenvolvidos.

As medidas de enfrentamento à CFG adotadas no nível da Administração federal encontram-se listadas a seguir, classificadas em dois blocos. A atuação do BCB compõe o primeiro desses blocos. No segundo, está descrita a ação complementar de um conjunto de instituições cuja competência é alheia ao manejo da política monetária, mas que se mostraram aptas a incidir de maneira decisiva nas necessidades da economia real naquele momento de crise, produzindo a fragmentação institucional.

122 Conjunto de medidas adotadas pelo Tesouro dos EUA, o *Federal Reserve*, o Banco Central Europeu e Bancos Centrais de outros países desenvolvidos envolvendo emissão de moeda para dotar diretamente de liquidez o sistema financeiro e para a aquisição de títulos sem liquidez anteriormente em posse de agentes privados.

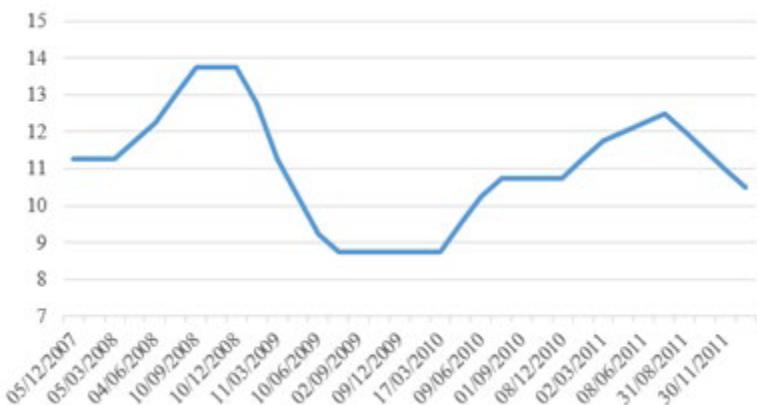
2.1. ATUAÇÃO DO BCB

2.1.1. MANEJO DA SELIC E DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS

Empregada como instrumento de política monetária, a Selic teve um comportamento que não fugiu do esperado para um período de enxugamento da liquidez internacional no primeiro momento da crise. A taxa definida pelo COPOM, que vinha experimentando seguidas altas desde a reunião de 16 de abril de 2008, foi estabilizada em 29 de outubro de 2008, na primeira reunião após a apresentação do pedido de proteção pela Lehman Brothers Holdings Inc. nos EUA.

Entre janeiro de 2009 e março de 2010, quando a preocupação das autoridades brasileiras era a dificuldade de acesso ao crédito no mercado internacional, as decisões do COPOM foram todas no sentido de diminuição da taxa Selic ou manutenção dela naquilo que até então era o mínimo histórico desde a adoção do regime monetário de metas de inflação (8,75%). A partir daí, quando a liquidez internacional decorrente do QE nos países desenvolvidos começou a pressionar o Real no sentido de uma valorização excessiva, as decisões passaram a ser pela alta da Selic, em uma tendência que seguiu até agosto de 2011.

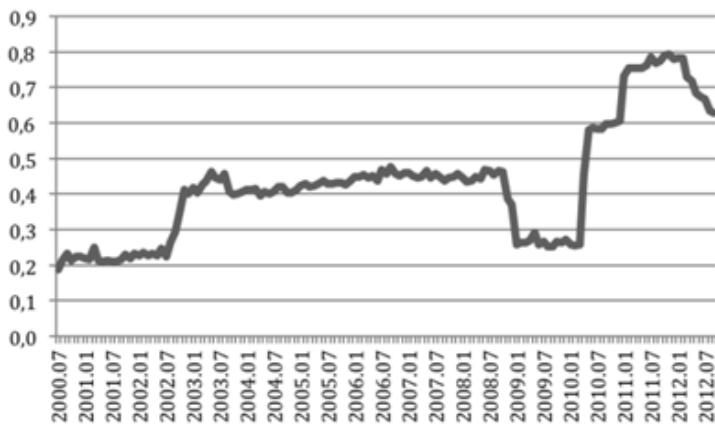
Figura 1



Selic nominal (%) – 05/12/2007 - 18/01/2012 – Fonte: Banco Central do Brasil

A racionalidade que regeu os demais instrumentos de política monetária disponíveis ao BCB foi a mesma. A autarquia procurou suavizar as exigências de depósito compulsório entre setembro de 2008 e o começo de 2010, de modo a preservar a liquidez do sistema bancário brasileiro e garantir sua estabilidade, e adotou orientação contrária no período posterior diante dos efeitos do QE. O Figura a seguir ilustra isso:

Figura 2



Alíquota efetiva¹²³ de recolhimento compulsório do Brasil - Extraído de PORTUGUÊS (2013, p. 36)

As medidas de recolhimento compulsório, entretanto, não são tratadas com muito entusiasmo. O próprio BCB, no Relatório de Inflação de junho de 2011, declarou que: “Apesar da atratividade que têm exercido junto aos formuladores de política, os recolhimentos compulsórios foram considerados, pela literatura, instrumentos pouco importantes de política monetária” (BCB, 2011, p. 99).

123 Razão entre o volume total de recolhimentos e a soma dos depósitos à vista, prazo e de poupança (PORTUGUÊS, 2013, p. 36).

2.1.2. REGULAÇÃO CAMBIAL

Tendo sido adotado o regime cambial de câmbio flutuante em 1999, a autoridade monetária ficou impossibilitada de definir forçosamente a taxa de câmbio. No lugar dessa definição, destacam-se dois tipos de medidas do BCB nesse campo: (i) leilões de câmbio junto às instituições *dealers* no mercado interbancário de câmbio ou leilões de *swap* cambial no mercado futuro; e (ii) medidas regulatórias.

Os leilões de câmbio foram amplamente utilizados em diversos momentos ao longo do período em que o Brasil esteve mais diretamente exposto aos efeitos da CFG. Cabe destacar que logo em 19 de setembro de 2008, quatro dias após o pedido de proteção pelo Lehman Brothers portanto, o BCB emitiu o Comunicado nº 17.408, anunciando uma intervenção na forma de leilão de compra e venda de moeda estrangeira no volume de US\$ 300 milhões. Outra marca da estratégia de intervenção veio em 23 de outubro de 2008, quando o BCB implementou, por meio dos Comunicados nº 16.569 e nº 17.588, um programa de leilão *swaps* cambiais no valor de até US\$ 50 bilhões. Entre dezembro de 2007 e fevereiro de 2009, as intervenções do BCB tiveram volume de US\$ 93,9 bilhões (BASTOS; FONTES, 2014, p. 51).

No que diz respeito às medidas regulatórias, o BCB inicialmente buscou reduzir a exposição cambial das instituições financeiras e, quando a entrada líquida de capital no Brasil se intensificou depois dos programas de QE, as medidas passaram a ter sentido de imposição de novas exigências regulatórias. Houve ainda a adoção de medidas macroprudenciais direcionadas aos mercados futuro e de derivativos, que serão abordadas no item c. a seguir.

Nesse sentido, ainda em junho e agosto de 2007, quando já era sentida uma crise no mercado dos EUA, o BCB editou as Circulares BCB nº 3.352 e 3.353, ambas de 8 de junho de 2007, reduzindo o limite máximo da posição cambial líquida como proporção do Patrimônio Líquido Ajustado e aumentando o requerimento de Patrimônio Líquido Exigido das operações com ativos e passivos referenciados em variação cambial de instituições financeiras.

Na primeira fase da CFG, observando a escassez de divisas no mercado, a Resolução CMN nº 3.657, de 17 de dezembro de 2008, facultou o recebimento em Reais das receitas de exportação, independentemente da moeda constante do respectivo registro de exportação, substituindo a regra anterior da Resolução CMN nº 3.389, de 4 de agosto de 2006. A Resolução CMN nº 3.691, de 23 de março de 2009, acrescentou a possibilidade de utilização de ativos denominados ou referenciados em Dólares com classificação nas categorias de menor risco conferida por pelo menos uma das três maiores agências internacionais de classificação de risco como garantia nas operações de empréstimo em moeda estrangeira. BASTOS e FONTES (2014, p. 60) destacam também a permissão, definida pela Resolução CMN nº 3.568, de 29 de maio de 2008, para que instituições não autorizadas a operar no mercado de câmbio pudessesem operar no mercado de câmbio manual.

No período em que passou a haver ingresso líquido de capital, a autarquia se voltou à imposição de restrições regulatórias. BASTOS e FONTES (2014, p. 61) destacam a Circular BCB nº 3.474, de 11 de novembro de 2009, que instituiu a exigência de registro, em câmara de compensação, de derivativos vinculados a empréstimos entre residentes (ou domiciliados) no país e residentes (ou domiciliados) no exterior, e a Resolução CMN nº 3.914, de 20 de outubro de 2010, que vetou a realização de operações de aluguel, troca e empréstimo de títulos, valores mobiliários e outros ativos financeiros por investidor não residente. Além disso, a Resolução CMN nº 3.833, de 28 de janeiro de 2010, instituiu a obrigatoriedade de registro das operações de *hedge* realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras e a Resolução CMN nº 3.854, de 27 de maio de 2010, instituiu declaração trimestral obrigatória para pessoas físicas e jurídicas que tivessem ativos no exterior que totalizassem valor igual ou superior a US\$ 100 milhões.

2.1.3. MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS SOBRE OS MERCADOS FUTURO E DE DERIVATIVOS

Em 2011, no contexto da aprovação dos Acordos de Basileia III, o BCB “buscou adotar medidas de caráter macroprudencial no sentido de reduzir a exposição cambial dos agentes” (BASTOS; FONTES, 2014, p. 61). O BCB passou a adotar medidas regulatórias mais incisivas sobre os ambientes de formação da taxa de câmbio, especificamente sobre o mercado futuro e os contratos derivativos.

No começo de 2011, foi editada a Circular BCB nº 3.520, de 6 de janeiro de 2011, que instituiu recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre posição vendida de câmbio. Essa determinação incidiu diretamente sobre o principal espaço de formação da taxa de câmbio uma vez que os bancos, que são os principais atores do mercado de câmbio, geram posições de maior monta no mercado futuro e transmitem essas posições para o câmbio à vista. A medida aumentou o custo de captação dos bancos pelas linhas interbancárias e modificou a formação do preço do Dólar futuro, onerando também a especulação no mercado futuro (ROSSI, 2016, p. 153).

A Circular BCB nº 3.520/2011 veio a ser sucedida pela Circular BCB nº 3.548, de 8 de julho de 2011, de teor semelhante e que não a descaracterizou. Apenas com a edição da Circular BCB nº 3.823, de 24 de janeiro de 2017, o recolhimento foi revogado.

2.2. ATUAÇÃO COMPLEMENTAR DE OUTRAS INSTITUIÇÕES

2.2.1. BANCOS PÚBLICOS E ENTIDADES PRIVADAS DE INTERESSE PÚBLICO

Os bancos controlados pelo poder executivo federal tiveram destaque no fornecimento de crédito no período que se seguiu à eclosão da CFG. Segundo ARAUJO e CINTRA (2011, p. 4) “com o aprofundamento da crise financeira global no quarto trimestre de 2008,

os bancos privados retraíram o crédito”, levando os bancos públicos, sujeitos a diretrizes políticas, a atuarem de maneira contracíclica.

Essa ação envolveu o BB, a CEF, e o BNDES. Em última instância, essas instituições são garantidas pelo Tesouro Nacional e essa condição permitiu que, mesmo em um ambiente de restrição, elas mantivessem linhas de crédito no mercado em um nível que BARBOSA-FILHO (2013) chegou a comparar com o QE:

“Mas nos últimos anos a dívida bruta vem crescendo porque o governo utilizou empréstimos em seus bancos para estimular a atividade econômica. Essa foi uma forma de afrouxamento quantitativo no Brasil. Aqui nos EUA, o próprio Federal Reserve comprou títulos privados e expandiu o crédito. No Brasil, isso foi feito pelo Tesouro com os bancos estatais. O Tesouro emitiu títulos, pegou os recursos, colocou-os principalmente em nosso banco nacional de desenvolvimento e o banco nacional de desenvolvimento usou-o para expandir o crédito” (p. 10).

Além disso, a Medida Provisória nº 443, de 21 de outubro de 2008, convertida na Lei nº 11.908, de 3 de março de 2009, entre outros efeitos, autorizou o BB e a CEF a constituírem subsidiárias e a adquirirem participação em instituições financeiras sediadas no Brasil. Essa medida contribuiu para que as instituições ampliassem sua participação no mercado e permitiu que o BB incorporasse, em 2008, o Banco do Estado do Piauí e, em 2009, o Banco do Estado de Santa Catarina e o Banco Nossa Caixa, instituições financeiras menores que enfrentavam dificuldades de liquidez.

Esse conjunto de procedimentos impediu que os efeitos de restrição ao crédito causados pela CFG comprometessem ainda mais as condições do mercado financeiro brasileiro e também do conjunto da economia. Como expõe FREITAS (2009, p. 139), “não fosse a ação anticíclica dos bancos públicos, sobretudo BNDES e CEF, a retração da

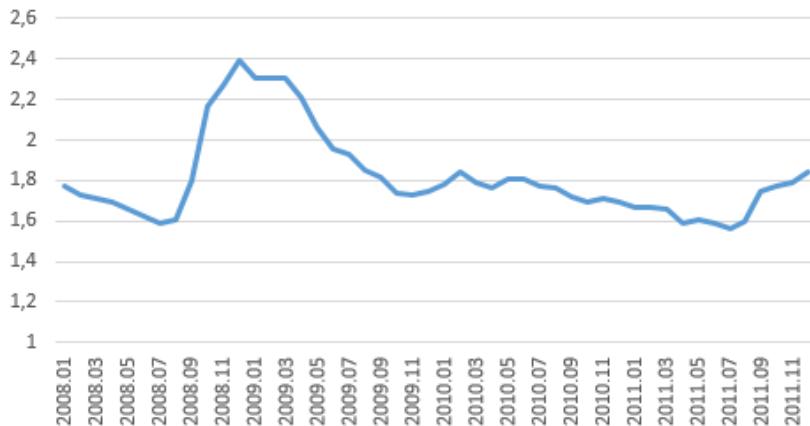
economia brasileira no último trimestre de 2008 teria sido ainda mais dramática”.

Cabe ainda mencionar uma ação que partiu do BCB por meio de sua Resolução CMN nº 3.656, de 17 de dezembro de 2008, que concedeu ao FGC a faculdade de aplicar recursos na aquisição de direitos creditórios de instituições financeiras e de sociedades de arrendamento mercantil; na realização de operações ativas vinculadas, com base em recursos entregues ou colocados, por terceiros, à disposição da instituição financeira contratante; e na aplicação em depósito bancário em letras de arrendamento mercantil ou em letras de câmbio de aceite de instituição associada sujeitas a certas condições constantes da Resolução. Apesar de não envolver apenas os bancos públicos, essa medida teria constituído “uma ação de política pública, de suporte ao fluxo de criação da moeda na economia moderna, notadamente no mercado interbancário” (DURAN; BORGES, 2018, p. 485), emulando o papel de prestamista de última instância do BCB e provendo liquidez ao sistema financeiro.

2.2.2. MEDIDAS PROVISÓRIAS

Na manifestação inicial mais pronunciada da CFG (MESQUITA; TORÓS, 2010, p. 7), o Dólar se valorizou em mais de 20% em relação ao Real no espaço de um mês, passando de R\$ 1,80 para R\$ 2,17 entre setembro e outubro de 2008.

Figura 3



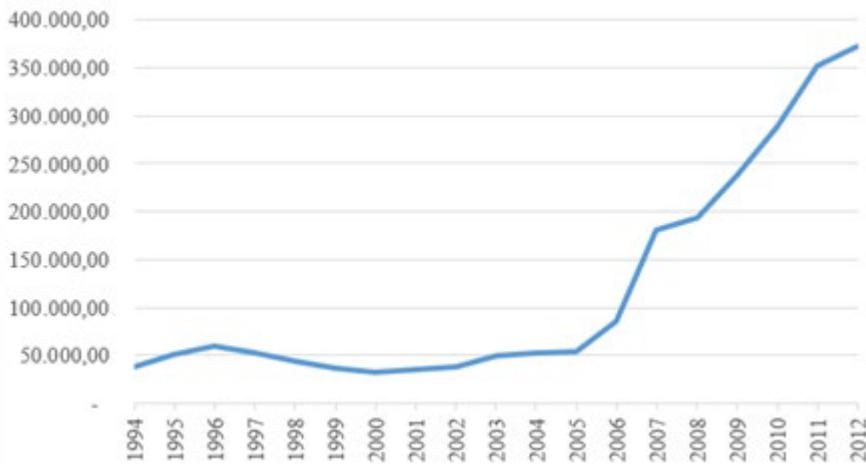
Taxa de câmbio 2008-2011 (BRL/USD) - Fonte: IPEADATA

Diante desse cenário, foi adotada uma série de novas políticas que muito inovava em relação ao que existia anteriormente. O esforço compreendia reformas legislativas que foram feitas na forma de Medidas Provisórias.

Objetivamente, a condição financeira do Estado brasileiro havia mudado na década anterior e o ponto maior dessa mudança havia sido a acumulação de mais de US\$ 200 bilhões em reservas¹²⁴. O País vinha acumulando essas reservas de forma ininterrupta desde 2001, sendo que o ritmo de acumulação se expandiu largamente após a quitação da dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 2005 e com o Clube de Paris no início de 2006. Em janeiro de 2008, o Brasil se tornou credor líquido externo.

124 As reservas internacionais são um ativo contábil do BCB consistente em divisas. O BCB as adquire via expansão do seu passivo, ou seja, via emissão de Reais para aquisição de Dólares dos agentes interessados, ou trocando um ativo por outro, em uma operação na qual negocia títulos de dívida pública para aquisição de divisas. No caso brasileiro, a operação conduzida pelo BCB que envolve a permuta de títulos da dívida pública por divisas consiste em uma substituição de ativos porque o BCB não emite seus próprios títulos, trabalhando com títulos emitidos pela STN.

Figura 4



Reservas internacionais (milhões de USD) 1994-2012 - Fonte: IPEADATA

Essa condição material deu ao Governo a possibilidade de adotar estratégias mais amplas no contexto da crise. De acordo com CHACHAMOVITZ (2017):

“Durante a recente crise financeira de 2008, a posição patrimonial do setor público brasileiro, credor líquido em moeda estrangeira, foi fundamental para evitar que a dívida pública entrasse em uma espiral negativa alimentada pela desvalorização cambial, como em outras conjunturas. Isso permitiu ao governo maior liberdade para realizar políticas anticíclicas com o objetivo de estimular a absorção doméstica e superar a recessão” (p. 347-348).

As reservas já tinham papel na atuação do BCB no mercado de câmbio mesmo antes da crise. As alterações que vieram por meio de Medidas Provisórias foram necessárias em razão da magnitude do processo de constrição das condições financeiras (MESQUITA; TORÓS,

2010, p. 6), que levou o BCB a atuar de maneira pronunciada tanto no mercado de câmbio à vista quanto no mercado futuro e de derivativos.

Uma inovação importante no período foi a Medida Provisória nº 435, de 26 de junho de 2008, que veio a ser convertida na Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008. O art. 2º da Medida Provisória e da Lei criou um mecanismo segundo o qual, a critério do Ministro da Fazenda, a STN poderia emitir títulos de forma direta, sem contrapartida financeira, destinados a assegurar ao BCB a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensão adequada à execução da política monetária. Além disso, nos termos do art. 6º, a União compensaria o BCB quando o resultado das operações com reservas cambiais nele depositadas e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, fosse negativo. Essa compensação poderia ser feita na forma de títulos emitidos pela STN, conforme o art. 5º da Medida Provisória e da Lei. Caso o resultado das operações do BCB com reservas cambiais e derivativos fosse positivo, ampliando seu ativo, a autarquia remeteria, ao Tesouro nacional, moeda por ela emitida, ampliando seu passivo a fim de igualar o ativo.¹²⁵

Com base nisso, o Ministério da Fazenda editou a Portaria nº 241, de 4 de junho de 2009, criando um gatilho de emissão de títulos do Tesouro Nacional destinados ao BCB sempre que o valor da carteira de títulos da dívida pública mobiliária federal interna em seu poder atingisse valor inferior a R\$ 20 bilhões, em quantidade suficiente para, no mínimo, restabelecer o referido valor, observado que, em cada evento, o valor da emissão não poderia ser inferior a R\$ 10 bilhões. Na iminência de uma crise financeira antecedida por um processo intenso de acumulação de reservas, o Governo garantia ao BCB que ele não desequilibraria seu balanço independentemente da quantidade de recursos que a autarquia tivesse que empregar em operações com

125 A Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019, alterou um pouco esse mecanismo. Atualmente, ainda que os ativos transferidos entre BCB e STN tenham efeito contábil, eles ficam enquadrados em uma *reserva de resultado*, cujos recursos ficam inertes e que servem para realização de compensações entre as entidades ao final de cada exercício fiscal, para que o ativo e o passivo do BCB sejam idênticos.

títulos de dívida pública ou nas intervenções realizadas com recursos das reservas internacionais. Esse mecanismo permaneceu vigente até a edição da Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014 (FERREIRA, 2018, p. 194).

A Medida Provisória nº 442, de 6 de outubro de 2008, mais tarde convertida na Lei nº 11.882, de 23 de dezembro de 2008, criou a possibilidade do BCB efetuar empréstimos de reservas para todas as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio. O objetivo era mitigar o impacto da restrição de liquidez em Dólares sobre o comércio exterior brasileiro (MESQUITA; TORÓS, 2010, p. 10). As questões operacionais da norma foram regulamentadas pelas Resoluções CMN nº 3.622, de 9 de outubro de 2008, 3.672, de 17 de dezembro de 2008, e 3.689 de 4 de março de 2009.

Menos relacionada ao uso direto de reservas, mas ainda ligada à garantia de liquidez, a já mencionada Medida Provisória nº 443/2008, convertida na Lei nº 11.908/2009, inovou ao autorizar o BCB a realizar operações de *swap* de moedas com Bancos Centrais de outros países. Como resultado dessa medida, foi anunciada em 29 de outubro de 2008 a criação de uma linha de *swap* de até US\$ 30 bilhões entre o BCB e o *Federal Reserve* (FED), o Banco Central dos EUA.

Na segunda fase da crise, a fim de reforçar as medidas macroprudenciais, foi editada a Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, mais tarde convertida na Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011, permitiu que o Governo regulasse o teor dos contratos derivativos que influenciavam a dinâmica do câmbio futuro e sua formação. Por meio desse instrumento, o CMN pôde, declaradamente para fins da política monetária e cambial, passar a estabelecer condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive determinar depósitos sobre os valores nacionais dos contratos e fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos.

2.2.3. CONTROLE DE CAPITAL VIA IMPOSTO SOBRE OPERAÇÕES DE CRÉDITO, CÂMBIO E SEGUROS

Uma ocorrência frequente na política cambial dos anos da CFG foi a alteração no Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF). No contexto inicial de restrição externa e, no momento seguinte, com a ampliação dos fluxos de capital em decorrência do QE, buscou-se utilizar o IOF como instrumento de política cambial.

Há três aspectos do IOF que explicam sua aplicação na política cambial. O primeiro consiste no fato do art. 150, § 1º, da Constituição excluir o tributo do princípio da anterioridade tributária, previsto no art. 150, III, também da Constituição, permitindo que seja cobrado no mesmo exercício financeiro em que tenha sido publicada lei que o instituiu ou aumentou. O segundo é a faculdade que a Constituição, por meio de seu art. 153, § 1º, concedeu ao executivo federal para alterar sua alíquota. O último é seu caráter extrafiscal, voltado à indução de determinados comportamentos.

A combinação dessas três características transformou o IOF no “principal instrumento utilizado no país para tentar controlar os fluxos de capitais estrangeiros” (MUNHOZ, 2013, p. 380). Sua incidência sobre a liquidação de operações de câmbio tem levado os governos a tentar aplicá-lo como um tipo de taxa Tobin (TOBIN, 1978), destinada a desestimular determinados comportamentos dos agentes no mercado de câmbio.

O contexto da CFG não foi exceção, tendo sido a alíquota do tributo em relação a diferentes fatos geradores alterada nove vezes entre setembro de 2008 e agosto de 2011:

Tabela 1

Norma	Data	Efeito	Sentido
Decreto nº 6.613	22/10/2008	Redução de 1,5% para zero na alíquota do IOF das liquidações de operações de câmbio	-
Decreto nº 6.983	19/10/2009	Aplicação de alíquota de IOF de 2% sobre as operações de câmbio com ingresso a partir daquela data	+
Decreto nº 7.011	18/11/2009	Aplicação de alíquota de IOF de 1,5% sobre a emissão de novas ações de companhias brasileiras a serem negociadas em bolsas estrangeiras	+
Decreto nº 7.323	04/10/2010	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de renda fixa de 2% para 4%	+
Decreto nº 7.330	18/10/2010	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de renda fixa de 4% para 6%; Aumento da alíquota de IOF sobre margem de garantia dos investimentos estrangeiros na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo de 0,38% para 6%	+
Decreto nº 7.454	25/03/2011	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de cartão de crédito de compra bens e serviços do exterior de 5% para 6,38%	+
Decreto nº 7.456	28/03/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 6% sobre ingresso de recursos no país decorrentes de empréstimo externo, contratado de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, com prazo até 360 dias	+

Decreto nº 7.457	06/04/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 6% sobre ingresso de recursos no país decorrentes de empréstimo externo, contratado de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, com prazo até 720 dias	+
Decreto nº 7.536	26/06/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 1% sobre os contratos de derivativos cujo valor nocional tenha sido ajustado pela taxa de câmbio e que resultem do aumento da exposição líquida vendida	+

Elaboração própria a partir de BASTOS e FONTES (2014, p. 78-81)

O sentido das alterações não fugiu à lógica extrafiscal. A medida relacionada ao IOF tomada no início da CFG significou a diminuição da alíquota do imposto; as demais medidas, tomadas já quando o país passava a sentir os efeitos do QE, foram todas no sentido de majoração da alíquota sobre os fatos geradores.

Entretanto, MUNHOZ (2013, p. 385) observa que a taxação do IOF tem caráter pouco reflexivo sobre os movimentos de capitais, especialmente no mercado de capitais e no mercado futuro. JINJARAK et al. (2012), estudando o caso brasileiro entre 2008 e 2011, também concluem que o controle de capitais realizada por meio do IOF não teve muito impacto econômico.

CONCLUSÃO

O regime monetário de metas de inflação no Brasil tem base em um quadro jurídico e regulatório que define de maneira satisfatória os procedimentos e responsabilidades dos atores envolvidos nas definições de política monetária. Entretanto, essa moldura jurídica e os instrumentos que ela fornece à autoridade monetária não garantem que as metas de inflação sejam observadas de maneira efetiva em casos de crise.

A formação da taxa de câmbio, que afeta a inflação, se dá, em grande medida, em um espaço sobre o qual as decisões da autoridade monetária têm pouca influência, dado que muitas operações fundamentais para sua determinação não demandam a edição e registro de contratos de câmbio e dependem de estratégias próprias dos principais *players* do mercado de câmbio. Além disso, modelos que ajudariam a calibrar a Selic a fim de captar os efeitos das variações de preços dependem de expectativas que não se realizam quando há desequilíbrios e imprevistos, tornando os modelos pouco eficazes em momentos de crise.

Por conta disso, o quadro normativo legado pela adoção do regime monetário de metas de inflação desde 1999 tem levado as autoridades brasileiras a se depararem com perspectivas bastante negativas em momentos de crise. Por um lado, corre-se risco considerável de enfrentar a inobservância das metas de inflação, afetando sua credibilidade, como ocorreu na recessão brasileira em 2015. Por outro, como no caso da CFG, pode-se apelar à fragmentação institucional, restringindo-se, no entanto, a autonomia da autoridade monetária. É fundamental que essas dificuldades impostas ao exercício da política monetária sejam reconhecidas e enfrentadas.

A crítica em relação ao regime monetário de metas de inflação encontra respaldo na literatura especializada. CAMPEDELLI (2017, p. 87) explica que “a principal crítica que o regime de metas de inflação recebe dos economistas heterodoxos é em relação à caracterização que este dá à inflação. Segundo a teoria por trás do regime, toda a inflação é um fenômeno oriundo de uma demanda demasiadamente aquecida”. O autor chama atenção que o uso de um índice leva à desconsideração da inflação de preços como salários e lucros.

Mesmo entre economistas mais ligados à ortodoxia, o regime monetário de metas de inflação não é imune a opiniões contundentes. FRANKEL (2009, p. 15), ao criticar de maneira geral o regime monetário de metas de inflação, mira os economistas que declaravam que “os bancos centrais devem essencialmente não prestar atenção aos preços dos ativos, à taxa de câmbio ou aos preços de exportação, exceto na

medida em que são os precursores da inflação”, algo semelhante à atuação do BCB na CFG. Muito antes da crise, BERNANKE e MISHKIN (1997) defendiam que uma atuação condizente com um regime de metas de inflação poderia ser adotada por autoridades monetárias, mas melhor seria que essa adoção não se desse por conta da existência de uma norma rígida, permitindo que a autoridade monetária pudesse ter maior flexibilidade em momentos de choque, devendo retomar os expedientes de meta de inflação após a adequação da economia ao desequilíbrio.

A flexibilização do regime de metas de inflação no Brasil pode permitir que as crises não levem ao comprometimento das metas de inflação ou à fragmentação institucional e há alternativas que dispensam uma revisão completa do regime monetário. O que se pode prever é, por exemplo, uma extensão do horizonte temporal para cumprimento das metas para períodos superiores a um ano-calendário, dando maior margem temporal para que o BCB possa ancorar expectativas. Outra opção seria a criação de um procedimento de reconsideração das metas de inflação por parte do CMN diante de eventos extraordinários como crises financeiras e pandemias.

REFERÊNCIAS

ARAUJO, Victor Leonardo F. C. de; CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal:** a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010. Comunicado IPEA nº 105, 2011.

BARBOSA-FILHO, Nelson. Brazil's Political Challenge: Building Consensus on an Economically Sustainable Strategy. **Wilson Center Brazil Institute Special Report**, Washington D.C., out. 2013.

BARBOSA-FILHO, Nelson. Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. **International Review of Applied Economics**, v. 25, n. 2, p. 127-148, 2008.

BARBOZA, Ricardo; FURTADO, Mauricio. **Dez Propostas para a Política Monetária.** Textos para discussão. Rio de Janeiro: FGV IBRE. 2022.

BASTOS, Estêvão Kopschitz Xavier; FONTES, Patrícia Vivas da Silva. **Mercado de câmbio brasileiro, intervenções do Banco Central e controles de capitais de 1999 a 2012.** Texto para discussão IPEA nº 1934, Brasília, fev. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus:** Relatório de Mercado. Brasília, 23 de agosto de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 10, n. 4, dez. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 13, n. 2, jun. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 17, n. 3, set. 2015.

BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 11, n. 2, p. 97-116, 1997.

CAMPEDELLI, André Luis. O regime de metas de inflação: uma crítica a partir da visão heterodoxa. In: LACERDA, Antonio Corrêa de (Org.). **Desenvolvimento brasileiro em debate**. São Paulo: Blucher, p. 49-77, 2017.

CARVALHO, Fabia A.; MINELLA, André. Previsões de Mercado no Brasil: desempenho e determinantes. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, p. 169-226, 2011.

CARVALHO, Laura Barbosa de. **Valsa brasileira**. São Paulo: Todavia, 2018.

CHACHAMOVITZ, Solange Srour. Reservas internacionais: seguro ou ameaça? In: BACHA, Edmar (org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, p. 347-356, 2017.

COSTA, Luciana Pereira. **Disciplina jurídica do câmbio e política pública**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

DURAN, Camila Villard; BORGES, Caio. Enfrentando a crise financeira: como constrangimentos jurídicos causaram a fragmentação institucional do poder monetário brasileiro no pós-2008. **Revista Direito GV**, n. 14, n. 2, p. 450-491, 2018.

FERREIRA, Caio Rioei Yamaguchi. **Dívida pública e gestão da liquidez: uma análise a partir de 1994**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

FIGUEIREDO, Francisco Marcos Rodrigues; GOUVEA, Solange. Repasse Cambial para a Inflação: o papel da rigidez de preços. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, p. 127-168, 2011.

FRANKEL, Jeffrey Alexander. What's In and Out in Global Money. **Finance and Development**. Washington D.C., v. 46. n. 3, p. 13-17, p. 13-17, 2009.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

GARCIA, Márcio Gomes Pinto; URBAN, Fábio. **O Mercado Interbancário de Câmbio no Brasil**. Texto para discussão nº 509. Rio de Janeiro: PUC-Rio. 2004.

HENDRY, David; MIZON, Grayham. **Why DSGEs crash during crises**. Junho de 2014. Disponível em < <https://voxeu.org/article/why-standard-macro-models-fail-crises> >. Acesso em 3 de setembro de 2022.

JINJARAK, Yothin; NOY, Ilan; ZHENG, Huanhuan. **How effective were the 2008-2011 capital controls in Brazil?** 2012. Disponível em < <https://voxeu.org/article/how-effective-were-2008-2011-capital-controls-brazil> >. Acesso em 3 de setembro de 2022

LARA-RESENDE, André. **Juros, moeda e ortodoxia**. São Paulo: Portfolio Penguin, 2017.

MESQUITA, Mário; TORÓS, Mario. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008**. Brasília, Texto para Discussão Banco Central do Brasil nº 202. 2010.

MINELLA, André; SOUZA-SOBRINHO, Nelson Ferreira. Canais Monetários no Brasil sob a Ótica de um Modelo Semiestrutural. In:

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009.** Brasília: Banco Central do Brasil, p. 35-93, 2011.

MUNHOZ, Vanessa da Costa Val. Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país. **Nova economia**, Belo Horizonte, v. 23, n. 2, p. 371-402, 2013.

PORTUGUÊS, Míriam Oliveira Silva. **Recolhimento compulsório como instrumento macroprudencial no Brasil e na Colômbia: algumas evidências empíricas.** 2013. Dissertação (Mestrado em Economia da Indústria e da Tecnologia) Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2013.

PRATES, Daniela Magalhães. **O regime de câmbio flutuante no Brasil - 1999 - 2012: especificidades e dilemas.** Brasília: IPEA. 2015.

ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: Teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e especulação.** Rio de Janeiro: FGV, 2016.

TAYLOR, John B. Discretion versus Policy Rules in Practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, p. 195-214, 1993.

TAYLOR, Matthew. Institutional Development through Policy-Making: A Case Study of the Brazilian Central Bank. **World Politics**, v. 61, n. 3, p. 487-515, 2009.

TOBIN, James. A Proposal for International Monetary Reform. **Eastern Economic Journal**, v. 4, n. 3-4, p. 153-159, 1978.

VENTURA, André; GARCIA, Márcio Gomes Pinto. Mercados Futuro e À Vista de Câmbio no Brasil: O Rabo Abana o Cachorro. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 66, n. 1, p. 21-48, 2012.

A TECNOLOGIA DE REGISTROS DISTRIBUÍDOS E O REAL DIGITAL COMO FERRAMENTAS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO?

DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGY AND REAL DIGITAL AS TOOLS FOR THE DEVELOPMENT OF BRAZILIAN CAPITAL MARKETS?

Rafael Viana de Figueiredo Costa

RESUMO: O presente estudo objetiva verificar quando a tecnologia de registros distribuídos (DLT) pode ser útil ao florescimento de características positivas no mercado de capitais brasileiro e quais as medidas concretas podem ser tomadas pelo regulador para ajudar na consecução de tais objetivos. O projeto do Real Digital será apresentado e examinado neste contexto. Apesar de inicialmente prever apenas a simulação de operações com títulos públicos, será verificado como o Real Digital poderá emergir como uma nova infraestrutura de mercado de capitais com base na tecnologia de registros distribuídos. Na sequência, serão aprofundados alguns dos problemas do mercado de capitais brasileiro, tais como: altos custos de emissão, excesso de custos de transação com intermediários, pouca competição entre participantes do pós-negociação. Finalmente, serão apresentados caminhos concretos para que os reguladores possam viabilizar o aproveitamento da tecnologia de registros distribuídos como um mais um recurso no esforço de disponibilizar formas mais baratas e eficientes de canalização da poupança popular para o financiamento da atividade empresária local, inclusive no que se refere ao projeto do Real Digital, sem prescindir de estratégias regulatórias necessárias à manutenção da higidez do mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: Real Digital; mercado de capitais; infraestrutura de mercado financeiro; criptoeconomia; regulação; estratégias regulatórias; Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT: This study aims to analyze when distributed ledger technology (DLT) can be useful for encouraging positive characteristics in the Brazilian capital markets and which concrete measures can be taken by regulators to help in achieving such objectives. The ‘Real Digital’ project will be presented and examined in this context. Although limiting its initial design only to the simulation of operations with public securities, this article shall verify how ‘Real Digital’ can emerge as a new capital market infrastructure based on distributed ledger technology. Next, some of the Brazilian capital markets problems will be discussed in depth, such as high issuance costs, excessive transaction costs with intermediaries, little competition between post-trade participants. Finally, this study shall present concrete paths that regulators can explore in order to take advantage of DLT as one more tool in the broad effort of seeking cheaper and more efficient ways of channeling popular savings to finance local business activity. Those paths shall include the Real Digital project and shall not disregard regulatory strategies necessary to maintain capital markets’ safety.

KEYWORDS: Real Digital; capital markets; capital market infrastructure; cryptoeconomy; regulation; regulatory strategies; Securities Commission.

1. INTRODUÇÃO

Não obstante inegáveis percalços com as crises mais recentes¹²⁶, é notável a rápida passagem da criptoeconomia da periferia para mais perto do *mainstream* financeiro no decorrer nos últimos anos. Como expressões deste movimento, pode-se citar: (1) o total da capitalização de mercado dos criptoativos que alcança cerca de R\$ 6,09 trilhões¹²⁷;

126 Nos referimos aqui, por exemplo, aos casos Terra-Luna e FTX. Sobre o tema, ver, e.g., David Cohen. Um Novo Fantasma para as Criptomoedas: o Colapso da Corretora FTX. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/noticias/um-novo-fantasma-para-as-criptomoedas-o-colapso-da-corretora-ftx/>>. Acesso em 11 abr. 2023.

127 De acordo com o *Coinmarketcap* em 12 abr. 2023. Disponível em: <<https://coinmarketcap.com/pt-br/>>. Acesso em 12 abr. 2023.

(2) o interesse de gestores de recursos de terceiros e bancos em projetos que envolvem a tecnologia de registros distribuídos (DLT) ou criptoativos de uma forma geral¹²⁸; e (3) o cada vez mais barulhento debate de autoridades governamentais ao redor do mundo sobre como regular a criptoeconomia¹²⁹.

Sobre esse último ponto, as jurisdições vêm adotando distintas posições em relação ao tema. Por exemplo, na União Europeia, legislações como o MiCA e o DLT Pilot Regime buscam acomodar as regras tradicionais dos mercados financeiros e de capitais para a criptoeconomia, endereçando pontos em que eventualmente existisse alguma incompatibilidade¹³⁰. Abordagem semelhante tem sido adotada por jurisdições como a Suíça ou Cingapura¹³¹. Já a abordagem dos Estados Unidos, por sua vez, tem sido mais focada em ações de *enforcement*, o que há de ser reconhecido sem prejuízo das divergências sobre a tempestividade e justeza das ações mais recentes de órgãos reguladores como a SEC¹³².

128 Esse interesse pode ser tanto no buy-side, com portfólios administrados e fundos de investimento adquirindo criptoativos ou no sell-side com a venda de produtos financeiros ou serviços atrelados aos criptoativos para investidores. Apenas a título de exemplo, ver: Maior gestora do mundo, BlackRock se prepara para aderir de vez às criptomoedas. Infomoney, 9 fev. 2022. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/maior-gestora-do-mundo-blackrock-se-prepara-aderir-de-vez-as-criptomoedas/>>. Acesso em 15 abr. 2023.

129 No âmbito das organizações internacionais, a IOSCO tem reiteradamente reforçado os criptoativos e De-Fi como objeto de estudos. Ver: International Organization of Securities Commissions. IOSCO Board Priorities – Work Program 2023-2024. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD731.pdf>>. Acesso em 12 abr. 2023.

130 “DLT Pilot Regime” se refere ao Regulamento UE 2022/858 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de maio de 2022. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R0858&from=EN>>. Acesso em 13 abr. 2023.

131 Por exemplo, nos termos do artigo 2, “a”, item 5a, da *Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés* (LIMF), sistemas de negociação de valores mobiliários digitais fundados sobre tecnologias de registros distribuídos são infraestruturas de mercado. Disponível em: <<https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2015/853/fr>>. Acesso em 13 abr. 2023.

132 Para uma crítica das medidas recentes da SEC, ver: GOFORTH, Carol R. Regulation by Enforcement: Problems with the SEC’s Approach to Cryptoasset Regulation. *Maryland Law Review*, vol. 82, pp. 107-159, 2022. Disponível em: <<https://www>

Este artigo parte da premissa fundamental de que existe um fenômeno em que a criptoeconomia tem funcionado como um canal entre poupadore e tomadores de recursos¹³³. Essa constatação independe da aplicabilidade do *Howey Test*, *Reves Test* ou semelhantes em casos concretos, de acordo com a jurisdição relevante¹³⁴. Independentemente das particularidades de cada caso concreto, é fato que atividades como: (1) a realização de ICOs; (2) a tokenização de créditos privados posteriormente ofertados a público; e (3) programas de *staking* das *exchanges*; são exemplos sobre como a criptoeconomia têm se aproximado do mercado de capitais. Esse movimento ocorre mesmo que o objetivo inicial de criptomoedas como o Bitcoin tenha sido funcionar como um meio de pagamento alternativo às moedas fiduciárias.

Nessa conjuntura, este artigo visa aprofundar especificamente as ocasiões em que DLTs funcionam como infraestruturas de mercado. Alguns participantes da criptoeconomia, *softwares* e redes têm funcionado como substitutos de participantes tradicionais do mercado de capitais, como bolsas de valores, câmaras de compensação e liquidação e depositários centrais¹³⁵. Esse cenário foi bem notado e

marylandlawreview.org/volume-82-issue-1/blog-post-title-three-38j8k. Acesso em 12 abr. 2023.

133 A função principal do mercado de capitais é justamente prover um canal entre poupadore e tomadores, viabilizando a aplicação de recursos em novos empreendimentos comuns. Vide: EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2019, p. 37.

134 É mais comum a discussão sobre o enquadramento (ou não) de produtos da criptoeconomia como contratos de investimento coletivo pelo *Howey Test*. Sem prejuízo, outra discussão relevante se refere ao potencial enquadramento de produtos da criptoeconomia como *notes* pelo *Family Resemblance Test* de *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990), ver: SEC Charges Decentralized Finance Lender and Top Executives for Raising \$30 Million Through Fraudulent Offerings, 06 ago. 2021. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-145>>. Acesso em 14 abr. 2023.

135 Não por outra razão a legislação suíça considerou DLTs, em alguns casos, infraestruturas de mercado financeiro. A CVM já demonstrou estar atenta à possibilidade da tecnologia dos registros distribuídos substituir infraestruturas de mercado financeiro tradicionais. A essa propósito, ver, e.g.: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 4/2013/CVM/SSE, de 4 de abril de 2023. Item 32.

reconhecido pela União Europeia na edição do DLT Pilot Regime¹³⁶. Apesar do MiCA ser mais discutido e conhecido¹³⁷, o DLT Pilot Regime explora o uso da tecnologia de registros distribuídos como infraestrutura no pós-trade dos mercados de valores mobiliários¹³⁸. No preâmbulo do DLT Pilot Regime o legislador europeu cita a incompatibilidade das normas atuais da infraestrutura dos mercados financeiro e de capitais com a DLT e os potenciais ganhos de custo e eficiência com o emprego da tecnologia de registros distribuídos, sem deixar de destacar riscos não endereçados por conta de lacunas regulatórias¹³⁹ ¹⁴⁰.

136 Regulamento UE 2022/858 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de maio de 2022. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R0858&from=EN>>. Acesso em 13 abr. 2023. A legislação europeia se refere a “infraestruturas de mercado DLT”, criando um regime jurídico especial para esta tecnologia quando funciona como infraestrutura de mercado.

137 Trata-se da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos mercados de criptoativos e que altera a Diretiva (EU) 2019/1937. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f-01a75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF>. Acesso em 13 abr. 2023. O texto final ainda não foi aprovado pelo parlamento europeu quando este trabalho foi finalizado.

138 Regulamento UE 2022/858 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de maio de 2022. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R0858&from=EN>>. Acesso em 13 abr. 2023.

139 *Id.* “(3) Espera-se que a chamada “tokenização” de instrumentos financeiros, isto é, a representação digital de instrumentos financeiros em registros distribuídos ou a emissão de classes de ativos tradicionais sob a forma de tokens, para permitir a sua emissão, armazenamento e transferência num registro distribuído crie oportunidades para melhorar a eficiência no processo da negociação e da pós-negociação. No entanto, uma vez que os compromissos fundamentais que envolvem o risco de crédito e a liquidez permanecem num mundo sob a forma de tokens, o êxito dos sistemas baseados em tokens dependerá da sua interação com os sistemas tradicionais baseados nas contas, pelo menos provisoriamente. [...] (5) Por outro lado, existem lacunas regulamentares devido às especificidades jurídicas, tecnológicas e operacionais associadas à utilização da tecnologia de registro distribuído e aos criptoativos considerados instrumentos financeiros. Por exemplo, não são impostas quaisquer exigências de transparência, fiabilidade e segurança aos protocolos e aos contratos inteligentes em que se baseiam os criptoativos que são considerados instrumentos financeiros. A tecnologia subjacente também poderá dar origem a algumas novas formas de risco que não se encontram adequadamente tratadas nas regras em vigor”.

140 Sobre estes novos riscos, parte dos reguladores e da comunidade acadêmica têm aumentado o ceticismo em relação a algumas características negativas da criptoeconomia, propiciadas por características de blockchains públicas. Tais

A despeito da legitimidade de parte das críticas, é evidente que o mercado de capitais tradicional – especialmente em países emergentes – tampouco funciona perfeitamente bem¹⁴¹. Para discutir este tema no caso específico do Brasil é preciso ter em mente os objetivos previstos em lei para a regulação do mercado de capitais, dentre os quais se destacam os seguintes: (1) estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; (2) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; e (3) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido^{142 143}.

O mercado de capitais brasileiro e seu respectivo regulador, no entanto, não têm cumprido plenamente com tais objetivos. O Brasil é um país com uma taxa de poupança bastante baixa quando comparado com outros países do BRICS¹⁴⁴, por exemplo, ou mesmo

características incluem a pseudonimização dos investidores, a falta de accountability de pessoas naturais em caso de danos causados por emissores de criptoativos, o miner extractable value (MEV), os casos de manipulação de mercado, falta de regras de KYC e AML, pirâmides financeiras, dentre outros problemas. Ver: AUER, Raphael, et al. *Miners as intermediaries: extractable value and market manipulation in crypto and DeFi*. *Bank for International Settlements*, 2022. Ver também: ARAMONTE, Sirio; HUANG, Wenqian; SCHRIMPFF, Andreas. *De-Fi risks and the decentralisation illusion*. *BIS Quarterly Review*, 2021.

141 A título de exemplo de problemas que podem ser encontrados em mercados de capitais de economias emergentes e/ou em desenvolvimento, ver: GULYAMOV, Said, et al. *The Institutional and Legal Framework of Emerging Capital Markets: The Experience of CIS Countries*. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 2021.

142 BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 13 abr. 2023.

143 Em acréscimo, é importante levar em consideração que a literatura relevante costuma apontar objetivos semelhantes aos descritos na lei brasileira para reguladores dos mercado de capitais de países emergentes, tais como: (1) aumentar o nível de poupança do público investidor, e (2) a eficiência alocativa dos investimentos. Ver: NEVES, André Rainho das. **Entre a racionalidade e a realidade: a história da CVM e da Lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 68.

144 Sobre este tema, ver: BRICS Think Tanks Council. *Towards a long-term strategy for BRICS: a proposal by the BRICS Thank Tanks council*. Brasília: **Ipea**, 2015. Disponível

com a Europa e com os Estados Unidos^{145 146}. Ademais, há apenas uma única bolsa de valores autorizada a operar e pouca concorrência entre administradores de mercados de balcão organizados e entidades de registro de ativos financeiros e valores mobiliários¹⁴⁷. Os custos de emissão são altos, em especial para potenciais emissores de pequeno ou médio porte¹⁴⁸. Outrossim, acionistas costumam ser passivos em relação às decisões tomadas pelas companhias em que investem¹⁴⁹.

Nada obstante, as falhas no atingimento destas metas no caso brasileiro não são responsabilidade somente do regulador. A CVM tem de encontrar soluções cada vez mais criativas e difíceis com recursos escassos que possui à sua disposição¹⁵⁰. Isso é particularmente

em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/5255?locale=pt_BR>. Acesso em 14 abr. 2023.

145 Pelo menos desde 1995, a poupança bruta do Brasil tem sido constantemente menor do que na média dos países da OCDE. BANCO MUNDIAL. *Gross savings (% of GDP) - Brazil, OECD members*. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS?locations=BR-OE>>. Acesso em 15 abr. 2023.

146 A China, por exemplo, nunca teve um nível de poupança nacional bruta inferior a 40% do PIB desde 2010. Disponível em: <<https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/gross-savings-rate>>. Acesso em 15 abr. 2023.

147 PIMENTA, Guilherme; OLIVON, Beatriz. Cade abre inquérito para investigar práticas da B3. **Valor Econômico**, 17 mar. 2023. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/03/17/cade-abre-inquerito-para-investigar-praticas-da-b3.ghtml>>. Acesso em 20 abr. 2023. Independentemente da correção da reclamação dos novos entrantes, há de se reconhecer a posição monopolista da B3 em alguns mercados, como o da listagem e negociação de ações de companhias abertas, e dominante em alguns outros, como o de registro de ativos financeiros e valores mobiliários.

148 Custos como taxas de intermediários, honorários advocatícios, mão de obra alocada, além do tempo de emissão (custos de oportunidade), poderiam ser reduzidos com a criação de um arcabouço regulatório específico que será detalhado ao longo deste trabalho. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. O mercado de dívida corporativa no Brasil. Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento, 2018. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cvm_mercado_de_dvida_corporativa_no_Brasil.pdf>. Acesso em 30 abr. 2023. Página 87.

149 SCHINCARIOL, Juliana. Investidor pessoa física participa pouco de assembleia. **Valor Econômico**, 13 mar. 2023. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/03/13/investidor-pessoa-fisica-participa-pouco-de-assembleia.ghtml>>. Acesso em 30 abr. 2023.

150 DA CUNHA, Gabriela. Cortes no orçamento da CVM mobilizam associações do mercado de capitais. **Valor Investe**, 28 jan. 2022. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/noticia/2022/01/28/cortes-no-orcamento-da-cvm-mobilizam-associacoes-do-mercado-de-capitais.ghtml>>. Acesso em 10 abr. 2023.

desafiador se considerarmos a moderada expansão do mercado de capitais no Brasil nos últimos anos¹⁵¹. De toda forma, é possível que haja pontos em que o regulador possa aprimorar sua atuação de modo a se aproximar do cumprimento dos objetivos previstos em lei.

Todo o exposto acima serve para apontar que, diferentemente dos países plenamente desenvolvidos – como o caso dos Estados Unidos, possuidor de um mercado notoriamente avançado e quase noventa anos de experiência bem-sucedida com a atual forma de regulação¹⁵² – outros países ainda não possuem a mesma sorte. Dado que o mercado de capitais brasileiro possui tanto a melhorar, seriam o legislador e reguladores capazes de direcionar toda a energia transformadora da tecnologia de registros distribuídos – seja na criptoeconomia local ou no Real Digital – para impulsionar o mercados de capitais local em direção aos objetivos delineados acima?

2. CASOS DE USOS DOS CRIPTOATIVOS: POTENCIAIS VANTAGENS E DESVANTAGENS

Criptoativos podem ser usados para três finalidades principais¹⁵³. Certamente, o caso de uso mais largamente conhecido é o das criptomoedas. Estes ativos digitais, apesar de não terem lastro pelo Estado, podem ser utilizados como meio de troca na compra de produtos e serviços¹⁵⁴. É o caso de uso “original” dos ativos digitais¹⁵⁵.

151 Os números desta expansão recente do mercado de capitais serão apresentados em detalhes a seguir.

152 Síntese desse tipo de racional pode ser encontrado a seguir: “[...] Let's not risk undermining 90 years of securities laws and create some regulatory arbitrage or loopholes”. GENSLER, Gary. Prepared Remarks of Gary Gensler On Crypto Markets. *Penn Law Capital Markets Association Annual Conference*, 04 abr. 2022. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-crypto-markets-040422>>. Acesso em 29 abr. 2023.

153 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets. 09 mar. 2022. Disponível em: <<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/>>. Acesso em 01 maio 2023.

154 *Id.*

155 *Id.*

Apesar da ausência de regulação estatal até pouco tempo atrás, no Brasil são diversos os casos de uso de criptomoedas. Alguns municípios como o Rio de Janeiro pularam na frente do legislador federal e passaram a permitir o pagamento de tributos mediante o uso de criptomoedas¹⁵⁶. Instituições financeiras reguladas ou similares também passaram recentemente a formatar modelos de negócios que envolvem a adoção de criptomoedas como meio de pagamento em troca de bens ou serviços. O Banco do Brasil passou a permitir a partir de 2023 que impostos federais fossem pagos com bitcoin e outras criptomoedas.¹⁵⁷ Além destes exemplos no setor financeiro, a Magazine Luiza S.A. tornou público plano de possibilitar a realização de transações com criptomoedas e uso de ativos digitais para pagamentos em cartões de crédito.¹⁵⁸

Por outro lado, no caso das tecnologias de registros distribuídos que são base para novos sistemas de pagamentos privados, apesar de potenciais vantagens há problemas até este ponto inexistentes no sistema de pagamentos doméstico de boa parte dos países¹⁵⁹. Pode-se citar como exemplo, dentre outros fatores, o fato deste tipo de tecnologia criar a seu redor um sistema financeiro paralelo que pode objetivar contornar a regulação financeira, além da alta congestão, custos de transação elevados, e pseudonimização dos titulares das carteiras¹⁶⁰. Quando este tipo de característica é contraposta com sistemas como

156 ALVES, Paulo. Rio de Janeiro to Allow Real Estate Tax Payments With Crypto as of 2023, Mayor Says. **Coindesk**, 28 mar. 2022. Disponível em: <<https://www.coindesk.com/policy/2022/03/28/rio-de-janeiro-to-allow-real-estate-tax-payments-with-cryptos-as-of-2023-mayor-says/>>. Acesso em 27 abr. 2023.

157 LYONS, Ciaran. Brazil's oldest bank allows residents to pay their taxes using crypto. **Coin Telegraph**, 12 fev. 2023. Disponível em: <<https://cointelegraph.com/news/brazil-s-oldest-bank-allows-residents-to-pay-off-tax-bill-with-crypto>>. Acesso em 01 maio 2023.

158 Fintech do Magazine Luiza anuncia integração para oferta de criptomoedas. **Exame**, 03 mar. 2023. Disponível em: <<https://exame.com/future-of-money/fintech-magazine-luiza-integracao-ofertas-criptomoedas/>>. Acesso em 01 maio 2023.

159 BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. BIS Annual Economic Report 2022. III. The future monetary system, 2022. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e3.pdf>>. Acesso em 15 abr. 2023.

160 *Id.*

o Pix, por exemplo, se nota que a maioria das criptomoedas não seria competitiva neste tocante.

Além do uso como meio de pagamento, as redes descentralizadas por trás das criptomoedas também têm sido utilizadas para facilitar remessas internacionais de recursos¹⁶¹. Para os defensores deste tipo de uso o principal objetivo seria fornecer uma alternativa para as tarifas desarrazoadas cobradas pelas instituições financeiras para a remessa internacional de moedas¹⁶². Há de se ter em conta que, apesar da digitalização ter tornado o processo de comunicação transfronteiriço praticamente livre de custos, esse processo não foi acompanhado por um correspondente declínio significativo nos custos associados com a execução de pagamentos *cross-border*¹⁶³.

A remessa de criptomoedas para o exterior via uso de blockchains das criptomoedas clássicas não é *necessariamente* mais barata e eficiente do que a remessa de pagamento via meios tradicionais, que envolvem custos com o SWIFT, por exemplo¹⁶⁴. O custo global médio de remessa internacional de pagamentos é de 7,01% sobre o valor transferido¹⁶⁵. Para as criptomoedas, o custo pode variar muito a depender da rede. No caso do bitcoin, o processamento da transação é lento e costuma levar cerca de dez minutos¹⁶⁶. Em acréscimo, se não houver custodiantes que são prestadores de serviços de ativos virtuais, não há participantes aptos a realizar processos de AML/CFT¹⁶⁷.

161 BINDSEIL, Ulrich; PANTEOPULOS, George. Towards the holy grail of cross-border payments. *European Central Bank Working Paper Series*, n^o 2.693, ago. 2022. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2693~8d4e580438.en.pdf>>. Acesso em 20 abr. 2023.

162 *Id.*, p. 4.

163 *Id.*, p. 4.

164 Sobre o SWIFT, ver: Instituto Propague. Código SWIFT: o que é e porque ele é importante para transações internacionais. Disponível em: <<https://institutopropague.org/pagamentos/codigo-swift-o-que-e-e-porque-ele-e-importante-para-as-transacoes-internacionais/>>. Acesso em 15 abr. 2023.

165 The World Bank. Remittance Prices Worldwide, vol. 28, 2018. Disponível em: <https://remittanceprices.worldbank.org/sites/default/files/rpw_report_december_2018.pdf>. Acesso em 28 abr. 2023.

166 BINDSEIL, Ulrich; PANTEOPULOS, George. *Op. cit.*, p. 27.

167 *Id.*, p. 28.

Sem prejuízo disso, é necessário reconhecer que as *stablecoins* costumam apresentar custos mais atrativos para remessas internacionais¹⁶⁸. Foi estimado recentemente que os custos para transações com *stablecoins* fica em cerca de 0,1% do valor enviado¹⁶⁹. Isso tem pressionado o sistema financeiro global a procurar formas de baratear remessas e pagamentos transfronteiriços.¹⁷⁰ Além disso, as *stablecoins* podem apresentar alta eficiência tecnológica, economias de escala e possuem por natureza a vantagem da estabilidade de valor¹⁷¹. Por outro lado, as *stablecoins* podem sofrer com problemas como externalidades de rede, riscos à estabilidade monetária e ameaça à soberania monetária dos países¹⁷². Esse cenário tem gerado um estímulo para que bancos centrais e instituições privadas busquem formas de tornar mais atrativo o uso do sistema financeiro tradicional para pagamentos transfronteiriços^{173 174}.

Finalmente, os criptoativos também podem representar uma forma de investimento, com a DLT funcionando como a infraestrutura deste mercado. Mais do que meramente o investimento especulativo em *altcoins* irrelevantes, a criptoeconomia pode representar uma

168 SCHICKLER, Jack. Stablecoins' Role in Cutting International Payment Costs Probed by Payments Watchdog. **CoinDesk**, 10 out. 2022. Disponível em: <<https://www.coindesk.com/policy/2022/10/10/stablecoins-role-in-cutting-international-payment-costs-probed-by-payments-watchdog/>>. Acesso em 02 maio 2023.

169 EBNER, Ryan. Stablecoins: what they mean for the future of money, 18 jul. 2022. Disponível em: <<https://www.schroders.com/bg-bg/bg/profesionalisti-investitori/analizi/stablecoins--what-they-mean-for-the-future-of-money/>>. Acesso em 01 maio 2023.

170 FINANCIAL STABILITY BOARD. Cross-border Payments. Disponível em: <<https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/cross-border-payments/>>. Acesso em 30 abr. 2023.

171 BINDSEIL, Ulrich; PANTEOPULOS, George. *Op. cit.*, p. 40.

172 *Id.*

173 CRAWLEY, Jamie. SWIFT Says It's Proved It Can Be the Way Forward for Global CBDCs. **CoinDesk**, 05 out. 2022. Disponível em: <<https://www.coindesk.com/business/2022/10/05/swift-says-its-proved-it-can-be-the-way-forward-for-global-cbdc/>>. Acesso em 01 maio 2023.

174 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix>>. Acesso em 30 abr. 2023.

forma alternativa de conexão entre poupadore e tomadores¹⁷⁵. Por enquanto, operações como ICOs, tokenização e *staking* ainda funcionam de forma total ou parcialmente desregulada, permitindo que os tomadores – e outros intermediários como *exchanges*, custodiantes, *influencers* e tokenizadoras – escapem das tradicionais regras do mercado de capitais¹⁷⁶. Mas, a despeito disso, é possível que haja caminhos disponíveis para elevar o jogo dos participantes da criptoeconomia com o objetivo de aproveitar a sua energia e fazê-los servir a um propósito maior de financiamento da economia real local. A princípio, parece razoável supor que esse propósito faça mais sentido em países emergentes onde a cultura de investimento e o mercado de capitais ainda não tenham alcançado um estágio de desenvolvimento esperado em algumas frentes¹⁷⁷.

3. DLT COMO INFRAESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS

Um dos casos de uso mais relevantes da tecnologia de registros distribuídos é a sua utilização como infraestrutura de mercado de capitais. Nos termos do *IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures*, uma infraestrutura de mercado financeiro é um sistema multilateral entre instituições participantes, inclusive o operador do sistema, usado para propósitos de compensação,

175 U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Crypto-Assets: Implications for Consumers, Investors, and Businesses*, set. 2022, p. 18. Disponível em: <https://home.treasury.gov/system/files/136/CryptoAsset_EO5.pdf>. Acesso em 01 maio 2023.

176 Os reguladores do mercado de capitais em diferentes jurisdições, todavia, progressivamente vêm adotando medidas para fazer incidir as suas regras à criptoeconomia, no que cabível. Exemplos desse movimento, no Brasil, são o Parecer de Orientação CVM nº 40, de 11 de outubro de 2022, e o Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE, de 04 de abril de 2023.

177 Para um exemplo de regulador do mercado de capitais de país emergente que considera de perto as potenciais vantagens do mercado de ativos digitais como ferramenta de desenvolvimento do mercado local, veja-se o caso da República Federal da Nigéria. Vide: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, NIGERIA. *The Nigerian Capital Market Master Plan – 2021-2025 (Revised Edition)*. Disponível em: <https://sec.gov.ng/sec_nigeria_capital_market_masterplan_2021_to_2025/>. Acesso em 03 maio 2023.

liquidação, ou registro de pagamentos, valores mobiliários, derivativos ou outras transações financeiras¹⁷⁸. O legislador europeu entendeu isto bem ao formular um *framework* regulatório para começar a endereçar alguns desafios em viabilizar a utilização da tecnologia com este propósito. Assim, o DLT Pilot Regime estabelece que seus objetivos principais são quatro: (1) melhorar a segurança jurídica para mercados secundários de criptoativos que se qualificam como valores mobiliários; (2) suportar a inovação removendo obstáculos à aplicação de novas tecnologias no setor financeiro; (3) introduzir proteções aos investidores, consumidores e à própria integridade do mercado; e (4) garantir estabilidade financeira^{179 180}.

No Brasil, a Lei nº 14.478/22 não endereçou a regulação de sistemas de registros distribuídos como infraestrutura de mercado de capitais¹⁸¹. A referida lei apenas estabelece que o nela disposto não se aplica aos ativos representativos de valores mobiliários sujeitos ao regime da legislação geral do mercado de capitais brasileiro¹⁸². De acordo com a legislação específica vigente, tanto o Banco Central quanto a CVM possuem competência para regular as infraestruturas de mercado financeiro, conforme artigos 22, 26, §4, 28 da Lei nº 12.810/13. Assim, nos termos da Resolução nº 304/23, editada pelo Banco Central do Brasil¹⁸³, as infraestruturas de mercado financeiro são: (1) sistemas

178 BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Principles for financial market infrastructures, p. 7, 2012. Disponível em: <<https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>>. Acesso em 18 abr. 2023.

179 Regulamento UE 2022/858 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de maio de 2022. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R0858&from=EN>>. Acesso em 13 abr. 2023.

180 O DLT Pilot Regime estabelece algumas salvaguardas mínimas que visam limitar os tipos de valores mobiliários que podem ser negociados nestes ambientes, contendo o risco à estabilidade financeira. De todo modo, algumas garantias que visam proteger os investidores e assegurar a integridade dos mercados não foram flexibilizadas mesmo no regime especial da norma.

181 BRASIL. Lei n. 14.478, de 21 de dezembro de 2021. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/L14478.htm>. Acesso em 14 abr. 2023.

182 *Id.*

183 Antes desta data, estes serviços já eram regulados pelo Banco Central do Brasil. Vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/>>.

de liquidação operados por câmaras de compensação e liquidação; (2) registradoras de ativos financeiros; e (3) depositárias centrais de ativos financeiros¹⁸⁴. Tanto os sistemas de depósito centralizado quanto os sistemas de registro podem realizar a atividade de constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros depositados ou registrados, conforme o caso¹⁸⁵.

A atividade de constituição de ônus e gravames não é obrigatória para estas instituições. No caso da central depositária, caso preste este tipo de serviço, deve possuir regulamento em que estabeleça-se de forma clara e objetiva os procedimentos relacionados à constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros, inclusive: (1) forma de constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames; (2) responsabilidades, direitos e obrigações dos envolvidos nos atos de constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames, inclusive prazos; (3) procedimentos relacionados ao tratamento dado aos eventos dos ativos financeiros objeto de ônus e gravames; (4) formas de transferência de titularidade efetiva dos ativos financeiros objeto de ônus e gravames, respeitadas as restrições legais; (5) procedimentos relacionados ao tratamento aplicável às situações de vencimento antecipado das obrigações objeto de ônus e gravames; e (6) regime e forma de disponibilização de informações armazenadas sobre ônus e gravames, inclusive no que tange à prestação de informações e à emissão de certidões.¹⁸⁶

No caso da entidade registradora, caso preste serviço de constituição de ônus e gravames, deve possuir regulamento em que estabeleça-se de forma clara e objetiva os procedimentos relacionados à constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros, inclusive: (1) forma de constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames, inclusive sobre conjuntos ou

exibem normativo? tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=304>. Regulamento Anexo, artigo 3º.

184 *Id.*

185 *Id.*

186 *Id.*, Artigo 104, §1º

universalidade de ativos; (2) responsabilidades, direitos e obrigações dos envolvidos nos atos de constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames, inclusive quanto ao estabelecimento de prazos; (3) procedimentos para notificar o participante que detém o controle da titularidade do ativo financeiro sobre a constituição, alteração ou desconstituição de ônus e gravames, nas situações em que o referido participante não tenha sido responsável por instruir ou confirmar o comando de que trata o art. 163 da Resolução BCB nº 304; e (4) regime e forma de disponibilização de informações armazenadas sobre ônus e gravames, inclusive no que tange à prestação de informações e à emissão de certidões¹⁸⁷.

A Resolução do Banco Central ainda determina (artigos 162 e 167) que a constituição alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros depositados somente pode ser realizada pelo depositário central ou pela registradora, adotando-se procedimentos voltados a: (1) assegurar a unicidade do ativo financeiro e a continuidade das informações de ônus e gravames constituídos sobre esses ativos financeiros; (2) gerar as informações necessárias para o exercício do direito de sequela pelos beneficiários dos ônus e gravames, inclusive outras IOSMF; e (3) controlar o acesso às informações de ônus e gravames constituídos no âmbito da IOSMF, observado o disposto na legislação aplicável, permitindo a emissão de certidão em favor dos eventuais interessados.

As instituições financeiras que são clientes das infraestruturas de mercado fazem parte do convênio SISBAJUD para o envio eletrônico por juízes de ordens de bloqueio e requisições de informações básicas de cadastro e saldo, além de pedidos de informações dos devedores como: (1) cópia dos contratos de abertura de conta corrente e de conta de investimento; (2) fatura do cartão de crédito; (3) contratos de câmbio; (4) cópias de cheques; além de (5) extratos do PIS e do FGTS¹⁸⁸. Por meio do SISBAJUD podem ser bloqueados tanto valores em conta

187 *Id.*, Artigo 105, §1º.

188 CONSELHO NACIONAL DE JUSTIÇA. Sisbajud. Disponível em: <<https://www.cnj.jus.br/sistemas/sisbajud/>>. Acesso em 13 abr. 2023.

corrente, como valores mobiliários (e.g., ações) e títulos de renda fixa¹⁸⁹. A B3, por exemplo, apesar de não ser instituição participante do SISBAJUD¹⁹⁰, possui solução de integração entre o sistema dos intermediários regulados pelo Banco Central e participantes da plataforma da central depositária e da registradora da B3¹⁹¹. No Brasil, ainda não é possível pedir a penhora de criptoativos por meio do SISBAJUD, mas a tendência é que tal procedimento seja viabilizado com a edição da regulamentação do tema^{192 193}.

A Resolução BCB nº 304 também passará a permitir que as infraestruturas de mercado registradas no Banco Central contratem serviços relevantes de processamento, armazenamento de dados e de computação em nuvem prestados no exterior, desde que observados alguns requisitos, que incluem, mas não se limitam aos seguintes: (1) a existência de convênio para troca de informações entre o Banco Central do Brasil e as autoridades supervisoras dos países onde os serviços poderão ser prestados; e (2) a instituição contratante deve prever alternativas para a continuidade dos negócios, no caso de impossibilidade de manutenção ou extinção do contrato de prestação de serviços^{194 195}.

189 *Id.*

190 Comunicado Externo – B3. 02 de junho de 2022. 006/2022-VPE. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/05/C7/52/44/D7521810C493CD08AC094EA8/CE%20006-2022-VPE%20Of%C3%ADcio%20CNJ-30.05.2022.pdf>>. Acesso em 10 abr. 2023.

191 B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Integra Bloqueios Judiciais. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/outros-servicos/integra-bloqueios-judiciais>. Acesso em 01 maio 2023.

192 FILHO, Alexandre Pacheco Lopes. A penhora de criptomoedas em processos de execução. **Migalhas**, 13 dez. 2021. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/356443/a-penhora-de-criptomoedas-em-processos-de-execucao>>. Acesso em 10 abr. 2023.

193 *Id.*

194 Regulamento anexo à Resolução BCB nº 304. Artigo 71.

195 A norma do Banco Central permite, ainda, a terceirização de serviços relevantes, o que não exime a instituição responsável pela infraestrutura de mercado da responsabilidade pelo cumprimento das regras da Resolução BCB nº 304, em especial os associados ao risco operacional. Regulamento anexo à Resolução BCB nº 304. Artigo 69.

A regulação do Banco Central do Brasil é complementada ainda pela Resolução CVM nº 31, a qual dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. O depósito centralizado de valores mobiliários compreende: (1) a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central; (2) o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores; (3) a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e (4) o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito.

Também é importante destacar que o depósito centralizado é condição para: (1) a distribuição pública de valores mobiliários; e (2) a negociação de valores mobiliários em bolsas ou mercados de balcão organizados, salvo em algumas exceções.¹⁹⁶ São considerados participantes do depositário central: (1) os custodiantes autorizados pela CVM a prestar serviços de custódia de valores mobiliários, para investidores ou emissores; (2) escrituradores autorizados pela CVM a prestar serviços de escrituração de valores mobiliários; e (3) sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e outros depositários centrais com os quais o depositário central mantenha vínculo contratual. O artigo 36 da Resolução CVM nº 31 determina, ademais, que o registro de gravames e ônus sobre valores mobiliários depositados, em decorrência de constrição judicial, constituição de garantias ou processo de liquidação em câmaras ou prestadores de serviços de compensação e liquidação¹⁹⁷, conforme artigo 26 da Lei nº 12.810/13, deve ser efetuado nos termos da

¹⁹⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021. Artigo 4, *caput* e parágrafo primeiro. As exceções incluem cotas de fundos de investimento abertos, cotas de fundos de investimento fechados não admitidos à negociação em mercado secundário e valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, de acordo com regulamentação específica (*regulation crowdfunding*).

¹⁹⁷ *Id.*, artigo 36.

legislação aplicável, por meio de registro nas correspondentes contas de depósito¹⁹⁸.

Em suma, existe um movimento da regulação do mercado de capitais brasileiro em exigir o registro de ativos financeiros e direitos creditórios em entidades registradoras ou o depósito central¹⁹⁹. Alguns argumentam até mesmo que a constituição de qualquer garantia sobre ativos financeiros deve ser feita em registradora ou depositária central²⁰⁰. Nessa direção, a partir da entrada em vigor da Resolução CVM nº 175, a CVM passará a exigir que todos os créditos passíveis de registro na carteira de FIDCs sejam registrados em entidade competente^{201 202}.

O desafio é como compatibilizar, de um lado, a exigência do registro de ativos financeiros, direitos creditórios e respectivas garantias em entidades registradoras e depositário centrais no mercado de capitais e, de outro lado, o movimento de integração do mercado de capitais com a criptoeconomia, que por natureza objetiva alcançar a descentralização²⁰³. A tecnologia dos registros

198 BRASIL. Lei 12.810, de 15 de maio de 2013. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12810.htm>. Acesso em 01 maio 2023.

199 ARAGÃO, Paulo Cezar; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Registro de gravames e ônus sobre ativos financeiros. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columnas/regulacao-financeira/registro-de-gravames-e-onus-sobre-ativos-financeiros-16062022>>. Acesso em 20 abr. 2023.

200 *Id.*

201 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM 175, de 23 de dezembro de 2022. Anexo II, artigo 37.

202 Em eventos públicos de discussão sobre a nova Resolução CVM nº 175, autoridades do regulador têm esclarecido que créditos “passíveis de registro” são todos aqueles que as entidades registradoras puderem registrar. YOUTUBE. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=RJxSbHOb1CM>>. Acesso em 16 abr. 2023.

203 O modelo de depósito centralizado é tradicionalmente entendido pelos reguladores como uma salvaguarda para a dupla negociação dos ativos. É por isso que, mesmo no caso de admissão da DLT como infraestrutura de mercado, os reguladores terão uma tendência de manter um participante intermediário responsável pela custódia das chaves privadas dos criptoativos e controles de titularidade. Está claro que *exchanges* centralizadas, tokenizadoras ou similares podem ser responsáveis por estes papéis – que hoje estão sob responsabilidade das registradoras e as depositárias centrais –, mas o panorama fica mais duvidoso em relação às *exchanges* descentralizadas e os validadores das transações na DLT.

distribuídos muitas vezes por *design* não permite a constituição de ônus ou gravames, menos ainda o cumprimento de ordens judiciais²⁰⁴. Ademais, no modelo de infraestrutura de mercado descentralizado das DLTs podem não existir focos de responsabilidade para a execução de tais tarefas a pedido de um participante de mercado ou de um juiz.

4. CAMINHOS REGULATÓRIOS POSSÍVEIS

Dado o cenário apresentado acima, são alguns os caminhos regulatórios que podem ser adotados pelas autoridades. Joel Seligman em artigo recente propôs três possibilidades: (1) a proibição dos criptoativos; (2) regulação do mercado; e (3) competição com os criptoativos²⁰⁵. O professor Seligman conclui que quando os criptoativos representarem gastos excessivos de energia e não oferecem às autoridades norte-americanas acesso aos registros para fins de investigação criminal, deve-se decidir pela proibição de tais produtos²⁰⁶. Além disso, entende que os Estados Unidos deveriam criar uma agência reguladora única e especializada para regular os produtos da criptoeconomia, tendo um mandato para registrar tais produtos e plataformas de negociação, tendo poderes para fazer valer regras antifraude, bem como realizar inspeções e auditorias²⁰⁷. Seligman defende ainda que a discussão sobre um CBDC estadunidense estaria em um estágio incipiente e muito ainda teria de ser discutido para evoluir nesse tocante²⁰⁸.

204 “Some architectures (e.g., Bitcoin) are incapable of conforming to the decisions of external agents (such as courts) without the cooperation of the participants who have control over the specific subset of assets at issue – a concept referred to as ‘sovereignty’. [...].” RAUCHS, Michel, et al. *Distributed ledger technology systems: A conceptual framework*, p. 37, 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3230013>. Acesso em 02 maio 2023.

205 SELIGMAN, Joel. *The Rise and Fall of Cryptocurrency: the Three Paths Forward*. *New York University Journal of Law & Business*, vol. 19, ed. 1, 2022.

206 *Id.*, p. 135.

207 *Id.*

208 *Id.*

Trazendo esta discussão para o contexto brasileiro, o objetivo deste capítulo é iniciar a reflexão sobre a realidade do mercado de capitais brasileiro e da criptoeconomia local – assim entendida de modo amplo, abarcando projetos que envolvem DLT no mercado privado e o Real Digital –, guiado pela literatura aplicável, para que no capítulo seguinte se apresentem estratégias regulatórias com boas chances de bem-sucedidas.

4.1 REALIDADE DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO EM NÚMEROS

O mercado de capitais brasileiro possui uma série de falhas não resolvidas ao longo de quase cinquenta anos, desde a criação da CVM. A participação percentual do mercado de capitais no financiamento da atividade econômica de forma geral ainda é baixa²⁰⁹ ²¹⁰, o nível de poupança da população brasileira não é satisfatório²¹¹, os acionistas de companhias abertas em geral não participam das assembleias e pouco exercem os seus direitos políticos, apenas para nomear alguns exemplos.

209 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno de Indicadores Institucionais Metas 2023, p. 38, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/indicadores-de-desempenho-institucional/caderno-de-indicadores-institucionais-de-desempenho_2022.pdf>. Acesso em 02 maio 2023. Ver também: SIFMA. 2022 Capital Markets Fact Book, 2022. Disponível em: <<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2022/07/CM-Fact-Book-2022-SIFMA.pdf>>. Acesso em 02 maio 2023.

210 A participação de instituições não bancárias e do mercado de capitais no total das operações de crédito ainda é reduzida, atingindo somente um total de 1,4% dessas operações no país em 2021. Vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária – 2021, 06 out. 2022. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiaibancaria>>. Acesso em 02 maio 2023.

211 De acordo com dados do Banco Mundial, a taxa de poupança bruta do Brasil em 2021 era de 17%. Isso é menor do que a taxa de poupança bruta de grande parte das economias emergentes, por exemplo: América Latina, Caribe e Região (20%), Argentina (22%), Índia (30%), Indonésia (33%), Nigéria (34%), Coreia do Sul (37%), China (45%). THE WORLD BANK. Gross savings (% of GDP). Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS>>. Acesso em 03 maio 2023.

A propósito da participação do mercado de capitais no financiamento da atividade econômica no país em termos percentuais, o Brasil não fica atrás apenas dos Estados Unidos – onde há a maior proporção participativa do mercado de capitais no mundo – mas também da Europa (61,7%), Reino Unido (70,6%), Japão (58%) e até mesmo da China (36,6%)²¹². Não obstante, é interessante observar que nem a CVM, nem a administração pública federal, parecem ter o objetivo imediato de aumentar esse percentual. No item 18 do Relatório dos Indicadores Institucionais de Desempenho com metas para o ano de 2023, a CVM não estipula uma meta de aumento da participação do mercado primário de capitais como fonte de financiamento²¹³.

É claro que o cenário não é inteiramente devastador porque existem características a serem celebradas no mercado brasileiro. A indústria de fundos de investimento, por exemplo, possui um patrimônio gerido de cerca de R\$ 7,5 trilhões²¹⁴. Ademais, em 2022 havia 700 empresas listadas na única bolsa de valores do país²¹⁵. A capitalização total alcançou cerca de R\$ 4,2 trilhões no mesmo ano²¹⁶. Foram realizadas 2.041 ofertas públicas de valores mobiliários no rito de dispensa de registro na CVM (atualmente registro “automático”)

212 SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. 2022 Capital Markets Fact Book, p. 6, 2022. Disponível em: <<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2022/07/CM-Fact-Book-2022-SIFMA.pdf>>. Acesso em 05 maio 2023.

213 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno de Indicadores Institucionais de Desempenho – Metas 2023, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvma/acoes-e-programas/indicadores-de-desempenho-institucional/Caderno_de_Indicadores_Institucionais_de_Desempenho_2023_V32_1_.pdf>. Acesso em 05 maio 2023.

214 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-registraram-a-pior-captacao-liquida-em-um-1-trimestre-dos-ultimos-5-anos.htm>. Acesso em 04 maio 2023.

215 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim Econômico – Ano 10, vol. 96, p. 9, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-contenidos/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_96.pdf>. Acesso em 05 maio 2023.

216 *Id.*

em 2022, totalizando um valor total arrecadado por emissores no montante de R\$ 466,2 bilhões²¹⁷.

A quantidade de regulados também tem se expandido fortemente nos últimos anos. Em 2017 eram 6.652 assessores de investimento registrados, ao passo que são 23.294 assessores de investimento em 2022²¹⁸. O número de fundos de investimento registrados passou de 16.182 em 2017 para 28.894 em 2022²¹⁹. Não existiam plataformas eletrônicas de *crowdfunding* em 2017 e, em 2022, passaram a totalizar 57 plataformas registradas na CVM.²²⁰ Movimento similar ocorreu com os consultores de valores mobiliários, que passaram de 673 para 1.329 registrados no período e com os analistas de valores mobiliários, que foram de 606 registrados em 2017 para 1.412 registrados em 2022.²²¹

No entanto, mesmo os dados aparentemente positivos podem ser facas de dois gumes quando mais a fundo escrutinados. A relação capitalização de mercado *vs.* PIB já foi de cerca de 90% em 2008 e 56% em 2019²²², ao passo que mais recentemente atingiu aproximadamente 40%, considerando um PIB de R\$ 9,9 trilhões de reais em 2022²²³. Além disso, o aumento de participantes regulados não necessariamente é um bom sinal. Pode representar, na realidade, um aumento de custos de transação com intermediários sem um correspondente aumento na capacidade de financiamento das empresas via mercado de capitais.

Para ser justo, há uma tendência de crescimento real do mercado primário de capitais. Em 2017, havia sido registrada uma captação total

²¹⁷ *Id.*, p. 12.

²¹⁸ *Id.*, p. 6.

²¹⁹ *Id.*

²²⁰ *Id.*

²²¹ *Id.*

²²² BERTÃO, Naiara. Valor de mercado de empresas na bolsa ultrapassa R\$ 4 trilhões pela 1^a vez. **Valor Econômico**, 19 jul. 2019. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2019/07/19/valor-de-mercado-de-empresas-na-bolsa-ultrapassa-r-4-trilhoes-pela-1a-vez.ghml>>. Acesso em 05 maio 2023.

²²³ CAMPOS, Ana Cristina. PIB cresce 2,9% em 2022 e fecha o ano em R\$ 9,9 trilhões. **Agência Brasil**, 02 mar. 2023. Disponível em: <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-03/pib-cresce-29-em-2022-e-fecha-o-ano-em-r-99-trilhoes>>. Acesso em 05 maio 2023.

de R\$ 227,2 bilhões. Em 2022, a captação total via mercado alcançou R\$ 574,1 bilhões, um aumento de cerca de 152,7%²²⁴. Essa expansão do mercado primário está mais ou menos em consonância com o crescimento dos participantes regulados aludido anteriormente, com a exceção dos agentes autônomos de investimento que mais do que triplicaram em número²²⁵.

4.2 A CRIPTOECONOMIA LOCAL COMO PARTE DO MERCADO DE CAPITAIS

A criptoeconomia brasileira é bastante aquecida, com agentes que vão muito além das tradicionais *exchanges* centralizadas e diversificaram no decorrer dos últimos anos os seus negócios para projetos mais variados de tokenização e infraestruturas de mercado. Esses projetos inovadores e suas tecnologias subjacentes possuem um potencial transformador do funcionamento do mercado de capitais como o conhecemos hoje.

A CVM procurou adotar uma série de medidas para incentivar esta onda inovadora. Sem prejuízo, o momento de avaliar o que já foi feito até aqui e optar por novas estratégias regulatórias se aproxima. Nas próximas páginas serão discutidas quais foram efetivamente as ações da CVM nos últimos anos no tocante à regulação da zona de contato entre a criptoeconomia e o mercado de capitais.

²²⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim Econômico – Ano 10, vol. 96, p. 6, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_96.pdf>. Acesso em 05 maio 2023.

²²⁵ *Id.*, p. 6.

4.2.1 SANDBOX REGULATÓRIO

O programa de *sandbox* regulatório da CVM tem como objetivo fomentar a inovação em atividades reguladas²²⁶. Constitui um ambiente experimental em que os participantes admitidos recebem autorizações temporárias e condicionadas para desenvolver determinadas atividades no mercado de capitais²²⁷. Os projetos que foram selecionados são monitorados e orientados pela CVM²²⁸. O programa foi regulamentado em 15 de maio de 2020, por meio da edição da Instrução CVM nº 626/20 e atualmente é governado pela Resolução CVM nº 29/21^{229 230}.

Para participar do programa da *sandbox* regulatório, candidatos devem enviar um plano de negócios inovador que cumpra os critérios de elegibilidade. Foram mais de trinta e três projetos apresentados à CVM²³¹. Apenas três foram aprovados e funcionam atualmente²³². Eles são os projetos da Vórtx QR Tokenizadora, BEE4 S.A. e SMU Investimentos²³³.

226 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Sandbox Regulatório. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/sandbox_regulatorio.html#Pergunta1>. Acesso em 05 maio 2023.

227 *Id.*

228 *Id.*

229 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst626.html>>. Acesso em 06 maio 2023.

230 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 29, de 11 de maio de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol029.html>>. Acesso em 06 maio 2023.

231 RUBINSTEINN, Gabriel. CVM divulga aprovados para sandbox com dois projetos em blockchain. **Exame**, 30 set. 2021. Disponível em: <<https://exame.com/future-of-money/cvm-divulga-aprovados-para-sandbox-com-dois-projetos-em-blockchain/>>. Acesso em 06 maio 2023.

232 *Id.*

233 Para informações sobre a Vórtx QR Tokenizadora, ver: <https://tokenizadora.com.br/>. Para informações sobre a BEE4, ver: <https://bee4.com.br/regulacao-e-supervisao/>. Para informações sobre a SMU, ver: <https://smu.com.vc/sobre>. Acesso em 06 maio 2023.

Por meio da Deliberação CVM nº 875/21, a Vortx QR obteve autorização para realizar a atividade de administração de mercado de balcão. Foram concedidas algumas dispensas relatorias à Vortx, dentre as quais se pode destacar: (1) efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas no ambiente de negociação que administre, diretamente ou contratando entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil; (2) a regra que estabelece que as operações em mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar no mercado; e (3) obrigação de manter estrutura de duplicação e guarda das informações contidas nos sistemas informatizados.²³⁴

A Vortx QR Tokenizadora possui papel na emissão do ativo, no mercado primário, administração de um mercado organizado e registro dos ativos na *blockchain*. A atuação da companhia é restrita a debêntures, fundos fechados, CRAs, CRIs, certificados de depósito e certificados de valores mobiliários²³⁵. A Vortx QR Tokenizadora utiliza a *blockchain* da Hathor Network para registro dos ativos e trocas de titularidade ocorridas no ambiente de negociação que administra²³⁶.

A seu turno, a BEE4 recebeu autorização em 30 de setembro de 2021 para constituição e administração de um mercado de balcão organizado, com dispensa de observância de diversas regras, dentre as quais destacamos: (1) efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas no ambiente de negociação que administre, diretamente ou contratando entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil; (2) a regra que estabelece que as operações em mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar no mercado; e (3)

²³⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 875, de 30 de setembro de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli875.html>>. Acesso em 06 maio 2023.

²³⁵ Vortx QR Tokenizadora. Disponível em: <<https://tokenizadora.com.br/>>. Acesso em 04 maio 2023.

²³⁶ LONGO, Laelya. Tokenização chega ao mercado de capitais com emissão de debênture e FIDC. **Valor Investe**, 01 jun. 2022. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/cripto/noticia/2022/06/01/tokenizacao-chega-ao-mercado-de-capitais-com-emissao-de-debenture-e-fidc.ghtml>>. Acesso em 06 maio 2023.

obrigação de manter estrutura de duplicação e guarda das informações contidas nos sistemas informatizados²³⁷.

Na deliberação que aprovou o projeto da BEE4, a CVM também dispensou a regra geral de que somente podem compor a carteira de fundos de investimento líquidos registrados na CVM aqueles registrados em sistema de registro, objeto de custódia, ou objeto de depósito central, em todos os casos junto a instituições devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM para desempenhar referidas atividades, nas suas respectivas áreas de competência²³⁸. Ou seja, os *tokens* emitidos no âmbito do projeto e representados na blockchain podem ser objeto de investimento por fundos registrados na CVM²³⁹. De acordo com informações publicamente disponíveis no website da BEE4, a *blockchain* permissionada Quórum – um protocolo do Ethereum – é utilizada tanto na tokenização das ações quanto no registro das negociações e controle das titularidades dos ativos²⁴⁰.

O projeto da BEE4 foi dividido em duas fases. Na fase 1 foi listado um emissor no mercado de balcão organizado administrado pela BEE4, e admissão à negociação de certificado de valores mobiliários lastreado em valores mobiliários previamente emitidos por tal emissor e distribuídos publicamente no rito especial das plataformas de *crowdfunding*, com dispensa do registro do emissor e da oferta na CVM. A fase 2 inclui a listagem de dez emissores e admissão à negociação de até dez certificados de valores mobiliários lastreados em: (1) valores mobiliários previamente emitidos e distribuídos publicamente por meio de plataforma de *equity crowdfunding* da Beegin.Invest, nos termos das normas da CVM; ou (2) valores mobiliários a serem emitidos por meio da plataforma de *equity crowdfunding* da Beegin.

²³⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 874, de 30 de setembro de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli874.html>>. Acesso em 06 maio 2023.

²³⁸ Conforme Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, artigo 95, §1. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em 05 maio 2023.

²³⁹ Vide Deliberação CVM nº 874, item II.A.

²⁴⁰ BEE4. Disponível em: <<https://bee4.com.br/tecnologia/>>. Acesso em 06 maio 2023.

Invest, com dispensas de limite de faturamento e de target máximo de captação concedidas no âmbito do *sandbox* regulatório²⁴¹. O valor máximo de captação das ofertas efetuadas por meio da Beegin.Invest devem ter o valor alvo máximo de captação de R\$ 100 milhões²⁴². Os emissores têm limite máximo de receita bruta anual, individual ou consolidada, de até R\$ 300 milhões²⁴³. O projeto aprovado pela CVM estabelece ainda que as pessoas autorizadas a operar no mercado organizado administrado pela BEE4 devem se limitar inicialmente a dois brokers, podendo ser estendido este número apenas mediante aprovação prévia do comitê de *sandbox* da CVM²⁴⁴.

No que se refere ao projeto da SMU, a CVM autorizou a empresa excepcionalmente a administrar mercado organizado, desconsiderando a obrigação de não administrar mercados organizados para plataformas de *crowdfunding*²⁴⁵. Na prática, a CVM permitiu que se testasse um ambiente de mercado secundário para empresas de pequeno porte ofertados via plataforma de *crowdfunding*.

Essa permissão para a administração de mercados organizados *sui generis* parece ser a direção que a CVM irá caminhar para endereçar o problema da pouca concorrência das administradoras de mercado no futuro. No entanto, atualmente a CVM apenas permite que as plataformas de *crowdfunding* atuem como facilitadoras, “provendo o encontro entre compradores e vendedores interessados em transacionar os valores mobiliários que foram objeto de oferta pública”, mas não autoriza ainda a criação de mercados organizados secundários²⁴⁶.

241 Deliberação CVM nº 874.

242 *Id.*

243 *Id.*

244 *Id.*

245 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 877, de 27 de dezembro de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli877.html>>. Acesso em 06 maio 2023.

246 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html>>. Acesso em 06 maio 2023.

A regulação de *crowdfunding* da CVM já permite hoje que o emissor sociedade de pequeno porte contrate escriturador ou serviços de controle de titularidade e de participação societária junto à plataforma eletrônica de *crowdfunding*²⁴⁷. Este último serviço compreende (1) o registro atualizado das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, devendo as inserções de tais informações serem realizadas em contas de valores mobiliários individualizadas, abertas em nome de cada titular de valor mobiliário; e (2) controle da participação societária, presente e futura, na sociedade empresária de pequeno porte, incluindo valores mobiliários que ensejam efetiva participação no capital social e instrumentos conversíveis em participação futura²⁴⁸.

No estágio futuro em que a CVM passará a permitir a organização de mercados secundários *sui generis* pelo menos para prover liquidez a ativos ofertados em plataformas de *crowdfunding*, haverá de se questionar sobre dispensas específicas para estes participantes, que atuarão como tipos específicos de mercados organizados. No programa de *sandbox* regulatório da CVM, a SMU foi dispensada de diversas regras, dentre as quais se destaca aqui: (1) efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas no ambiente de negociação que administre, diretamente ou contratando entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil; (2) a regra que estabelece que as operações em mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar no mercado; e (3) obrigação de manter estrutura de duplicação e guarda das informações contidas nos sistemas informatizados.

4.2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO

Pelo menos desde a edição do Ofício-Circular 11/2018/CVM/SIN, de 19 de setembro de 2018, fundos de investimento registrados na CVM

²⁴⁷ Resolução CVM nº 88. Artigo 3º, V, “b”.

²⁴⁸ Resolução CVM nº 88. Artigo 13, §1º.

possuem autorização expressa da agência reguladora para investir em ativos digitais indiretamente, por meio de fundos *offshore*²⁴⁹.

Além disso, a CVM também permite que ETFs negociados na bolsa brasileira disponíveis a todo público investidor sejam lastreados em criptoativos. Já em outubro de 2021, eram pelo menos cinco ETFs disponíveis na B3, com 159 mil investidores²⁵⁰. O PL global destes ETFs atingia R\$ 1,5 bilhões na mesma data²⁵¹. Em 2023, são pelo menos treze ETFs listados na bolsa brasileira que investem em criptoativos²⁵².

Esses números são bastante expressivos, até mesmo comparativamente, se considerarmos que o valor anual captado em ofertas de *crowdfunding* na CVM foi de apenas R\$ 130 milhões em 2021 e R\$ 210 milhões em 2022, ainda que este mercado tenha crescido em ano após ano desde sua criação em 2017²⁵³. Se compararmos com o valor captado nos projetos do *sandbox* regulatório, também podemos verificar a expressividade do mercado de ETFs lastreados em criptoativos no Brasil. No projeto da Vórtx QR Tokenizadora, até meados de fevereiro de 2023, foram levantados R\$ 74 milhões em debêntures tokenizadas da Salinas Participações, R\$ 8 milhões em um fundo de investimento de crédito privado lançado pela QR Asset, R\$ 60 milhões em debêntures tokenizadas do Pravaler e R\$ 40 milhões

249 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular CVM/SIN 11/18. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1118.html>>. Acesso em 06 maio 2023.

250 LARGHI, Nathália. ETFs de criptomoedas bombam em agosto; mas eles servem para você? **Valor Investe**, 08 out. 2021. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/cripto/noticia/2021/10/08/etfs-de-criptomoedas-bombam-em-agosto-mas-eles-servem-para-voce.ghtml>>. Acesso em 04 maio 2023.

251 *Id.*

252 SOUSA, Renan. ETFs de criptomoedas na bolsa seguem euforia do bitcoin (BTC) e têm alta na casa dos dois dígitos; veja ranking. **Seu Dinheiro**, 01 abr. 2023. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2023/criptomoedas/fundos-etfs-criptomoedas-bitcoin-btc-rents/>>. Acesso em 23 abr. 2023.

253 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim Econômico – Ano 10, vol. 96, p. 12, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_96.pdf>. Acesso em 05 maio 2023.

em debêntures tokenizadas da Indigo²⁵⁴. Ou seja, um total de R\$ 182 milhões levantados em ofertas primárias²⁵⁵.

Como expressão mais atual desse movimento de expansão do mercado de fundos de investimento em direção aos criptoativos, pode-se citar a recente edição da nova regra geral de fundos de investimento no Brasil, a Resolução CVM nº 175/22, a qual entrará em vigor em outubro de 2023. Este novo marco regulatório permite que fundos comprem diretamente criptoativos no exterior, desde que observadas algumas características.

4.2.3 TOKENIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Na criptoeconomia brasileira vinha sendo comum encontrar a disponibilização de *tokens* de recebíveis provenientes de fluxos de pagamento de precatórios, contratos de comercialização de energia elétrica e outros. Esses produtos costumavam ser anunciados como “renda fixa digital” por alguns *players* brasileiros e podiam ser facilmente encontrados com uma rápida pesquisa na internet²⁵⁶.

Até então silente em boa medida sobre a matéria, a CVM começou a se manifestar de forma mais concreta no Parecer de Orientação CVM nº 40, onde afirmou que os agentes de mercado devem analisar as características de cada criptoativo com o objetivo de determinar se

²⁵⁴ DA SILVA, Mariana Maria Felismino. CVM autoriza empresa a tokenizar papéis imobiliários e do agronegócio. **Exame**, 17 fev. 2023. Disponível em: <<https://exame.com/future-of-money/tokenizadora-brasileira-renova-participacao-em-sandbox-da-cvm-e-vai-emitir-tokens-de-cri-e-cra/>>. Acesso em 03 maio 2023.

²⁵⁵ *Id.* Sem considerar ajuste pela inflação no período.

²⁵⁶ Na prática, as operações de tokenização de recebíveis são muito semelhantes a operações de securitização com FIDCs ou certificados de recebíveis – produtos regulados pela CVM – com a vantagem de que, pelo menos até a edição do Ofício-Circular CVM/SSE/04/2023, não vinha incidindo sobre este mercado algumas exigências como a necessidade de depósito centralizado do valor mobiliário ou vedações como a de originar para distribuir, vigentes para o mercado de securitização tradicional. Ver: Artigo 18, I, Resolução CVM 60, Artigo 39, §2 Instrução CVM 356. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol060.html>> e <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>. Acesso em 16 abr. 2023.

é valor mobiliário, o que ocorre quando: (1) é a representação digital de algum dos valores mobiliários previstos taxativamente nos incisos I a VIII do artigo 2 da Lei nº 6.385/76; (2) é a representação digital de algum dos valores mobiliários previstos na Lei nº 14.430/22 (que trata dos certificados de recebíveis); ou (3) enquadra-se no conceito aberto de valor mobiliário do inciso IX do artigo 2 da Lei nº 6.385/76, na medida em que seja contrato de investimento coletivo.

Além disso, no dia 4 de abril de 2023, a CVM publicou o Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE²⁵⁷, direcionado aos prestadores de serviço envolvidos na atividade de tokenização, consultores de crédito, estruturadores e cedentes de direitos creditórios. No referido documento, a CVM alertou que alguns *tokens* de recebíveis ou *tokens* de renda fixa, conforme vinham sendo ofertados no mercado, são valores mobiliários²⁵⁸. Ainda neste ofício-circular, a área técnica responsável da CVM destacou que, mesmo que não se trate de certificado de recebível ou outro título de securitização, a SSE entende que os *tokens*, em determinados casos concretos, podem ser valores mobiliários como resultado de sua caracterização como contrato de investimento coletivo^{259 260}.

257 Ofício-Circular nº 4/2023/CVM/SSE, de 04 de abril de 2023. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sse1/oc-sse-0423.html>>. Acesso em 04 abr. 2023.

258 Alguns entendimentos importantes manifestados pela área técnica da CVM neste ofício-circular são: (1) a utilização da DLT ou qualquer outra tecnologia de emissão não descaracteriza a natureza do título enquanto valor mobiliário; (2) tokens de renda fixa que apresentam características como (2.a) oferta pública por meio de exchanges, tokenizadoras ou outros meios; (2.b) conferem remuneração fixa, variável ou mista ao investidor; (2.c) os pagamentos de juros e amortização ao investidor decorrem do fluxo de caixa de um ou mais direitos creditórios ou títulos de dívida; (2.d) os direitos creditórios ou títulos de dívida representados pelos tokens são cedidos ou emitidos em favor dos investidores finais ou de terceiros que fazem a “custódia” do lastro em nome dos investidores; (2.e) a remuneração é definida por terceiro que pode ser o emissor do token, o cedente, o estruturador ou qualquer agente envolvido na operação; e (3) nesses casos haveria uma operação de securitização, que, quando ofertada publicamente, se equipara ao certificado de recebível ou outro valor mobiliário de securitização por força dos arts. 18, parágrafo único e 19 da Lei nº 14.430/2022.

259 *Id.*

260 Em uma tentativa de não inviabilizar o mercado, a CVM indicou que ofertas de tokens de recebíveis de até R\$ 15 milhões poderiam ser compatibilizadas com o modelo regulatório de certificado de recebíveis ou outros valores mobiliários de

4.2.4 REAL DIGITAL

O Real Digital é uma iniciativa do Banco Central, cujos testes começaram no dia 6 de março de 2023 (Projeto Piloto RD).²⁶¹ O Real Digital (RD) pode se referir a duas coisas distintas: (x) em primeiro lugar, quando falamos em Real Digital podemos estar nos referindo a CBDC de atacado, em que o Banco Central emite a representação digital da moeda brasileira contra os depósitos das instituições financeiras²⁶²; ou (y) podemos estar falando da plataforma RD, isto é, da infraestrutura tecnológica e de mercado por trás do Real Digital e dos Reais Tokenizados (RT).²⁶³ O RD utiliza a *blockchain* Hyperledged Besu como base para o protocolo de negociação, liquidação, registro dos ativos²⁶⁴. Sobre a camada de protocolos de negociação, o Banco Central pode criar protocolos padrões, refletindo a regulamentação básica, mas não deve ser o único provedor de protocolos²⁶⁵.

De acordo com o projeto, os clientes finais terão acesso à infraestrutura por meio de seus relacionamentos com as instituições financeiras e de pagamentos, sem acesso direto à moeda digital do

securitização, conforme previstos na Lei nº 14.430 e de *crowdfunding*, podendo ser emitidos por companhias securitizadoras de capital fechado, sem registro na CVM e conduzidas por meio das plataformas registradas nos termos da Resolução CVM nº 88/22. Vide: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sse1/oc-sse-0423.html>. Acesso em 16 abr. 2023. Ver também: <<https://www.moneytimes.com.br/decisao-da-cvm-encarece-e-engessa-processo-de-tokenizacao-diz-presidente-da-abcripto>>. Acesso em 16 abr. 2023.

261 YOUTUBE. Banco Central do Brasil – Coletiva – Real Digital. 06 mar. 2023. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=LCycE9mfH2U>>. Acesso em 15 abr. 2023.

262 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Real Digital - Contextualização. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/real_digital>. Acesso em 05 maio 2023.

263 YOUTUBE. Banco Central do Brasil – Coletiva – Real Digital. 06 mar. 2023. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=LCycE9mfH2U>>. Acesso em 15 abr. 2023.

264 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Voto 31/2023-BCB, de 14 de fevereiro de 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/real_digital_docs/voto_bcb_31_2023.pdf>. Acesso em 06 maio de 2023.

265 *Id.*

Banco Central (RD) ou a ferramentas de programação disponíveis na plataforma.²⁶⁶

Ademais, as instituições financeiras que possuem RD ficarão autorizadas a emitir *stablecoins* reguladas representativas dos depósitos em RD que mantêm junto ao Banco Central (RT). Como resumiu Fabio Araújo, coordenador do projeto do Real Digital do Banco Central: os bancos trocam o Real Digital, e as pessoas e companhias trocam Real Tokenizado²⁶⁷. Os ativos compreendidos dentro do Projeto Piloto RD são apenas os seguintes: (1) moeda do Banco Central; (2) depósitos bancários à vista; (3) moeda eletrônica, na forma da Lei 12.865/13; e (4) títulos da dívida pública federal²⁶⁸.

Apesar de não mencionar expressamente valores mobiliários como ativos utilizados no ambiente do Projeto Piloto RD, nada impede que futuramente o RD funcione como uma infraestrutura de mercado mais eficiente para o mercado de capitais no Brasil. Nesse sentido, o Voto 31/2023 do Banco Central do Brasil, de 14 de fevereiro de 2023 – que formalizou a atualização das diretrizes do RD e do desenvolvimento do Projeto Piloto RD – menciona que a infraestrutura deverá prever a possibilidade de agregação de ativos de outras naturezas, com preferência a ativos financeiros e valores mobiliários²⁶⁹. Assim os potenciais benefícios da tokenização como programabilidade, liquidação atômica, fontes únicas de verdade e criação de um ambiente multiativos, podem ser estendidos para a infraestrutura do mercado de capitais no Brasil²⁷⁰.

Portanto, o projeto do RD no Brasil se distancia de vários projetos de CDBCs ao redor do mundo. O seu foco não está em funcionar como

266 *Id.* Item 33.

267 MALAR, João Pedro. ‘Pix dos serviços financeiros’: BC revela detalhes em lançamento do Real Digital. **Exame**, 06 mar. 2023. Disponível em: <<https://exame.com/future-of-money/pix-servicos-financeiros-bc-detalhes-real-digital/>>. Acesso em 07 maio 2023.

268 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Voto 31/2023-BCB, de 14 de fevereiro de 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/real_digital_docs/voto_bcb_31_2023.pdf>. Acesso em 06 maio de 2023.

269 *Id.* Item 38.

270 *Id.* Item 6.

um sistema de pagamento capaz de agilizar as transações realizadas entre os cidadãos, pois o Brasil já possui o caso bem-sucedido do Pix. Com a implementação do Pix, houve um aumento significativo do acesso da população brasileira a serviços financeiros²⁷¹. Para que se tenha uma ideia, a ferramenta de pagamento recentemente foi utilizada, em um único dia, para completar mais de 122 milhões de transações, totalizando quase R\$ 63 bilhões em valor financeiro²⁷².

Por isso, o objetivo principal do RD parece ser criar uma nova e mais eficiente infraestrutura de mercado financeiro. O Real Digital, a um só tempo, tem vocação para concentrar atividades típicas de todos os tipos de infraestrutura de mercado financeiro, que por vezes atuam de forma segregada, em um regime de inovação cooperativo entre uma agência reguladora e a iniciativa privada. A dúvida é entender como as autoridades e os participantes de mercado poderiam se aproveitar deste movimento para melhorar os problemas estruturais do mercado de capitais no Brasil.

É certo, no entanto, que a despeito da retórica dos representantes do Banco Central, o sistema não será muito descentralizado. Haverá focos de responsabilidade nas instituições financeiras e nos indivíduos que são parte de suas respectivas administrações²⁷³. A ideia é que a utilização da tecnologia não altere as competências regulatórias das instituições financeiras participantes do sistema²⁷⁴. Como expressão disso, o controle das *wallets* deve ficar com as instituições financeiras,

271 BARBOSA, Marina. Pix permitiu inclusão de 50,6 milhões de pessoas, diz BC. **Poder 360**, 25 mar. 2022. Disponível em: <<https://www.poder360.com.br/economia/pix-permitiu-inclusao-de-506-milhoes-de-pessoas-diz-bc/>>. Acesso em 03 maio 2023.

272 GARCIA, Larissa. Pix bate novo recorde de operações em um só dia, com 122,4 milhões. **Valor**, 10 abr. 2023. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/04/10/pix-bate-novo-recorde-de-operacoes-em-um-so-dia-com-1224-milhoes.ghtml>>. Acesso em 06 maio 2023.

273 Senão vejamos, Fábio Araújo, coordenador do projeto piloto RD, comentou que o Banco Central visa promover descentralização, mas o limite será a “possibilidade de responsabilização do indivíduo”. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=jlTpQEdR7uc>>. Minuto 4:10:20 em diante. Acesso em 10 abr. 2023.

274 YOUTUBE. Banco Central do Brasil. Workshop Piloto do Real Digital, 10 abr. 2023. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=jlTpQEdR7uc>>. Acesso em 18 abr. 2023. Ver a fala de Ricardo Antonio Lucca, a partir de 4:08:40.

que seguirão responsáveis, dentre outras atividades, pela realização de comandos de bloqueios nas contas dos clientes para cumprimento de ordens judiciais que cheguem via Sisbajud, por exemplo²⁷⁵. As autoridades do Banco Central têm chamado a atenção para o fato de que o Real Digital não deve permitir *bridges* com DLTs públicas mesmo no futuro e deve manter a possibilidade de responsabilização de seus participantes²⁷⁶.

A CVM está atenta ao movimento, tendo inclusive questionado sobre a possibilidade de usar o Real Digital como infraestrutura para liquidação dos pagamentos nos projetos de seu *sandbox* regulatório, o que foi rejeitado pelo Banco Central apenas porque o projeto do RD ainda se encontra em fase embrionária e enviado representante para o workshop do Piloto do RD.²⁷⁷ O Banco Central tem se mostrado aberto à possibilidade futura da utilização da infraestrutura do Real Digital para emissão, negociação, liquidação e custódia de ativos digitais que são de competência da CVM (*i.e.*, valores mobiliários)²⁷⁸. Nada obstante, é importante questionar o nível de prioridade que as autoridades do Ministério da Fazenda e da CVM estão dando ao projeto do Real Digital. Ele seria condizente com o potencial revolucionário do projeto como futuro do mercado de capitais brasileiro?

4.3 QUE TIPO DE CRIPTOECONOMIA É ÚTIL A ECONOMIAS EMERGENTES?

Além dos objetivos previstos em lei para a CVM, o aporte teórico de acadêmicos ligados à economia dos países emergentes pode nos ensinar valiosas lições sobre finalidades do mercado de capitais nas economias emergentes. Como se verá a seguir, esta literatura corrobora a visão de que o mercado de capitais é um meio, e não um

²⁷⁵ *Id.*

²⁷⁶ *Id.*

²⁷⁷ *Id.*

²⁷⁸ *Id.*

fim em si próprio. Isso significa dizer que o mercado de capitais deve servir a propósitos maiores, ligados ao desenvolvimento da poupança popular, do lado dos investidores, e do fomento à economia real, do lado dos tomadores de recursos.

Parte da literatura nota uma associação forte entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico de economias emergentes²⁷⁹. Nessa direção, Guru & Yadav notam que o desenvolvimento simultâneo de atividades bancárias e do mercado acionário são importantes para o desenvolvimento econômico²⁸⁰. Segundo os autores não haveria, portanto, um *trade-off* entre o desenvolvimento bancário e do mercado acionário²⁸¹.

Em contrapartida, outros autores argumentam que o mercado de capitais em economias emergentes poderia causar mais danos do que efeitos positivos²⁸². Para esta outra parcela da literatura, uma economia que se baseia mais no mercado de capitais do que no financiamento bancário pode sofrer mais com especulação, falta de comprometimento de longo prazo com as companhias, pensamento de curto prazo²⁸³. Assim, segundo Singh, por exemplo, os países emergentes deveriam favorecer sistemas financeiros mais baseados em bancos do que no mercado acionário²⁸⁴. No entanto, algumas experiências com sistemas de economias emergentes mais baseadas em financiamento bancário, admite o próprio Singh, sofreram com alguns problemas como: (1) capitalismo de compadrio, ou seja, financiamento de indivíduos ou

279 GURU, Biplab Kumar; YADAV, Inder Sekhar. Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, vol. 24, nº 47, p. 124, 2019. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JEFAS_12_2017_0125/full/pdf?title=financial-development-and-economic-growth-panel-evidence-from-brics>. Acesso em 19 abr. 2023.

280 *Id.*, p. 124.

281 *Id.*, p. 124.

282 SINGH, Ajit. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets? *UNCTAD Review*, p. 63, 1991. Disponível em: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/54927/1/MPRA_paper_54927.pdf>. Acesso em 06 maio 2023.

283 *Id.*, p. 63.

284 *Id.*, p. 64.

famílias em particular com conexões políticas, em vez de promover desenvolvimento industrial de longo termo; (2) as conexões da indústria com os sistemas financeiros baseados no banco podem levar a posições monopolísticas em mercados e impedir a entrada de novos participantes, portanto barrando o desenvolvimento industrial eficiente; e (3) regulação imprudente ou inadequada dos bancos que coloca em risco a integridade do sistema financeiro como um todo²⁸⁵.

No contexto de um mercado bancário concentrado, bem como um mercado de capitais ainda tímido, é que a criptoeconomia pode ser útil ao Brasil desde que: (1) sirva para financiar atividades da economia real a taxas mais atrativas ao tomador; (2) não comprometa a higidez do mercado de capitais local, inclusive perante investidores estrangeiros que desejem alocar recursos no nosso país. Nesse sentido é que os reguladores poderiam criar incentivos e arranjos institucionais adequados para o direcionamento da criptoeconomia local para o financiamento de atividades econômicas das quais o país mais carece, como infraestrutura e saneamento, por exemplo²⁸⁶.

5. ESTRATÉGIAS REGULATÓRIAS PARA O USO DA TECNOLOGIA DE REGISTROS DISTRIBUÍDOS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Reguladores podem empregar uma série de estratégias para direcionar mercados de interesse sistêmico para um determinado caminho²⁸⁷. Baldwin, Cave e Lodge falam das seguintes estratégias regulatórias: (1) comando e controle; (2) atribuição de riquezas; (3)

285 *Id.*, p. 65.

286 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Mercado de Capitais: Caminho para o Desenvolvimento, 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/96/25/43/1A/5845661086B1AE5678A80AC2/Relatorio%20Agenda%20Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital_1_.pdf>. Acesso em 06 maio 2023.

287 BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding Regulation.** 2^a ed. New York: Oxford University Press Inc., 2012, p. 106.

direcionamento dos mercados; (4) informação; (5) atuar diretamente; e (6) conferir direitos protegidos²⁸⁸.

O projeto do Real Digital que vimos acima, por exemplo, seria uma forma do governo atuar diretamente em determinado mercado. O Banco Central organiza, fomenta e participa da criação de uma infraestrutura de mercado que viria a concorrer com DLTs que atualmente já funcionam como infraestruturas de mercado financeiro e de capitais na prática, seja no Brasil ou em outras jurisdições. Além disso, a nova infraestrutura do Banco Central poderia também concorrer ou substituir infraestruturas atualmente existentes dos mercados financeiro e de capitais tradicional, como a SELIC e a câmara de compensação e liquidação da B3²⁸⁹, ambos parte do Sistema de Pagamentos Brasileiro, instituído por meio da Lei nº 10.214/01.

Podemos chegar em conclusões parecidas sobre o Real Digital ao usarmos *frameworks* de outros autores. Por exemplo, Joel Seligman trata da competição com *crypto* como uma das por meio de projetos de CBDCs como uma das possíveis respostas para o crescimento dos mercados e adoção dos criptoativos.^{290 291}

Indo adiante, se aplicada a terminologia de Lessig, quando o autor trata das modalidades de regulação que influenciam o comportamento humano²⁹², será possível concluir que o projeto do Real Digital é uma

288 *Id.*

289 B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/estrutura-normativa/pos-negociacao/>. Acesso em 18 abr. 2023.

290 SELIGMAN, Joel. The Rise and Fall of Cryptocurrency. *New York University Journal of Law & Business*, vol. 19, ed. 1, 2022.

291 O autor cita o projeto americano de CBDC liderado pelo FED, conforme recente *paper* “Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation”. Vale ressaltar, no entanto, que o CBDC como apresentado pelo referido *paper* seria diferente do Real Digital brasileiro, por quanto foi definido como “*digital liability of a central bank that is widely available to the general public. In this respect, it is analogous to a digital form of money [...] a CBDC would be a liability of the Federal Reserve, not of a commercial bank.*” Vide: SELIGMAN, Joel. The Rise and Fall of Cryptocurrency. *New York University Journal of Law & Business*, vol. 19, ed. 1, p. 133, 2022.

292 As modalidades de regulação de Lessig são: (1) leis; (2) mercados; (3) normas; e (4) arquitetura. Vide: LESSIG, Lawrence. **The Law of the Horse: What Cyberlaw Might Teach**, 1999.

expressão da regulação da arquitetura do ciberespaço²⁹³. Ainda de acordo com Lessig, as modalidades de regulação podiam ser aplicáveis no mundo “real” ou no ciberespaço²⁹⁴. A arquitetura do mundo físico – isto é, a sua disposição – regula o comportamento dos indivíduos. Por exemplo, argumenta Lessig, o fato da corte constitucional da Alemanha ser em Karlsruhe e a capital em Berlim limita a influência de um poder sobre outro²⁹⁵. O fato de Paris ter *boulevards* largos limite a habilidade dos revolucionários de protestarem²⁹⁶.

Esse mesmo racional pode ser estendido para o mundo virtual, quando a arquitetura do ciberespaço – ou o “código” – regula o comportamento dos agentes²⁹⁷. O código, *software* ou *hardware* que faz o ciberespaço ser do jeito que é, constitui um conjunto de limitadores para o comportamento humano²⁹⁸. No caso do Real Digital, por exemplo, as ferramentas de programação disponíveis na plataforma somente poderão ser utilizadas pelas instituições financeiras²⁹⁹. São essencialmente características definidas pelo dono do sistema e implementadas pelos desenvolvedores³⁰⁰.

Portanto, ao analisarmos o Projeto Piloto RD à luz dos aportes teóricos de Baldwin, Cave e Lodge, Seligman, e, por fim, Lessig, vamos notar que se trata de uma *infraestrutura* que representa: (1) uma atuação direta do Estado na economia; (2) uma competição com os criptoativos tradicionais e as DLTs; e, por fim, (3) uma regulação pela arquitetura de um código.

Mas além das estratégias que se apresentarão mais claramente para as autoridades conforme o Projeto Piloto RD se desenvolve,

293 *Id.*, p. 506.

294 *Id.*, p. 506.

295 *Id.*, p. 507.

296 *Id.*, p. 507.

297 *Id.*, p. 508.

298 *Id.*, p. 508.

299 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Voto 31/2023-BCB, de 14 de fevereiro de 2023. Item 33. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/real_digital_docs/voto_bcb_31_2023.pdf>. Acesso em 06 maio de 2023.

300 LESSIG, Lawrence. *Op. cit.*, p. 509.

os reguladores dos mercados financeiro e de capitais – e aqui, em especial a CVM – poderiam também regularizar a possibilidade de uso da tecnologia dos registros distribuídos como infraestrutura de mercado de capitais sem a necessidade de alterações legislativas. O regulador do mercado de capitais possui ferramentas à sua disposição para criar um *sandbox* 2.0. e testar de forma mais ampla a adoção em maior escala da tecnologia, sempre à luz da persecução dos objetivos determinados na Lei nº 6.385/76. As principais diferenças em relação ao primeiro programa de *sandbox* seriam o alcance geral da nova norma e a participação conjunta de agentes de mercado, com os mais diversos interesses, na sua construção por meio de audiência pública.

6. CONCLUSÕES

A criptoeconomia tem o potencial de transformar o mercado de capitais de forma positiva, mas os potenciais efeitos negativos tampouco devem ser ignorados. Muitas vezes a ideia de que ativos tokenizados podem ser valores mobiliários é de pronto rechaçada sobretudo por um receio de que a regulação sobre produtos e novos participantes da criptoeconomia seja impeditiva. Mas não necessariamente este precisa ser o caso. A regulamentação a ser criada pelo legislador, pelo Banco Central, e pela CVM deve ser capaz de fazer incidir regras prudenciais e de conduta neste novo mercado, reforçando a soberania nacional. Por outro lado, é desejável que sejam também capazes de direcionarativamente o mercado de capitais ao cumprimento de seus objetivos.

Neste artigo, rememorou-se que o desenvolvimento do mercado de capitais não pode ser um objetivo fim. O mercado de capitais, por definição, é uma atividade-meio, que tem como objetivo final o desenvolvimento da economia do país. Um mercado de capitais inchado e “desenvolvido”, mas que não canaliza os recursos dos poupadorespara o desenvolvimento em companhias sob controle de capitais privados nacionais é desprovido de sentido. O objetivo de

proteção dos investidores é apenas uma variável da equação de um mercado de capitais saudável.

O mercado de capitais nacional possui problemas dos mais diversos, por exemplo, aqueles relacionados aos altos custos de emissão para pequenas e médias empresas, baixa participação dos acionistas minoritários na governança das companhias, proliferação de intermediários e pouca concorrência em diversos serviços (como bolsa de valores, escrituração e registradoras).

Nesse sentido, a CVM pode trabalhar em pelo menos três frentes para impulsionar o uso da tecnologia de registros distribuídos como parte da solução destes e de outros problemas: (1) priorizando ao máximo e participando ativamente do projeto do Real Digital no âmbito de seu convênio com o Banco Central e por quaisquer outros meios possíveis, encarando-o como uma oportunidade histórica da criação de uma das infraestruturas de mercado de capitais mais avançadas do mundo; (2) após o final dos projetos de *sandbox* regulatório, trazer participantes como tokenizadoras e *exchanges* de ativos virtuais para dentro de seu arcabouço regulatório, normatizando, supervisionando e sancionando estes novos participantes do mercado de capitais e seus administradores, de modo a manter a higidez do mercado de capitais; e (3) permitindo o uso de DLTs como infraestruturas de mercado *sui generis*, atendidos certos requisitos de segurança obrigatórios, como o uso de redes permissionadas em que se conheçam as identidades dos validadores e dos usuários das *wallets*, por exemplo, ficando as tokenizadoras e *exchanges* com a responsabilidade regulatória pelo uso da DLT selecionada (em sentido análogo ao regime de contratação de *players* não regulados por securitizadoras ou gestoras de fundos de investimento, onde o agente regulado responde pelas atividades subcontratadas).

Tudo isso somente pode ser bem-sucedido em um processo colaborativo com os participantes de mercado, mas não somente dos que são parte da criptoeconomia, mas também daqueles que *concorrem* com a criptoeconomia. Seria interessante, ainda, que a CVM pedisse a colaboração de empresas que emitiram *tokens* de dívida nos últimos

anos para ter mais clareza sobre a quantificação da real economia de custos de transação possibilitada pela tecnologia³⁰¹. Nesse sentido, é esperado e fundamental que haja uma audiência pública sobre o tema em breve.

O risco para a higidez do mercado de capitais das medidas acima, em especial àquela descrita no item “3” *supra*, pode ser controlado: (1) pela imposição de um limite por valor por emissão e um limite global de todas as emissões realizadas desta forma; e (2) pela atribuição de um caráter experimental à norma, com base no que a CVM já fez no passado, por exemplo, para a indústria de fundos, quando promoveu alterações temporárias e experimentais a requisitos regulatórios relacionados ao envio e à publicidade de demonstrativos de composição e diversificação de carteira dos fundos de investimento³⁰². No caso desta última ação, o seu embasamento normativo, no âmbito regulamentar, é o artigo 26 da Resolução CVM nº 67, de 10 de março de 2022.

Todas essas medidas, se adotadas em conjunto, podem ter o potencial de destravar a conexão da criptoeconomia com o mercado de capitais local sem que se eleve sobremaneira o risco de prejudicar a sua higidez. Tais ações provavelmente serão capazes de fomentar a concorrência entre os participantes de mercado. Isso poderia, em um cenário razoavelmente otimista, causar uma diminuição dos custos atinentes ao processo de emissão, bem como dos custos de transação pós-emissão, tornando o mercado de capitais mais atrativo às empresas brasileiras de pequeno e médio porte.

Finalmente, é importante salientar que o ambiente do Real Digital pode conviver com DLTs que funcionam como infraestruturas de mercado organizado de mercado de capitais para novas administradoras de mercados organizados. Isso ficará claro ao final do

301 Tal ação estaria lastreada no disposto no artigo 8º, §3º, II, Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 06 maio 2023.

302 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 172, de 01 de novembro de 2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol172.html>>. Acesso em 13 abr. 2023.

processo de *sandbox* regulatório da CVM. Essas novas administradoras de mercados organizados *sui generis*, por sua vez, ficariam responsáveis pelo bom funcionamento da DLT perante a autoridade reguladora e os investidores.

REFERÊNCIAS

ARAMONTE, Sirio; HUANG, Wenqian; SCHRIMPF, Andreas. DeFi risks and the decentralisation illusion. *BIS Quarterly Review*, 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Mercado de Capitais: Caminho para o Desenvolvimento, 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/96/25/43/1A/5845661086B1AE5678A80AC2/Relatorio-Agenda-Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital_1_.pdf> . Acesso em 06 maio 2023.

AUER, Raphael, et al. Miners as intermediaries: extractable value and market manipulation in crypto and DeFi. *Bank for International Settlements*, 2022.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding Regulation**. 2^a ed. New York: Oxford University Press Inc., 2012.

BANCO MUNDIAL. *Gross savings (% of GDP) - Brazil, OECD members*. Disponível em; <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS?locations=BR-OE>> . Acesso em 15 abr. 2023.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Principles for financial market infrastructures, 2012. Disponível em: <<https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>> . Acesso em 18 abr. 2023.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. BIS Annual Economic Report 2022. III. The future monetary system, 2022. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e3.pdf>> . Acesso em 15 abr. 2023.

BINDSEIL, Ulrich; PANTEOPULOS, George. Towards the holy grail of cross-border payments. *European Central Bank Working Paper Series*, nº 2.693, ago. 2022. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/>>

pub/pdf/scpwps/ecb.wp2693~8d4e580438.en.pdf>. Acesso em 20 abr. 2023.

BRICS Think Tanks Council. Towards a long-term strategy for BRICS: a proposal by the BRICS Thank Tanks council. Brasília: **Ipea**, 2015. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/5255?locale=pt_BR>. Acesso em 14 abr. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim Econômico – Ano 10, vol. 96, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_96.pdf>. Acesso em 05 maio 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno de Indicadores Institucionais Metas 2023, p. 38, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/indicadores-de-desempenho-institucional/caderno-de-indicadores-institucionais-de-desempenho_2022.pdf>. Acesso em 02 maio 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. O mercado de dívida corporativa no Brasil. Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento, 2018. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cvm_mercado_de_dvida_corporativa_no_Brasil.pdf>. Acesso em 30 abr. 2023.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2019.

FINANCIAL STABILITY BOARD. Cross-border Payments. Disponível em: <<https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/cross-border-payments/>>. Acesso em 30 abr. 2023.

GENSLER, Gary. Prepared Remarks of Gary Gensler On Crypto Markets. *Penn Law Capital Markets Association Annual Conference*, 04

abr. 2022. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-crypto-markets-040422>>. Acesso em 29 abr. 2023.

GOFORTH, Carol R. Regulation by Enforcement: Problems with the SEC's Approach to Cryptoasset Regulation. *Maryland Law Review*, vol. 82, pp. 107-159, 2022. Disponível em: <<https://www.marylandlawreview.org/volume-82-issue-1/blog-post-title-three-38j8k>>. Acesso em 12 abr. 2023.

GULYAMOV, Said, et al. The Institutional and Legal Framework of Emerging Capital Markets: The Experience of CIS Countries. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 2021.

GURU, Biplab Kumar; YADAV, Inder Sekhar. Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, vol. 24, nº 47, p. 124, 2019. Disponível em: <<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JEFAS-12-2017-0125/full/pdf?title=financial-development-and-economic-growth-panel-evidence-from-brics>>. Acesso em 19 abr. 2023.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. IOSCO Board Priorities – Work Program 2023-2024. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD731.pdf>>. Acesso em 12 abr. 2023.

LESSIG, Lawrence. **The Law of the Horse: What Cyberlaw Might Teach**, 1999.

NEVES, André Rainho das. **Entre a racionalidade e a realidade: a história da CVM e da Lei das S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2023.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, NIGERIA. The Nigerian Capital Market Master Plan – 2021-2025 (Revised Edition). Disponível em: <https://sec.gov.ng/sec_nigeria_capital_market_master-plan_2021_to_2025/>. Acesso em 03 maio 2023.

SELIGMAN, Joel. The Rise and Fall of Cryptocurrency: the Three Paths Forward. *New York University Journal of Law & Business*, vol. 19, ed. 1, 2022.

SIFMA. 2022 Capital Markets Fact Book, 2022. Disponível em: <<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2022/07/CM-Fact-Book-2022-SIFMA.pdf>>. Acesso em 02 maio 2023.

SINGH, Ajit. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets? *UNCTAD Review*, 1991. Disponível em: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/54927/1/MPRA_paper_54927.pdf>. Acesso em 06 maio 2023.

THE ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). Crypto-asset reporting framework and amendments to the common reporting standard, 2022. Disponível em: <<https://www.oecd.org/tax/exchange-of-tax-information/public-consultation-document-crypto-asset-reporting-framework-and-amendments-to-the-common-reporting-standard.pdf>>. Acesso em 01 maio 2023.

THE WORLD BANK. Remittance Prices Worldwide, vol. 28, 2018. Disponível em: <https://remittanceprices.worldbank.org/sites/default/files/rpw_report_december_2018.pdf>. Acesso em 28 abr. 2023.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Crypto-Assets: Implications for Consumers, Investors, and Businesses, set. 2022, p. 18. Disponível em: <https://home.treasury.gov/system/files/136/CryptoAsset_EO5.pdf>. Acesso em 01 maio 2023.

ZETZSCHE, Dirk A.; ARNER, Douglas W.; BUCKLEY, Ross P. Decentralized Finance. *Journal of Financial Regulation*, vol. 6, 2020.

INOVAÇÃO BANCÁRIA E AS FRAGILIDADES AO PROCESSO DE COLABORAÇÃO COMPULSÓRIA IMPOSTA ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NA DETECCÃO DOS INDÍCIOS DE LAVAGEM DE DINHEIRO

BANKING INNOVATION AND WEAKNESSES IN THE PROCESS OF COMPULSORY COLLABORATION IMPOSED ON FINANCIAL INSTITUTIONS IN THE DETECTION OF MONEY LAUNDERING INDICATIONS

Alessandro Fernandes

RESUMO: O presente trabalho pretende analisar o impacto das inovações bancárias sobre o processo de colaboração compulsória entre o setor público e o privado, em especial na prevenção de delitos relacionados ao Direito Penal Econômico. Para uma melhor organização do estudo, dividiremos o trabalho em quatro partes. A primeira analisará a transformação digital e suas repercussões no setor bancário, impactados pelos novos entrantes (*fintechs* e *bigtechs*) e novos hábitos de seus usuários. O segundo ponto buscará traçar um rápido panorama da regulamentação do *Open Banking*, logo seguido de uma análise do compartilhamento de dados entre instituições financeiras e os riscos decorrentes de possíveis fragilidades em seus mecanismos de controles internos. Por fim, apresentaremos referencial teórico sobre lavagem de dinheiro e o fundamento legal que impõe políticas de controle às já citadas instituições. Os processos de digitalização da economia inegavelmente oferecem oportunidade para realizarmos, com ganho de eficiência, serviços prestados atualmente de forma “análogica” pelas empresas já estabelecidas, focando na redução de custos administrativos e na melhora da experiência do cliente. Porém a consolidação destas mudanças no sistema bancário nos conduz a um debate mais amplo da garantia da segurança das relações comerciais em contraposição à restrição da liberdade de ação no mercado. Concluimos que este debate, principalmente pelos riscos envolvidos,

ganhará rapidamente espaço nas discussões destes novos modelos, impedindo que se criem oportunidades para ocorrência de ilícitos em função de falhas em seu processo de regulação.

Palavras-chave: INOVAÇÃO BANCÁRIA. FINTECHS. OPEN BANKING. LAVAGEM DE DINHEIRO.

ABSTRACT: This paper aims to analyze the impact of banking innovations on the process of compulsory collaboration between the public and private sectors, especially in the prevention of crimes related to Economic Criminal Law. For a better organization of the study, we will divide the work into four parts. The first will analyze digital transformation and its impacts on the banking sector, impacted by new entrants (fintechs and bigtechs) and new habits of its users. The second point will seek to outline a rapid overview of open banking regulation, followed by an analysis of data sharing between financial institutions and the risks arising from possible weaknesses in its internal control mechanisms. Finally, we will present a theoretical framework on money laundering and the legal basis that impose control policies on the aforementioned institutions. The digitization processes of the economy undeniably offer an opportunity for us to perform, with efficiency gain, services currently provided in an “analog” way by established companies, focusing on reducing administrative costs and improving the customer experience. However, the consolidation of these changes in the banking system leads us to a broader debate on ensuring the security of trade relations as opposed to restricting freedom of action in the market. We conclude that this debate, mainly due to the risks involved, will quickly gain space in the discussions of these new models, preventing the creation of opportunities for the occurrence of illicit due to failures in its regulation process.

Keywords: BANKING INNOVATION. FINTECHS. OPEN BANKING. MONEY LAUNDRY.

1. INTRODUÇÃO

Com o crescente uso de aparelhos celulares (*smartphones*) como canais bancários, o mercado bancário tem vivido grande impacto do crescimento da mobilidade e convergência digital. As atividades bancárias praticadas até os dias de hoje tiveram um importante papel no desenvolvimento econômico da nossa sociedade, porém disputam mercado atualmente com algoritmos e tecnologias que priorizam o usuário ao elevar a sua experiência e colocá-lo no centro de suas decisões financeiras. As extensas redes de agência, até recentemente consideradas uma vantagem competitiva, tornaram-se um modelo obsoleto, que fornecem uma experiência ruim e um alto custo (CERNEV; DINIZ; JAYO, 2019; DINIZ, 2019; MAZANÉK, 2019).

O Brasil ainda possui uma grande parcela da população sem acesso a serviços financeiros, e as condições atuais do mercado, com forte concentração, spread bancário elevado, aumento de tarifas de serviços e a perspectiva de modernização regulatória, tornaram-se especialmente atraentes para o investimento em *fintechs* que ofereçam soluções inovadoras (ABFINTECHS; PWC, 2018).

Fintechs é a denominação das novas instituições financeiras que surgiram em meio à crise de 2008, termo este que despontou de um programa de aceleração de *startups* dirigido pela Accenture, juntamente com a prefeitura de Nova York, mesclando os conceitos de finanças com tecnologia (em inglês *financial* e *technology*) de forma inovadora como meio para criar e entregar produtos e serviços de maneira virtual, com estruturas reduzidas e utilização de tecnologias que permitem reduzir custos e taxas em comparação com as instituições tradicionais (ARNER et al., 2016; OIOLI; SILVA; ZILIOTO, 2019).

Porém o setor financeiro é um setor com forte regulação e rigorosa fiscalização pelos órgãos responsáveis – no caso brasileiro efetuada pelo Banco Central do Brasil, utilizando padrões de proteções emanadas por convenções internacionais absorvidos pela legislação nacional. Estes padrões se tornaram progressivamente

mais exigentes e complexos após a Crise Financeira Global, iniciada em 2008, colidindo com a implantação de serviços que buscam uma desburocratização e foco na experiência do cliente (CARNEIRO, 2019; CALLEGARI; WEBER, 2017).

Desta forma, este estudo propõe analisar de que forma o processo de colaboração compulsória entre o setor público e o privado, em especial na prevenção de delitos relacionados ao processo de análise e detecção dos indícios de lavagem de dinheiro, pode ser impactado pelas mudanças tecnológicas do mercado bancário.

Para alcançar o objetivo de analisar o impacto das inovações bancárias sobre o processo de colaboração compulsória entre o setor público e o privado, em especial na prevenção de delitos relacionados ao Direito Penal Econômico, o trabalho será dividido em quatro partes. A primeira analisará a transformação digital e suas repercussões no setor bancário, impactados pelos novos entrantes (*fintechs* e *bigtechs*) e novos hábitos de seus usuários. O segundo ponto buscará traçar um rápido panorama da regulamentação do *Open Banking*, logo seguido de uma análise do compartilhamento de dados entre instituições financeiras e os riscos decorrentes de possíveis fragilidades em seus mecanismos de controles internos. Por fim, apresentaremos referencial teórico sobre lavagem de dinheiro e o fundamento legal que impõe políticas de controle às já citadas instituições.

2. TRANSFORMAÇÃO DIGITAL E O MERCADO BANCÁRIO

Paul Volcker, ex-presidente do Federal Reserve dos Estados Unidos, repreendeu a indústria bancária por seu histórico de baixa inovação³⁰³, afirmando que a última grande contribuição datava dos anos 70, com o surgimento do caixa eletrônico. Quando a internet e o dispositivo móvel se popularizaram, as instituições simplesmente

³⁰³ Importante ressaltar que o mercado bancário brasileiro sempre se colocou na vanguarda de avanços tecnológicos de transações B2C (*business to consumer*) quando comparado a outras indústrias ou segmentos (MEIRELLES, 2019).

adicionaram tecnologia sobre o antigo modelo (KING, 2014; NASCIMENTO, 2019).

Entretanto, este novo cenário, influenciado ainda por avanços tecnológicos como inteligência artificial e *machine learning*, foi fundamental para a redução de custos administrativos e burocracia em geral, atuando até mesmo na precificação de negócios (ARNER et al., 2016) e facilitando o crescimento das *fintechs*.

Ao comentar sobre o crescimento das *fintechs*, Gustavo Franco (2019), ex-presidente do Banco Central, compara sua ascensão e os desafios das instituições financeiras tradicionais neste novo cenário a uma nova queda do Império Romano. Para evitar esse destino, o desafio dos bancos tradicionais não será pequeno, uma vez que lidam com múltiplos fatores, além de se adaptar a uma idealização na disputa de mercado, já que, até recentemente, uma grande instituição financeira só enxergava como ameaça outra instituição de porte semelhante e que atuasse nos mesmos segmentos (BANCO DO BRASIL, 2018).

Além das tecnologias disruptivas e novos concorrentes, as instituições ainda necessitam se adequar a legislações complexas e divergentes, enquanto as *fintechs* cultivam uma cultura organizacional que valoriza a ousadia e tolera falhas, uma vez que elas são percebidas como parte do processo de aprendizagem e possibilitam soluções inovadoras (HORN, 2016).

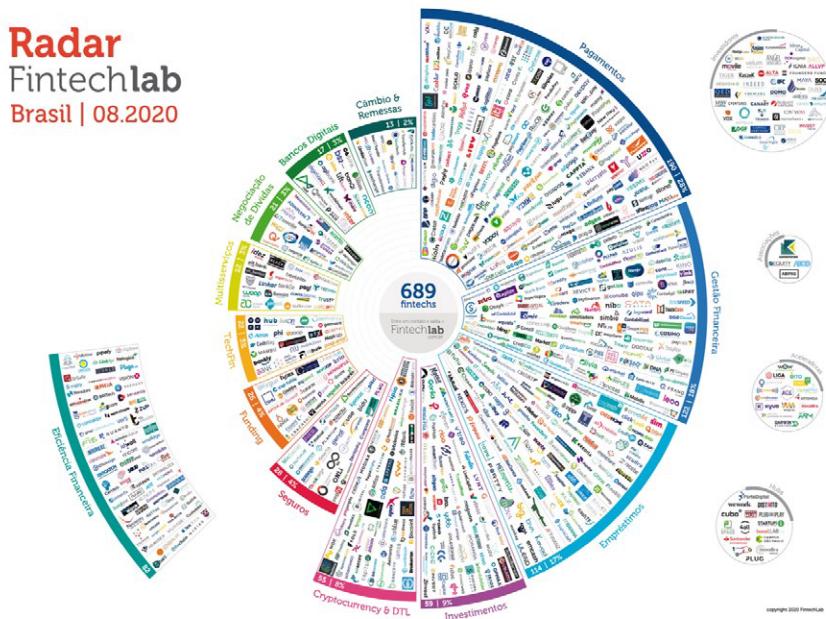
A adoção pelo Banco Central da Agenda BC#, que busca preparar o sistema financeiro para um futuro tecnológico e inclusivo, modernizando a infraestrutura financeira brasileira (LAPIN, 2020; NETO, 2020) e as regras de *Sandbox* regulatório, tornaram a disputa pelo mercado ainda mais desigual.

Sandbox regulatório é um conceito adotado em países como o Reino Unido em que, por um período limitado, as normas regulatórias vigentes são flexibilizadas para permitirem que empresas de tecnologia, como as *fintechs*, possam se desenvolver sem desrespeitarem os termos legais. Na prática, este período de regras mais simples funciona como um “empurrão” para o desenvolvimento inicial das empresas, partindo da premissa de que a regulação do mercado bancário é custosa e

existem barreiras impostas à entrada de novos agentes (BACEN, 2019b; CARVALHO, 2020; SQUASOINI, 2019; WINTER, 2018).

Segundo levantamento da FINTECHLAB (2020), o volume de fintechs em atuação no Brasil saltou de 604 empresas, em junho de 2019, para 771, em agosto de 2020. A evolução representa um crescimento de 28%, conforme se percebe a partir da análise da Figura 1.

Figura 1 – Radar Fintechlab



Fonte: FINTECHLAB, 2021.

As criptomoedas, na opinião da então Diretora Geral do FMI, Christine Lagarde, deverão superar limitações técnicas hoje existentes e, com isso, impactar bruscamente a economia mundial. Ela sustenta, usando o conceito de Tecnologias Exponenciais da Singularity University³⁰⁴, que as criptomoedas se encontram na face da decepção,

304 Do inglês *exponential organization (ExO)*, é aquela “cujo impacto ou resultado é desproporcionalmente grande comparado ao de seus pares, devido ao uso de novas técnicas organizacionais que alavancam as tecnologias aceleradas” (GEEST et al. 2015).

etapa anterior à da curva de adoção pelos usuários (HORN, 2016), tornando-se em breve mais um desafio de adaptação pelas instituições bancárias.

3. OPEN BANKING

A implementação do *Open Banking* no Brasil foi inspirada em legislações vigentes na União Europeia, Hong Kong e Austrália, considerando o compartilhamento de dados, produtos e serviços pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a critério de seus clientes, em se tratando de dados a eles relacionados, por meio de abertura e integração de plataformas e infraestruturas de sistemas de informação, de forma segura, ágil e conveniente (BACEN, 2019a; BACEN, 2019c).

Open Banking é um catalisador e habilitador de novos negócios através da criação ou expansão de ecossistemas digitais, que pode ser definido como um modelo colaborativo, no qual os dados bancários são compartilhados por meio de APIs³⁰⁵ entre duas ou mais partes não afiliadas, para fornecer recursos aprimorados ao mercado (BRODSKY; OAKES, 2017, p.2). O presente termo deriva da *Open Inovation*, cunhado pelo Professor Henry Chesbrough (2008), que o conceituou como o uso de entradas e saídas de conhecimento em um ambiente para acelerar a inovação interna e expandir os mercados para uso externo da inovação. De forma simples, *Open Banking* é a possibilidade de criação de novos negócios e ecossistemas digitais através de APIs disponibilizadas pelos bancos (BANCO DO BRASIL, 2018).

Seu fundamento reside na abertura e compartilhamento de dados e informações de negócios através de APIs abertas, que permitem que desenvolvedores de terceiros criem aplicativos e serviços em torno de serviços financeiros. Assim, possibilita-se a abertura dos sistemas bancários, com a introdução de aplicações de interface entre os bancos de dados das instituições financeiras e a rede externa, permitindo a

³⁰⁵ Application Programming Interface (Interface de Programação de Aplicações).

atuação de terceiras empresas como intermediárias entre os bancos e seus clientes (GOETTENAUER, 2018).

A regulamentação específica de *Open Banking* servirá de incentivo para os grandes *players* do setor buscarem parcerias com *fintechs* ou desenvolverem APIs públicas que facilitem a integração das plataformas digitais aos seus sistemas, além de tender a acelerar a entrada de *BigTechs* (Amazon, Google, Apple, Facebook) no segmento de serviços financeiros. Essas empresas têm marcas muito conhecidas, escala e uma base de clientes ampla e fiel, dominando aqueles que se configuram como os maiores desafios enfrentados hoje pelas *fintechs*, e recentemente buscam diversificar seus modelos de negócios, atuando em frentes diferentes de seu *core business*, oferecendo serviços financeiros inovadores (ABFINTECHS; PWC, 2018; PEREZ; STROHL, 2019; SANTOS, 2013).

Open Banking é um sistema de compartilhamento de dados bancários que, na visão da atual equipe econômica, poderá fomentar uma maior concorrência no mercado financeiro brasileiro, colocando bancos e *fintechs* em uma relação de igualdade na disputa pelos clientes. Sob a ótica concorrencial, é um processo de equalização das condições competitivas entre agentes do mercado financeiro (MELLO, 2019; NASCIMENTO, 2019).

Este processo foi gestado pelo Banco Central quase que de “cima para baixo”, em um modelo de autorregulação, que estimula a inovação e a concorrência, com a regulamentação prudencial e concorrencial do Banco Central. Cabe, então, aos bancos tradicionais aceitarem as novas regulamentações sem qualquer iniciativa por parte do Banco Central de incentivar desenvolvedores externos a desenvolverem serviços externos dentro de suas plataformas, como os *superapps* chineses WeChat, AliPay e Meituan têm operado (MELLO, 2019; LEMOS, 2019b).

A importância desta mudança pode ser medida pela revolução que o Uber representou para a mobilidade urbana. Até seu surgimento, todos se diziam satisfeitos com o serviço de táxi, mas bastou surgir este novo serviço para que esse meio mais tradicional de transporte

fosse abandonado (SADDI, 2019). A baixa taxa de migração entre bancos, frequentemente citada como evidência de que os clientes estão satisfeitos com os serviços prestados, pode decorrer de outro fenômeno: eles não podem imaginar algo melhor. Pesquisa realizada entre norte-americanos da geração Z³⁰⁶ conclui que dois terços dos respondentes esperam que os serviços bancários fornecidos recebam impactos das empresas de tecnologia³⁰⁷ (PEREZ; STROHL, 2019).

Um mercado bilionário está escondido atrás de pequenos ícones em telas de *smartphones*. Ao conectar consumidores a serviços mais baratos, aplicativos como Uber, Airbnb e Netflix criaram um modelo de negócio inovador disruptivo³⁰⁸, e que desafia empresas líderes nos seus setores. O fenômeno, batizado de Uberização, coloca a regulação dos mercados em xeque e muda as relações de trabalho (FAVARO et al., 2016).

Uberização é a expressão que simboliza as mais recentes inovações nos serviços pela Uber, marcando uma intensa ruptura com a antiga estrutura de intermediação, fragmentação, hierarquização e determinação de funções e responsabilidades ao longo da complexa cadeia produtiva de determinada mercadoria (HILL, 2015). Em linhas gerais, a Uber é somente um app³⁰⁹, uma plataforma virtual que promove o encontro imediato de trabalhadores dispostos a utilizarem seu próprio carro para transportar consumidores em busca de um meio de transporte (FRANCO; FERRAZ, 2019).

Este modelo, surgido no Vale do Silício, foi rapidamente replicado e imitado por inúmeras empresas que se constituíram em

306 Geração composta por indivíduos nascidos a partir de 1989, até então pouco valorizada pelas organizações, e que agora emerge como alvo de ações mercadológicas, caracterizada como clientes potenciais, buscando serviços diferenciados e com alto grau de personalização (CERETA; FROEMMING, 2011).

307 Estudo da Forrester (FLEMING et al., 2017) demonstra que os aplicativos bancários já são mais populares do que apps dedicados a prestarem serviços de fotos e vídeo.

308 O termo disruptão surge aplicado à economia para expressar as inovações que rompem com o processo tradicional de produção e reprodução de bens que, como o próprio nome sugere, gera uma fratura no modelo econômico, quebrando seu curso estático (TEODORO, 2017).

309 *Dispositivo próprio para smartphones e tablets* (USBORNE, 2016).

empresas-app, cuja característica principal e fundante é intermediar os interesses do consumidor e do produtor de determinada mercadoria, viabilizando seu encontro, sendo que a empresa desenvolve exclusivamente a plataforma virtual (USBORNE, 2016) – modelo que acabou se espalhando para a produção de inúmeras mercadorias distintas.

Estas disruptões exigiram uma maior complexidade dos regulamentos atuais, uma vez que, justamente por sua contemporaneidade, aumenta-se a dificuldade de precisar os riscos relacionais, dificultando a missão de criação e aplicação de normas antilavagem. Este fenômeno foi percebido com a adoção do pagamento via internet e com a popularização dos cartões pré-pagos como forma de “bancarizar” a população (CALLEGARI; WEBER, 2017).

APIs abertas são um novo Risco Operacional e uma nova preocupação para a infraestrutura bancária habituada a componentes já bastante antigos. Além disso, a introdução das APIs abertas também pode deixar os clientes bancários mais relaxados quanto à divulgação de suas credenciais bancárias online, o que pode aumentar os riscos de *hackers* e *phishing*. Esta última é o tipo de fraude por meio da qual um golpista tenta obter, utilizando uma combinação de meios técnicos e engenharia social, dados pessoais e financeiros de um usuário (NÚÑEZ, 2008; ROHAN, 2017), cabendo ao Banco Central do Brasil estipular as diretrizes mínimas de segurança a serem observadas pelas instituições financeiras.

A preocupação com a responsabilidade pelos dados compartilhados foi objeto da proposta de resolução anexa pelo Edital de Consulta Pública do Banco Central, que trata do tema em seu artigo 30, *in verbis*:

Art. 30. As instituições participantes são responsáveis pela confiabilidade, pela integridade, pela disponibilidade, pela segurança e pelo sigilo em relação ao compartilhamento, bem como pelo

cumprimento da legislação e da regulamentação em vigor (BACEN, 2019c).

A consulta pública 73/2019 do Banco Central (BACEN, 2019c) teve como escopo divulgar a proposta de atos normativos que dispõem sobre a implementação do Sistema Financeiro Aberto (Open Banking) e buscar uma visão do mercado antes de sua implementação, procurando evitar conflitos com legislações já existentes e complementá-lo de forma que se permita sua implementação pelo mercado financeiro (LAPIN, 2020).

Durante seu período de consulta³¹⁰, foram coletados 142 registros de sugestões (muitas delas em duplicidade) para regulamentação. Destas propostas, dez delas sugeriram mudanças ou maiores detalhamento sobre os limites da responsabilização pela utilização dos dados compartilhados, alterando a redação do artigo supra.

Coube à Federação Brasileira de Bancos - FEBRABAN (2020) o estímulo de suprimir a responsabilização pela confiabilidade dos dados, conforme determinado pelo artigo supracitado. Já a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros de Capitais - ANBIMA (2020) sugere o desenvolvimento de ferramentas para estabelecer segregação de responsabilidades entre as instituições doadoras e receptoras de dados no âmbito do Open Banking, cabendo, assim, a ambos os participantes a adoção de procedimentos para validação e utilização das informações compartilhadas.

4. COMPARTILHAMENTO DE CADASTROS E RISCOS PARA INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS

O próprio BACEN estabeleceu, no artigo 2º de seu Comunicado n. 33.455, que esta iniciativa não poderá prescindir da segurança do sistema financeiro e da proteção dos consumidores (BACEN, 2019a), cabendo o questionamento: o compartilhamento dos dados dos

³¹⁰ Entre 28 nov. 2019 até 31 jan. 2020.

correntistas não poderá fragilizar o processo de análise e detecção dos indícios de lavagem de dinheiro?

Em seu mais recente Relatório de Estabilidade Financeira, o BACEN (2019d) alerta que ações voltadas para incentivo à inovação tecnológica devem tornar o sistema financeiro mais competitivo, eficiente e inclusivo. Porém algumas situações demandarão um olhar mais atento dos órgãos reguladores, uma vez que o fluxo crescente de informações entre as instituições, a digitalização dos negócios e modelos de negócios inovadores muitas vezes colocam em segundo plano a adoção de medidas efetivas de gestão de riscos e de controles internos (AZEVEDO, 2019).

Segundo a Constituição Federal (BRASIL, 2020), em seu art.5º, XLIII, há uma omissão da responsabilidade criminal daqueles que não participaram ativamente da empreitada criminosa:

(...) a lei considerará crimes inafiançáveis e insuscetíveis de graça ou anistia a prática da tortura, o tráfico ilícito de entorpecentes e drogas afins, o terrorismo e os definidos como crimes hediondos, por eles respondendo os mandantes, os executores e os que, podendo evitá-los, se omitirem (RIOS, 2010).

Reforça-se, então, a pertinência do tema, uma vez que o processo de armazenar informações de seus clientes, chamado de *know your customer* (conheça seu cliente), é uma das principais obrigações estabelecidas na Lei 9.613/98, conforme se percebe pela leitura do Artigo 10º, I:

Art. 10. As pessoas referidas no art. 9º:

I - Identificarão seus clientes e manterão cadastro atualizado, nos termos de instruções emanadas das autoridades competentes;
(...) (BRASIL, 1998).

Know your customer diz respeito a uma das atividades mais difíceis de serem realizadas online: certificar-se de que a pessoa do outro lado da rede é realmente quem ela diz ser. Esta dificuldade deriva de um problema de design da própria internet, que consegue facilmente identificar o endereço das máquinas que estão ligadas a ela, mas não a identidade das pessoas que estão por trás destas máquinas (COELHO; DUARTE, 2000; LEMOS, 2019a).

Esse princípio expressa a necessidade de as instituições financeiras determinarem a verdadeira identidade de seus clientes e implementarem mecanismos para verificar sua boa-fé, configurando-se como uma linha mestra da política de aceitação de clientes de uma instituição. Convém frisar que esta obrigação não se confunde com a análise creditícia, ficando esta última a cargo da área de crédito (CALLEGARI; WEBER, 2017; CORDERO, 2001).

Uma das mais eficientes estratégias de combate ao crime organizado é o *Follow the Money*, ou seja, seguir o dinheiro e identificar os seus caminhos, bloquear bens e fazer com que a entidade delitiva morra de inanição, sem dinheiro para pagar seus membros ou funcionários públicos cooptados, uma vez que o dinheiro é a alma de qualquer organização criminosa (BADARÓ; BOTTINI, 2016). Esse rastreio da origem dos recursos é necessário, já que o dinheiro não denota sua origem, valendo a máxima *pecunia non olet* (RIOS, 2010).

Para controlar todos os atos financeiros e comerciais usados para mascarar diversos bens, o Brasil adotou um sistema de *colaboração compulsória entre o setor público e o privado*³¹¹, em que profissionais e entidades que trabalham em setores mais usados por criminosos para ocultação de recursos devem notificar autoridades públicas sempre que tomarem conhecimento de operações suspeitas, como transações com altos valores em espécie ou depósitos fracionados. Estes setores são caracterizados como *gatekeepers* (torres de vigias), uma vez que atuam em setores econômicos que servem de trilha para o capital

³¹¹ Mesmo modelo adotado na União Europeia, conforme Diretiva 91/308/CEE (CORDERO, 2001; UE, 1991).

oriundo dos delitos antecedentes (BADARÓ; BOTTINI, 2016; RIOS 2010).

O cumprimento destas exigências tem configurado um grande desafio para as instituições financeiras, conforme podemos perceber pelo trecho abaixo colacionado:

A manutenção do cadastro atualizado tem sido um grande desafio para as instituições de modo geral, especialmente para aquelas que têm um grande número de clientes, parte deles inativos que poluem a base de dados e cuja localização é indefinida (RIZZO, 2013).

O Fundo Monetário Internacional (FMI) estima que a quantidade de dinheiro lavado numa base anual pode variar entre 2% e 5% do Produto Interno Bruto (PIB) mundial (RIZZO, 2013). Logo, considerando o PIB brasileiro de R\$ 6,9 trilhões em 2018 (IBGE, 2019), o valor lavado poderia girar entre R\$ 138 bilhões e R\$ 345 bilhões.

A Força-Tarefa de Ação Financeira (GAFI) é um órgão intergovernamental independente, e que desenvolve e promove políticas para proteger o sistema financeiro global contra a lavagem de dinheiro, o financiamento do terrorismo e ainda o financiamento da proliferação de armas de destruição em massa. As recomendações do GAFI são reconhecidas como padrão global contra Lavagem de Dinheiro (AML) e Financiamento Antiterrorista (CFT). A recomendação 15 da GAFI trata do impacto das novas tecnologias adotadas pelo sistema financeiro e adverte para a necessidade de identificação e avaliação dos riscos emergentes por sua utilização (BADARÓ, BOTTINI, 2016; FATF, 2019).

A vinculação de uma instituição financeira, ainda que inadvertida, com esquemas criminosos que utilizam suas estruturas para a ocorrência de um crime (como o de lavagem de dinheiro) pode implicar sérios prejuízos, muito além dos financeiros. Sua reputação sofrerá abalos por ter participado da legalização de

recursos provenientes de atividades ilícitas, imputando a reputação de permissividade e tolerância com clientes inidôneos. Por esse motivo, elas tomaram medidas cabíveis a fim de prevenir administrativamente a ocorrência destes ilícitos, sob pena de terem sua credibilidade afetada no mercado ou ainda sofrerem pesadas sanções (CALLEGARI; WEBER, 2017; COELHO; DUARTE, 2000; RIZZO, 2013). Um grande banco norte-americano, ao ser auditado pelo *Controller of the Currency*, dos Estados Unidos da América, identificou deficiências em seu setor de prevenção e controle à lavagem de dinheiro, criando desgaste de sua imagem perante o mercado e o público em geral (BADARÓ; BOTTINI, 2016).

5. LAVAGEM DE DINHEIRO

Lavagem de dinheiro é um processo pelo qual se introduzem no sistema econômico recursos advindos de atividades ilegais e criminosas, por meio de artifícios que escondem e dissimulam sua origem, afastando-os de seu passado ilícito. Esse processo envolve a realização de um conjunto de operações comerciais ou financeiras que visam dar aparência lícita a estes valores, iniciando-se na ocultação simples de sua origem e encerrando com seu retorno ao sistema comercial ou financeiro com aspecto legítimo (BADARÓ; BOTTINI, 2016; RIZZO, 2013; SILVA; MARQUES; TEIXEIRA, 2011).

Logo o tema lavagem de dinheiro alcançou grande destaque na agenda internacional, despertando preocupações que remontam à idealização da Convenção de Viena pela Organização das Nações Unidas, assinada em 20 de dezembro de 1988. Com este documento, o Brasil comprometeu-se com outros países a combater o tráfico de entorpecentes, crime precursor do controle de lavagem de dinheiro. Com o intuito de efetivar o acordo, diversas leis foram criadas pelo mundo (ANSELMO, 2010; MOTTIS, 2000).

Considerando o caráter transnacional do delito de lavagem de dinheiro, uma vez que, na lição de Barros (2012), este crime tem por

característica a realização de transações em mais de um país, torna-se relevante a observação de Souto (2001):

(...) la lucha contra la criminalidad internacional no se puede llevar a cabo con eficacia mediante iniciativas estatales aisladas e internas, sino únicamente a través de la más estrecha colaboración a escala internacional. La verdadera batalla contra el blanqueo, pues, debe plantearse, principalmente, en sede internacional, puesto que el lavado de dinero se orienta hacia países que no disponen de normas apropiadas para prevenir y reprimir el reciclaje, e incluso han de contemplarse sanciones graves frente a los estados que no se adecuen al estándar de efectividad establecido dentro del marco de la concertación internacional en la lucha contra el blanqueo (SOUTO, 2001, p.48).

A Lei 9.613, de 3 de março de 1998 (BRASIL, 1988), dispõe então sobre o crime de lavagem e a prevenção da utilização do sistema financeiro para dar aparência lícita para recursos provenientes das atividades ilícitas. Influenciado pelo direito norte-americano e alemão, optou-se pela adoção do vocábulo “lavagem de dinheiro” em detrimento da denominação “branqueamento”, adotada pela Bélgica, França, Portugal e Espanha, por sua conotação racista e por não estar presente na linguagem formal de nosso país (BRASIL, 1996; CALLEGARI; WEBER, 2017; JOBIM, 2000; RIOS, 2010).

Com o advento da lei, o crime de lavagem somente era considerado se houvesse a incidência de algum dos chamados crimes antecedentes arrolados pelo Artigo 1º da Lei 9.613, em uma relação exaustiva, aplicando o princípio da taxatividade (BRASIL, 1996). Porém, atualmente, a Lei 12.683, de 09 de julho de 2012 (BRASIL, 2012), extinguiu esse rol, passando a considerar qualquer delito praticado como crime antecedente (ORTIGARA; GUARANI, 2014).

Esta ampliação do rol dos crimes precedentes gerou críticas de que se tratava de um contrassenso, uma vez que igualava as penas de quem lavava dinheiro decorrente de tráfico internacional de drogas com a lavagem dos valores oriundos de um simples furto, ou ainda punia de forma desproporcional as contravenções penais (COSTA, 2012; ESTELLITA; BOTTINI, 2012). Porém estava em acordo com a Diretiva 91/308/CEE, datada de 10 de junho de 1991, relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais, o marco legal da prevenção à lavagem de dinheiro na União Europeia, sendo chamada de Primeira Diretiva (ANSELMO, 2010).

A Lei 9.613/1998 resumiu, de forma breve e direta, o conceito de lavagem de dinheiro em seu Artigo 1º, *in verbis*, já com as alterações impostas pela Lei 12.683/2012:

Art. 1. Ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou propriedade de bens, direitos ou valores provenientes, direta ou indiretamente, de infração penal (BRASIL, 1998).

Frente à característica de ter a ocultação como inerente ao tipo penal, as organizações criminosas têm, no sentido de dificultar a investigação do delito, utilizado estruturas em diferentes jurisdições como uma maneira eficaz e rotineira (DAVIN, 2007).

Discute-se, então, a eficácia da regulação de mercado e o papel que podem exercer as normas penais, abrindo o questionamento se seria possível regular o funcionamento dos mercados por meio da aplicação prática de normas penais e quais tipos de impacto regulatório elas podem alcançar (SAAD-DINIZ, 2014).

Quanto mais complexa a operação contábil e mais sofisticada a engenharia financeira, maiores as chances de impunidade. Por este motivo, a predileção pelo sistema financeiro, especialmente o internacional, e pelos serviços de profissionais provenientes das mais diversas áreas de conhecimento, têm sido utilizadas por diversos

grupos criminosos para conferir aparência de legalidade a condutas que, em verdade, embutem um ou mais delitos (GRANDIS, 2011). Assim, a luta eficaz contra este ilícito passa necessariamente pela capacidade das instituições financeiras de proceder com eficácia na identificação das pessoas que realizam movimentações, ou de seus representantes, se for o caso (CORDERO, 2001).

Por oferecerem uma vasta gama de produtos e serviços que permitem uma rápida circulação de produtos, inclusive os de natureza ilegais, a ocorrência do ilícito de lavagem de dinheiro é crescente e afeta as organizações bancárias sobremaneira, sujeitando-as ao risco de terem seus nomes vinculados a tais fraudes (SILVA; MARQUES; TEIXEIRA; 2011).

É neste sentido a reflexão de Callegari e Weber (2017), abaixo transcrita:

As instituições financeiras tradicionais representam o caminho natural e mais conhecido para transferência de dinheiro, e por esse motivo são os mais fiscalizados. Uma vez que as próprias instituições temem ser um instrumento de lavadores, elas passam a adotar as medidas cabíveis a fim de prevenir administrativamente a ocorrência destes casos, eis que correm o risco de, caso deflagrada alguma investigação dos órgãos de controle, perderem credibilidade no mercado ou sofrerem alguma sanção (CALLEGARI; WEBER, 2017, p.22).

O delito da lavagem de dinheiro parte da ideia de que o agente que busca proveito econômico na prática criminosa precisa confundir a origem dos valores, buscando assim desvinculá-lo de sua procedência delituosa, conferindo-lhe uma aparência lícita, a fim de poder aproveitar os ganhos ilícitos (BALTAZAR, 2012).

O crime de lavagem de dinheiro inexiste sem a ocorrência de uma infração penal antecedente, e inicia-se com a ocultação destes

valores. Diversas operações posteriores buscam dissimular a origem dos bens e se completam com a reinserção dos valores na economia com aparência lícita (BADARÓ; BOTTINI, 2016). Estas três etapas do ilícito de lavagem de dinheiro são frequentemente interligadas ou, às vezes, sobrepostas à etapa anterior, porém não necessariamente ocorrem simultânea e sucessivamente, tendo uma distinção que normalmente serve somente para efeitos didáticos, limitando-se apenas ao valor esquemático e instrumental (ARÁNGUEZ-SÁNCHEZ, 2000; CALLEGARI; WEBER, 2017; RIOS, 2010). Frente a estas ressalvas, cabe ressaltar que, costumeiramente, estas três fases ocorrem no interior do sistema financeiro (SILVA; MARQUES; TEIXEIRA, 2011).

Este complexo emaranhado de operações, integrado pelas etapas de ocultação, dissimulação e integração de bens, direitos e valores, tem por finalidade mascarar sua origem ilícita para que os responsáveis possam escapar da ação repressiva da justiça (MAIA, 1999). As políticas implementadas pelas instituições financeiras para detecção destas etapas envolvem os seguintes elementos-chave: Política de privacidade de clientes; Processos de identificação de cliente; Monitoramento de transações do cliente e gerenciamento de riscos (AZEVEDO, 2019).

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou identificar e analisar de que forma o controle vigente no processo de análise e detecção dos indícios de lavagem de dinheiro, por parte das instituições bancárias, foi impactado em função da implementação de inovações tecnológicas, decorrentes do processo de modernização bancária.

Esta análise se faz necessária pela importância das instituições financeiras determinarem a verdadeira identidade de seus clientes e implementarem mecanismos para verificar sua boa-fé, frente às obrigações de controle e prevenção à lavagem de dinheiro que estas são obrigadas a implementar.

Os processos de digitalização da economia inegavelmente oferecem oportunidade para realizarmos, com ganho de eficiência, serviços prestados atualmente de forma “analógica” pelas empresas já estabelecidas, focando na redução de custos administrativos e na melhora da experiência do cliente. Porém a consolidação destas mudanças no sistema bancário nos conduz a um debate mais amplo da garantia da segurança das relações comerciais em contraposição à restrição da liberdade de ação no mercado.

O paradoxo consiste no fato de que restringir a liberdade econômica de alguns agentes econômicos de fato pode ampliar a segurança comercial, de tal forma que uma restrição da liberdade produz a ampliação da liberdade de outros agentes econômicos (SAAD-DINIZ, 2013).

Acreditamos que este debate, principalmente pelos riscos envolvidos, ganhará rapidamente espaço nas discussões destes novos modelos, impedindo que se criem oportunidades para ocorrência de ilícitos em função de falhas em seu processo de regulação.

A determinação de modelos de gestão de riscos decorrentes da modernização do sistema bancário se constitui como limitação do presente trabalho, servindo de sugestão de pesquisa em estudos futuros.

REFERÊNCIAS

ABFINTECHS - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE FINTECHS; PWC - PRICE WATER HOUSE COOPERS BRASIL LTDA. **Pesquisa Fintech Deep Dive 2018.** 2018. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/se-tores-atividade/servicos-financeiros/pesquisa-fintech-deep-dive-2018.html>. Acesso em 11 jul. 2022.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS DE CAPITAIS. **Ofício n. 003/2020:** edital de Consulta Pública 73/19, que divulga propostas de atos normativos que dispõe sobre a implementação do Sistema Aberto (open banking). São Paulo. 31 jan. 2020. 18 p.

ANSELMO, Márcio Adriano. A União Europeia e as Iniciativas Supranacionais no Combate à Lavagem de Dinheiro. **Revista do Direito Internacional Econômico e Tributário.** V. 5, n. 1, Jan./Jun. 2010. pp. 111-129.

ARÁNGUEZ-SÁNCHEZ, Carlos. **Delito de Blanqueo de Capitales.** Marcial Pons. 2000. 438 p.

ARNER, Douglas. W.; BARBERIS, Janos Nathan; BUCKLEY, Ross. P. The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? **Georgetown Journal of International Law**, v. 047, 2016. pp 1271-1319.

AZEVEDO, Mareska Tiveron Salge de. O *Compliance* Regulatório das *Fintechs*: AML e KYC. In EROLES, Pedro (coord.) **Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento:** aspectos regulatórios das novas tecnologias financeiras. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 227-243.

BACEN - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicado n. 33.455.** Divulga os requisitos fundamentais para a implementação, no Brasil, do Sistema Financeiro Aberto (*Open Banking*). Brasília: Banco Central do Brasil. 24 abr. 2019(a).

_____. **Edital de Consulta Pública 72/2019.** Divulga proposta de atos normativos dispondo sobre o Ambiente Controlado de Testes para Inovações Financeiras e de Pagamento (*Sandbox Regulatório*) e sobre as condições para o fornecimento de produtos e serviços no contexto desse ambiente e no âmbito do Sistema Financeiro Nacional e do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Brasília: Banco Central do Brasil. 28 nov. 2019(b).

_____. **Edital de Consulta Pública 73/2019.** Divulga propostas de atos normativos que dispõem sobre a implementação do Sistema Financeiro Aberto (*Open Banking*). Brasília: Banco Central do Brasil . 28 nov. 2019(c).

_____. **Relatório de Estabilidade Financeira.** Brasília. Vol. 18, n. 2. Out. 2019(d). 70 p.

BADARO, Gustavo; BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Lavagem de dinheiro:** aspectos penais e processuais penais. Revista dos Tribunais. 3 ed. 2016. 400 p.

BALTAZAR, José Paulo. **Crimes federais.** São Paulo: Saraiva, 8. ed. 2012.

BANCO DO BRASIL. Diretoria de Estratégia e Organização. **Fin-techs e Open Banking:** Riscos e Oportunidades. Brasília. 12 mar. 2018. 5 p.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Atualizada até a Emenda Constitucional 105/2019. Brasília: Supremo Tribunal Federal. 2020. 397 p.

_____. Ministério da Justiça. **Exposição de Motivos n. 692.** Brasília. 18 dez. 1996.

_____. **Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998:** Dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores; a

prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei; cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras - COAF, e dá outras providências. Brasília: Diário Oficial da União. 04 mar. 1998.

_____. **Lei n. 12.683, de 9 de julho de 2012:** Altera a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, para tornar mais eficiente a persecução penal dos crimes de lavagem de dinheiro. Brasília: Diário Oficial da União. 10 jul. 2012.

BRODSKY, Laura; OAKES, Liz. **Data sharing and open banking.** McKinsey on Payments. Jul. 2017. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/data-sharing-and-open-banking>. Acesso em 03 jun. 2022.

CALLEGARI, André Luís; WEBER, Ariel Barazzetti. **Lavagem de Dinheiro.** 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017.

CARNEIRO, Fábio Lacerda. Inovações Tecnológicas e Regulação Financeira no Brasil. In EROLES, Pedro (coord.) **Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento:** aspectos regulatórios das novas tecnologias financeiras. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 263-286.

CERNEV, Adrian; DINIZ, Eduardo; JAYO, Martin. **Emergência da quinta onda de inovação bancária.** Proceedings of the Americas Conference on Information Systems (AMCIS). 2009.

COELHO, Francisco da Silva. DUARTE, Hélio Ribeiro. Sistema de controles internos (*compliance*). In CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. CENTRO DE ESTUDOS JUDICIÁRIOS, MINISTÉRIO DA FAZENDA. CONSELHO DE CONTROLE DAS ATIVIDADES FINANCEIRAS. ESCOLA NACIONAL DA MAGISTRATURA. **Seminário Internacional sobre Lavagem de Dinheiro.** Brasília: CJF, 2000. pp. 48-57.

CORDERO, Isidoro Blanco. **La lucha contra el blanqueo de capitales procedentes de las actividades delictivas em em marco de la Unión Europea.** San Sebastian: Eguzkilo, n. 15. Dez. 2001. pp. 07-38.

COSTA, Helena Regina Lobo da. Os exageros e as incoerências da nova Lei n. 12.683. **Valor Econômico.** 15 out. 2012. p. A14.

DAVIN, João. **A Criminalidade Organizada Transnacional:** A Cooperação Judiciária e Policial na UE. 2a ed. Coimbra: Almedina, 2007. 168 p.

DINIZ, Bruno. **O Fenômeno Fintech.** Rio de Janeiro: Alta Books. 2019. 256 p.

ESTELLITA, Heloísa. BOTTINI, Pierpaolo Cruz. Alterações na legislação de combate à lavagem: primeiras impressões. **Boletim do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais.** Ano 20. N. 237. Ago. 2012.

FAVARO, Cristian et al. Bem-vindo a Uber Economia. São Paulo: **Estadão.** Jul. 2016. Disponível em: <https://infograficos.estadao.com.br/focas-ubereconomia/nova-economia.php>. Acesso em 23 jul. 2022.

FEBRABAN - FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS. **Ref.: Edital de consulta pública n° 73** – Banco Central do Brasil, 28 novembro de 2019. Brasília. 31 jan. 2020. 12 p.

FINTECHLAB. **Radar 2020.** 25 ago. 2020. Disponível em: <https://fintechlab.com.br/index.php/2020/08/25/edicao-2020-do-radar-fintechlab-detecta-270-novas-fintechs-em-um-ano/>. Acesso em 26 out. 2022.

FLEMING, Gina et al. **The State Of Consumers And Technology:** Benchmark 2017. Forrester. Jun. 2017. Disponível em: [https://cdn2.hubspot.net/hubfs/197229/The-State-Of-Consumers-And-Technology-Benchmark-2017-US%20\(1\).pdf](https://cdn2.hubspot.net/hubfs/197229/The-State-Of-Consumers-And-Technology-Benchmark-2017-US%20(1).pdf). Acesso em 06 nov. 2022.

FRANCO, David Silva; FERRAZ, Deise Luiza da Silva. Uberização do trabalho e acumulação capitalista. **Cadernos EBAPE BR.** Vol.17, 2019. pp. 844-856.

GEEST, Yuri Van. et al. **Organizações exponenciais.** São Paulo: HSM Editora, 2015.

GOETTENAUER, Carlos. *Open banking* e teorias da regulação da internet. São Paulo: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 82. 2018. pp. 109-130.

GRANDIS, Rodrigo de. **Lavagem de dinheiro:** prevenção e controle penal. Coordenadora Carla Veríssimo Di Carli. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2011.

HILL, Steven. **Raw Deal: How the “Uber Economy” and Runaway Capitalism Are Screwing American Workers.** St. Martin’s Press. 2015. 338 p. [livro digital].

HORN, Guilherme. Um mundo sem bancos. **Estado de São Paulo:** Link Estadão. 06 jun. 2016.

JOBIM, Nélson. A Lei n. 9.613 e seus aspectos. In CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. CENTRO DE ESTUDOS JUDICIÁRIOS, MINISTÉRIO DA FAZENDA. CONSELHO DE CONTROLE DAS ATIVIDADES FINANCEIRAS. ESCOLA NACIONAL DA MAGISTRATURA. **Seminário Internacional sobre Lavagem de Dinheiro.** Brasília: CJF, 2000. pp.10-16.

KING, Brett. **Breaking Banks.** Wiley; 1 ed. Abr. 2014. [livro eletrônico].

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Técnicas de pesquisa:** planejamento e MAZANÉK, Paula. O Papel dos Bancos no Fomento às *Fintechs*. In EROLES, Pedro (coord.) **Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento:** aspectos regulatórios das novas tecnologias financeiras. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 67-78.

LAPIN - LABORATÓRIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS E INTERNET.

Nota Técnica: *Open Banking*. Brasília: UNB. 31 jan. 2020. 20 p.

LEMOS, Ronaldo. KYC, conhecer cliente é graal de fintechs. São Paulo: **Folha de São Paulo**. 04 nov. 2019(a). p. A22.

_____. Superapps: é o ecossistema estúpido! São Paulo: **Folha de São Paulo**. 16 dez. 2019(b). p. 3.

MAIA, Rodolfo Tigre. **Lavagem de dinheiro**. São Paulo: Malheiros, 1999.

MEIRELLES, Fernando S. **30ª Pesquisa Anual FGVCia do Uso do TI**. FGVEASP, 2019.

MELLO, João Manoel Pinho de. In. BACEN - Banco Central do Brasil. **Workshop Open Banking**. Brasília. 15 mai. 2019.

MOTTIS, Stanley. E. Ações do Combate à Lavagem de Dinheiro em Outros Países: experiência Americana. In CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. CENTRO DE ESTUDOS JUDICIAIS, MINISTÉRIO DA FAZENDA. CONSELHO DE CONTROLE DAS ATIVIDADES FINANCEIRAS. ESCOLA NACIONAL DA MAGISTRATURA. **Seminário Internacional sobre Lavagem de Dinheiro**. Brasília: CJF, 2000. pp.22-29.

NASCIMENTO, Loise C.. Era *Open Banking*: a Tecnologia na Revolução do Sistema Financeiro. In EROLES, Pedro (coord.) **Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento**: aspectos regulatórios das novas tecnologias financeiras. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 147-156.

NETO, Roberto Campos. **AGENDA BC#**: Uma Pauta para o Sistema Financeiro do Futuro. Brasília. Jan. 2019.

NÚÑEZ, Eloy Velasco. Estafa informática y banda organizada. “phishing”, “pharming”, “smishing” y muleros. Barcelona: La Ley

Penal: **Revista de Derecho Penal y Penitenciario**, n. 49, pp. 19-29. 2008.

OIOLI, Erik Frederico. SILVA, Rafael Toni. ZILITO, Matheus. *Fintechs e a regulação do sistema financeiro nacional*. In OIOLI, Erik (coord.) **Manual do Direito para Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. 256 p. [livro eletrônico].

PEREZ, Rafaella Di Palermo. STROHL, Juliana. *Open Banking: contexto cultural e experiência internacional*. In EROLES, Pedro (coord.) **Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento: aspectos regulatórios das novas tecnologias financeiras**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 31-48.

RIOS, Rodrigo Sánchez. **Direito Penal Econômico**: advocacia e lavagem de dinheiro: questão de dogmática jurídico-penal e de política criminal. São Paulo: Saraiva. Série GVlaw; 2010. [livro eletrônico].

RIZZO, Maria Balbina Martins de. **Prevenção à lavagem de dinheiro nas instituições do mercado financeiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2013. [livro eletrônico].

ROHAN, Paul. **Open Banking Strategy Formation**. Califórnia: Create Space Independent Publishing Platform. Abr. 2017. 150 p. [livro eletrônico].

SAAD-DINIZ, Eduardo. Eduardo. O sentido normativo dos programas de *compliance* na AP 470. **Revista dos Tribunais**, n. 933, 2013, pp. 151-165.

_____. A nova lei de lavagem de dinheiro: compreendendo os programas de criminal *compliance*. **Revista Digital IAB**. Jul. 2014, pp. 100-107.

SADDI, Jairo. Uberização do sistema financeiro. **Valor Econômico**. 23 set. 2019. p. A17.

SANTOS, Márcio Carneiro dos. Conversando com uma API. São Carlos UFSCAR: **Revista Geminis**, Ano 4, n. 1, 2013, pp. 89-107.

SILVA, Jorge Luiz Rosa da; MARQUES, Luis Fernando Bicca; TEIXEIRA, Rosane. Prevenção à Lavagem de Dinheiro em Instituições financeiras: avaliação do grau de aderência aos controles internos. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, vol. 8, n. 4, out., 2011, pp. 300-310.

SQUARRONI, Christian. O *Sandbox* Regulatório e o Novo Papel do Regulador Financeiro. In EROLES, Pedro (coord.) **Fintechs, bancos digitais e meios de pagamento**: aspectos regulatórios das novas tecnologias financeiras. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 157-178.

TEODORO, Maria Cecília Máximo. **Disrupção, economia compartilhada e o fenômeno Uber**. Revista da Faculdade Mineira de Direito: PUC Minas. V. 20, n. 39, 2017.

USBORNE, Simon. **An Uber for everything: the surge in on-demand apps**. The Guardian. 03 mai 2016. Disponível em: <https://www.theguardian.com/technology/2016/may/03/an-uber-for-everything-the-surge-in-on-demand-apps>. Acesso em 23 set. 2022.

WINTER, Estéfano Luis de Sá. *Sandbox* Regulatória e os Desafios da *Fintechs*. Belo Horizonte: **Revista de Estudos Jurídicos Una**. Vol. 5, n.1, 2018. pp. 60-73.

O TRATAMENTO DA LIQUIDEZ NO MERCADO SECUNDÁRIO DE AÇÕES NO BRASIL³¹²

Yasmin Fernandes Reis

RESUMO: O mercado de capitais brasileiro está em processo de desenvolvimento e a liquidez tem um papel de destaque. O presente artigo se destina a examinar como a liquidez tem sido tratada pela regulação a partir da análise das discussões sobre ambientes de negociação de grandes lotes e *Retail Liquidity Provider*. Após abordar o conceito da liquidez, seus efeitos sobre o preço e retorno das ações, bem como a relação desta com a regulação, observa-se que a regulação brasileira trata as discussões sobre a liquidez no mercado secundário de ações por meio de uma abordagem gradual e/ou experimental, aberta à implementação de novas iniciativas, com diálogos constantes entre o regulador, bolsa de valores e participantes do mercado.

Palavras-chave: Liquidez; Mercado secundário; Ações, Regulação.

ABSTRACT: The Brazilian capital markets is in the process of development and liquidity plays a prominent role. This article aims to examine how liquidity has been treated by regulation based on the analysis of discussions on large block-trade facilities and *Retail Liquidity Provider*. After approaching the concept of liquidity, its effects on the price and return of shares, as well as its relationship with regulation, it is observed that Brazilian regulation deals with discussions about liquidity in the secondary stock market through a gradual and/or experimental approach, open to the implementation of new initiatives, with constant dialogue between the regulator, the stock exchange and market participants.

Keywords: Liquidity; Secondary markets; Stocks, Regulation.

³¹² O presente trabalho foi realizado com apoio da Fundação Getúlio Vargas, por meio da bolsa Mario Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa.

1. INTRODUÇÃO

A liquidez é amplamente conhecida como a habilidade de negociar determinada quantidade de um ativo, a qualquer tempo, sem incorrer em uma alteração significativa no preço³¹³.

Especificamente com relação ao mercado secundário de ações brasileiro, nota-se que o nível de concentração das negociações é alto. Conforme destacado pela área técnica da Comissão de Valores Mobiliários (CVM):

“[...] os dados revelam que o mercado brasileiro é enormemente concentrado. Isso significa que uma parte imensa dos volumes é negociada em pouquíssimas operações. [...] Com efeito, um levantamento da representatividade do volume financeiro das posições por percentil do número de posições demonstrou que mais de 75% do volume direcional é realizado por 1% das posições. Por outras palavras, 1% das posições formadas ou desfeitas representam mais de 75% de todo o volume direcional negociado em bolsa [...]” (destacou-se)³¹⁴.

Além disso, existe uma preocupação constante dos participantes do mercado com a possível falta de liquidez: “*Nossos acionistas podem encontrar limitação substancial na capacidade de venderem as ações da Companhia pelo preço e na ocasião que desejarem, devido à volatilidade e à liquidez reduzida do mercado brasileiro [...]*” (destacou-se)³¹⁵.

313 HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practitioners.** New York: Oxford University Press, 2003, p. 394.

314 Trecho foi escrito no contexto da audiência restrita para discussão sobre a negociação de grandes lotes de ações. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução CVM nº 135/2022.** Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022, p. 16

315 MAGANIZE LUIZA S.A. **Formulário de referência: Fatores de risco.** Versão 11, datada de 26/04/2022, p. 38. Disponível em: <<https://ri.magazineluiza.com.br>>

Um mercado líquido pode contribuir para a redução de custos de transação, aumento da eficiência alocativa do mercado, redução do custo de capital para as companhias, bem como a manutenção da estabilidade do mercado³¹⁶. Logo, o desenvolvimento do mercado brasileiro passa pela busca da liquidez³¹⁷.

Há diversas alavancas que podem contribuir com o fomento da liquidez, em especial relacionadas à ampliação da base de investidores (pessoas físicas e investidores internacionais), aumento da oferta de valores mobiliários e aprimoramentos da microestrutura do mercado³¹⁸.

Entende-se como microestrutura de mercado o estudo dos ambientes de negociação de ativos financeiros e seus mecanismos³¹⁹. Atualmente, a microestrutura é objeto da regulação de mercado³²⁰.

com.br/ListGroup/Download.aspx?Arquivo=/HRQEGBxzn85RmjV2IAk/A==&IdCanal=ZNblHtomXIPEN1ssTVaUhQ==>. Acesso em 15 de outubro de 2022.

316 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 6-8. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

317 “*Liquidity is a critical component of financial market development. As liquidity serves to deepen and strengthen financial markets, measures aimed at promoting liquidity will have a positive impact on overall financial market development. Growing liquidity is therefore a critical objective for market regulators, exchanges, issuers, and investors*” (destacou-se). WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 5. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

318 WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (WFE); OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 37-38. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

319 HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 3.

320 “*The establishment of trading systems including securities exchanges should be subject to regulatory authorization and oversight*”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Objectives and principles of securities regulation**. 2007, p. 12. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

A regulação, por sua vez, tem como objetivos: proteger investidores, assegurar que o mercado seja eficiente, justo e transparente, bem como reduzir o risco sistêmico (objetivos que coincidem, em certa medida, com os benefícios de um mercado líquido). Esses objetivos também são refletidos nas normas que regem o nosso mercado, como o art. 4º da Lei nº 6.385/76.

Nesse contexto, dado que a liquidez é essencial para o desenvolvimento do mercado brasileiro, como a nossa regulação, no nível da microestrutura, tem tratado esse tema atualmente?³²¹

O presente artigo se destina explorar essa questão, em quatro seções. A primeira buscará elucidar o conceito de liquidez e as formas de mensurá-la. A segunda seção trará a relação entre a liquidez, preço e retorno das ações, para demonstrar a relevância do tema para os investidores, em especial em mercados emergentes³²². Na sequência, será trazida a relação entre a regulação e a liquidez. Por fim, serão abordados os ambientes de negociação de grandes lotes de ações e o *Retail Liquidity Provider*, para identificar o que a discussão recente sobre esses temas pode nos dizer sobre regulação brasileira³²³.

O método utilizado será, essencialmente, o de revisão bibliográfica. Serão mobilizados conceitos da literatura de finanças (com foco na microestrutura de mercado), partindo de estudos

321 Vale destacar que, ao longo do texto, o termo regulação será empregado em um sentido amplo, incluindo todas as normas destinadas a organizar a microestrutura de mercado, incluindo a legislação aplicável, normas emitidas pela CVM e B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (autorregulação).

322 Não há uma definição oficial do que seria um mercado emergente. A IOSCO, por exemplo, utilizou a classificação do *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional (FMI) para analisar quais fatores podem influenciar a liquidez nesses mercados (“*Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee*”). Já a WFE, em estudo sobre o tema (“*Enhancing liquidity in emerging market exchanges*”), se baseou na classificação elaborada pelo The Financial Times Stock Exchange (FTSE). Ambos os estudos estão citados acima.

323 Destaca-se que estes mecanismos foram escolhidos por serem objeto de debate recente e por ilustrar, de formas diferentes, como a regulação lida com a liquidez no Brasil. Outros mecanismos também podem contribuir para o tratamento da liquidez, tanto diretamente (e.g. formador de mercado, regras de *free float*, *circuit breaker*), quanto indiretamente (e.g. boas práticas de governança corporativa). Sobre a relação entre liquidez e regulação, vale destacar TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 87-90.

teóricos e empíricos. Também será aplicado o repertório de teoria da regulação, bem como a análise de documentos de audiências públicas e normas aplicáveis a cada instituto.

Espera-se que, ao final do texto, tenhamos uma visão geral da relevância e impacto da liquidez no mercado brasileiro, com uma noção inicial e não exaustiva acerca do tratamento oferecido pela nossa regulação.

2. O QUE É A LIQUIDEZ?

Imaginemos um investidor que detém ações de emissão de uma companhia listada na bolsa de valores local. Por um motivo pessoal e urgente, esse investidor precisa realizar em dinheiro suas aplicações financeiras, incluindo a posição mantida na companhia.

A partir daqui há, basicamente, dois cenários possíveis: ou ele terá facilidade para encontrar um ou mais investidores interessados em comprar suas ações, naquele mesmo dia, com um preço igual ou muito próximo ao preço que ele gostaria de vender; ou ele terá dificuldade para encontrar um comprador que esteja disposto a pagar o preço ideal e, consequentemente, acabará adiando a negociação ou aceitando o preço inferior oferecido pelo comprador.

É intuitivo concluir que, no primeiro cenário, há liquidez. No segundo, ela é ausente ou reduzida. Mas como podemos confirmar essa ideia?

Na prática, a liquidez pode ser verificada pelo comportamento do livro central de ofertas.

O livro de ofertas consiste no sistema que agrupa as ordens de compra e venda de determinada ação, organizadas pelo valor (decrescentes preços de compra e crescentes preços de venda), sendo que as ordens de mesmo preço são organizadas cronologicamente (da mais antiga para a mais atual)³²⁴. Quando as ordens são fechadas, elas deixam o livro e o preço desta operação passa a ser o preço

³²⁴ Art. 119, §1º, Resolução CVM nº 135: “§ 1º Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a

corrente³²⁵. Para fins de ilustração, vejamos um exemplo simplificado de informações que constam livro de ofertas³²⁶:

Tabela 1: exemplo simplificado de informações do livro central de ofertas

Ordens de compra				Ordens de venda			
Intermediário	Preço	Quantidade	Horário	Intermediário	Preço	Quantidade	Horário
XYZ	74,42	300	11:49:39	XYZ	74,48	300	11:49:35
CDE	74,41	100	11:46:55	CDE	74,48	500	11:49:40
XYZ	74,36	400	11:48:30	XYZ	75,74	100	08:25:17
CDE	74,36	400	11:48:32	XYZ	76,00	150	08:02:02
XYZ	74,00	13	10:56:00	CDE	76,77	20	07:01:01
CDE	73,75	100	11:28:02	XYZ	77,00	100	09:15:00

Se o livro indica que há poucas ordens para compra/venda daquela ação, ou se as ordens contêm uma pequena quantidade de ações disponíveis, entende-se que não há profundidade suficiente no livro. Ou seja, as ordens existentes para negociação daquela ação não seriam capazes de absorver uma grande demanda de compra ou venda.

Além disso, se o livro indica que as ordens disponíveis elegem preços muito descolados do preço médio daquela ação, para mais ou para menos, entende-se que falta amplitude no livro³²⁷. O ideal seria

ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação, ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM.”.

325 B3 S.A. – BRASIL, BOLSA E BALCÃO: **Book em um day trade**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/mercado-de-acoes/book-em-um-day-trade.htm. Acesso em 03 de março de 2023.

326 Tabela adaptada a partir do exemplo trazido por FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 24.

327 BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 5. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>>. Acesso em 04 de maio de 2023.

que as ordens oferecessem preços mais próximos da média, para que a negociação de uma maior quantidade não resultasse em um prejuízo ao investidor³²⁸ – por exemplo, é mais desejável que uma ordem de compra seja executada contra ordens de venda que têm um preço próximo da média, do que ser executada contra ordens de venda que exigem um preço muito mais alto³²⁹.

Por fim, também é possível que o livro passe por momentos de instabilidade como, por exemplo, em decorrência de informações divulgadas sobre a companhia emissora que ainda não foram adequadamente compreendidas pelos investidores. Nessas situações os preços tendem a ser descolados do preço médio do ativo por um período. Se o mercado consegue se recuperar rapidamente após essa oscilação, entende-se que ele é resiliente³³⁰.

Nesse contexto, a literatura especializada define a liquidez como a habilidade de negociar uma grande quantidade de ativo, a qualquer momento, sem um impacto significativo no preço³³¹, sendo a profundidade, amplitude e resiliência dimensões comumente analisadas para verificar o nível de liquidez de uma ação, de uma carteira de investimentos ou o mercado em geral.

328 Sobre a relação entre estas duas dimensões da liquidez: “Enquanto a profundidade diz respeito ao volume que se pode negociar por um determinado preço; a amplitude diz respeito ao preço pelo qual se pode negociar um determinado volume”. TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 48.

329 “Market liquidity, an important factor that affects market efficiency, is primarily determined by the effectiveness and efficiency of the market’s price discovery function. **For instance, the uncertainty as to the execution price is low for liquid markets.** This does not necessarily imply that the execution price is identical to the mid-price of the bid-ask spread; **but rather that the deviation between the two should be predictable and minimal.** In practice, this is likely to be associated with low and stable bid-ask spreads.” (destacou-se). INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 7. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

330 SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 60-61.

331 HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 394.

É importante mencionar que, por ser um conceito multidimensional, analisar a liquidez diretamente é difícil. Por isso, ela costuma a ser a mensurada por meio de algumas *proxies*. Uma das mais amplamente conhecidas é o *bid-ask spread*.

Trata-se da diferença entre o preço da melhor ordem de compra (preço mais alto) e a melhor ordem de venda (preço mais baixo). Se esta diferença for pequena, é possível entender aquela ação como líquida, dado que comprador e vendedor não teriam que incorrer em descontos significativos para concluir a negociação. Em contrapartida, se houver um espaço grande entre estes dois preços, menor a probabilidade da negociação ocorrer e, quando ocorrer, mais desfavorável para uma das partes³³². Logo, quanto maior o *bid-ask spread*, maior a variação do preço, indicando um menor nível de liquidez daquela ação³³³.

Além do *bid-ask spread*, há outros dados que podem ser utilizados como *proxies* para medir a liquidez, tais como: quantidade de negócios (número de vezes que a ação foi negociada em um período), volume negociado (soma do valor das negociações de uma ação em um período), *turnover* (relação entre a quantidade de ações em circulação e a quantidade negociada), entre outros³³⁴.

Entender o conceito de liquidez e como ele pode ser mensurado é importante para os investidores, considerando que ela pode interferir no preço da ação e no retorno esperado (como veremos na seção 2 adiante), que são fatores essenciais para a tomada da decisão de investimento.

332 FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 12-13.

333 O *bid-ask spread* é amplamente reconhecido como *proxy* para medir a liquidez, mas há críticas acerca de sua precisão: “A utilização do *bid-ask spread* como parâmetro de iliquidez foi criticada por Brennan e Subrahmanyam (1996). Na opinião dos pesquisadores, esta medida seria imprecisa porque muitas negociações envolvendo grandes quantidades de ativos ocorrem fora do spread médio, enquanto muitas operações envolvendo pequenas quantidades ocorrem dentro do spread.”. CUNHA, George A. S. P. **Prêmio de liquidez de ações brasileiras**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia Empresarial e Finanças da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2020, p. 15.

334 TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 52-53.

Do ponto de vista regulatório, é importante que as normas de organização do mercado secundário de ações compreendam e tratem esse fenômeno adequadamente, para garantir que os principais objetivos da regulação sejam atingidos: proteção de investidores, manutenção de um mercado justo, eficiente e transparente e redução do risco sistêmico³³⁵.

3. POR QUE ELA É IMPORTANTE PARA OS INVESTIDORES?

A liquidez pode ser considerada como um fator importante para a decisão de investimento, vez que pode representar um risco adicional à negociação. Esse risco pode ser traduzido em variações no preço e no retorno de uma ação.

Analizando o mercado norte-americano Yakov Amihud e Haim Mendelson³³⁶ concluíram que, se o *bid-ask spread* de uma ação for pequeno (ou seja, se a ação for líquida), o preço dela tende a ser maior. Isso porque investidores estarão dispostos a pagar um valor mais elevado para não incorrer no risco de futura dificuldade de negociar a ação³³⁷.

Em contrapartida, se o *bid-ask spread* for amplo (ou seja, se a ação for ilíquida) o preço tende a ser menor, sendo necessário atrair investidores avessos ao risco, que não estão dispostos a pagar muito por aquela ação. Além disso, espera-se que o retorno seja maior, para

335 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Objectives and principles of securities regulation.** 2017, p. 3. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>. Acesso em 25 de abril de 2023.

336 “Os primeiros estudos sobre liquidez são atribuídos a Keynes com o conceito da velocidade da circulação do dinheiro no seu livro *A Treatise on Money* (1930). Porém, a busca pelo entendimento entre a relação de liquidez e retorno é mais recente, começando a ser explorada de modo mais contundente com o trabalho de Amihud e Mendelson (1986), ao analisar as ações da NYSE (New York Stock Exchange) entre 1961 e 1980 e concluir que a relação entre a expectativa de retorno e a liquidez definida pelo spread entre bid-ask é uma função crescente e côncava.”. CHIARA, Marco M. **Prêmio de liquidez de ações: um estudo para o mercado brasileiro.** Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2014, p. 11.

337 AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. **Liquidity and stock returns.** Financial Analysts Journal. Maio/Junho, 1986, p. 43-48.

compensar os futuros custos que serão incorridos pelo investidor ao tentar negociar a ação de menor liquidez. A tabela abaixo resume esta relação:

Tabela 2: resumo da relação entre bid-ask spread, preço e retorno em mercados desenvolvidos

	Ação 2 (mais líquida)	Ação 1 (menos líquida)
Bid-ask spread	Menor	Maior
Preço	Maior (investidor dispos- to a pagar mais)	Menor (para atrair o investidor)
Retorno	Menor (a negociação desta ação no futuro exigirá me- nos custos adicionais)	Maior (para compensar os cus- tos da iliquidez no futuro)

A relação demonstrada acima entre liquidez, preço e retorno foi estudada por outros pesquisadores em mercados desenvolvidos, que confirmaram os achados de Amihud e Mendelson. Porém, com relação aos mercados emergentes, como o Brasil, os resultados são divergentes. Não há um consenso acerca da relação entre liquidez, preço e retorno, inclusive quando são testadas outras medidas além do *bid-ask spread*³³⁸.

338 “Após este artigo, diversos trabalhos testaram outros períodos de amostra, outras classes de ativos e outros indicadores de liquidez em mercados desenvolvidos, obtendo resultados semelhantes, como é o caso de Holmstrom e Tirole (2001), Acharya e Pedersen (2005), Liu (2006) e Fang et al. (2009). Porém, os resultados obtidos em mercados emergentes têm-se mostrado divergente entre si, pois apesar de haver um consenso de que a liquidez é estatisticamente significativa no retorno, alguns trabalhos concordam com a relação crescente do prêmio adicional pela falta de liquidez, como Bruni e Famá (2008) e Machado e Medeiros (2012), e outros não encontram esta relação de forma tão clara, por exemplo, Jun, Marathe e Shawky (2003), Vieira et al. (2007) e Correia e Amaral (2008).” (destacou-se). CHIARA, Marco M. **Prêmio de liquidez de ações: um estudo para o mercado brasileiro**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2014, p. 11.

Por exemplo, o estudo conduzido por Márcio Machado e Otávio Medeiros, em 2010, examinou as seguintes variáveis como medidas de liquidez: volume negociado, negociabilidade, quantidade de negócios e *turnover* padronizado. Naquela ocasião, concluiu-se que as hipóteses de que há um prêmio de liquidez no mercado brasileiro, bem como de que a liquidez é precificada e explica parte da variação do retorno das ações, não podem ser rejeitadas³³⁹.

A dissertação de mestrado de Marco Modotte Chiara, em 2014, utilizou como proxies o *spread*, *turnover*, número de negócios e volume financeiro negociado. A pesquisa indica que, das quatro variáveis, as três primeiras demonstram a existência de um prêmio de liquidez, porém a quarta não confirma esse achado, sendo positivamente correlacionada ao retorno. Além disso:

“[...] ao calcular-se o alfa de cada carteira não foi observado estatisticamente seu aumento ao diminuir a liquidez da carteira, contrariando parte da literatura atual e o resultado inicialmente esperado. [...] **O trabalho não encontrou uma função crescente entre retorno e liquidez, contrariando a literatura de mercados desenvolvidos e alguns estudos no mercado brasileiro.** Porém, corrobora para alguns trabalhos sobre o mercado local e em países emergentes que também não observaram esta função crescente.” (destacou-se)³⁴⁰.

Essa divergência acerca dos possíveis efeitos da liquidez traz inseguranças ao investidor acerca dos possíveis resultados de sua decisão de investimento. A sensibilidade do tema reforça a importância de um olhar regulatório sobre ele, mas questiona-se: em que medida há uma relação entre liquidez e regulação?

339 MACHADO, Márcio A. V; MEDEIROS, Otávio R. de. **Modelos de precificação de ativos e o efeito liquidez: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro.** Revista Brasileira de Finanças, vol. 9, nº 3, Setembro de 2011, p. 382-412.

340 CHIARA, Marco M. **Prêmio de liquidez de ações: um estudo para o mercado brasileiro.** Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2014, p. 49-50.

4. INTERAÇÃO ENTRE A LIQUIDEZ E A REGULAÇÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE AÇÕES

Do ponto de vista da regulação, os seus objetivos, em maior ou menor medida, têm relação com os níveis de liquidez de um mercado. Do lado da liquidez, os fatores que a influenciam em um mercado emergente podem ser tangenciados pela regulação.

A International Organization of Securities Comission (IOSCO) – organização que congrega reguladores ao redor do mundo visando a promover uma agenda regulatória global – estabelece que a regulação tem três objetivos principais: (i) a proteção de investidores; (ii) a manutenção de um mercado justo, eficiente e transparente; e (iii) a redução do risco sistêmico.

A Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, estabelece no artigo 4º as atribuições da CVM, enquanto regulador brasileiro. Dentre as atribuições, também constam a proteção de investidores (inciso IV), o funcionamento eficiente, justo e transparente do mercado (incisos II, III, VI e VII)³⁴¹.

A transparência (divulgação obrigatória de informações claras, verídicas e objetivas), é o pano de fundo da discussão sobre eficiência do mercado. Isso porque, entende-se que o mercado é eficiente quando os preços praticados refletem as informações disponíveis. Sem transparência (na ausência de informações ou com informações incorretas), a formação de preços é prejudicada, o que tende a aumentar o *bid-ask spread*. Como vimos acima, se adotarmos o *bid-ask spread* como métrica, quanto maior ele for, menos líquido o mercado³⁴².

341 O risco sistêmico não é literalmente abordado pela norma, mas pode ser entendido como premissa, condição prévia a ser buscada e mantida, no exercício das atribuições do regulador.

342 “*The two main determinants of market efficiency are share price accuracy and financial liquidity. More accurate share prices and more liquid trading enhance the efficiency of financial markets.*” (destacou-se). GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. **The essential role of securities regulation.** Duke Law Journal, v. 55, 2006, p. 714. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Disponível em 04 de maio de 2023.

Há um aumento potencial do *bid-ask spread* porque investidores passam a ter uma desconfiança em relação ao nível de conhecimento da contraparte acerca do preço da ação. Se o vendedor supõe que o comprador tem informações privilegiadas (não divulgadas) acerca da companhia emissora, ele tende a alterar o preço da ordem de venda, para mais ou para menos, visando a evitar um potencial prejuízo de estar supostamente menos informado³⁴³.

Aqui é possível notar que a eficiência do mercado depende do nível de transparência praticado, que pode ser alterado/aprimorado pela regulação, por meio da elaboração de normas de *disclosure* obrigatório. Em tese, tais normas podem contribuir com a redução da assimetria informacional e, consequentemente, viabilizar um aumento de liquidez.

A proteção de investidores abrange diversos tipos normas, além do regime informacional, tais como: aquelas que proíbem práticas abusivas³⁴⁴ (ou seja, buscam um mercado justo), as que tratam do conflito de interesses entre o investidor e intermediários³⁴⁵, as que oferecem meios de resarcimento de prejuízos³⁴⁶, entre outros.

343 “*Why is informational efficiency desirable in terms of the functioning of the financial system? Informationally efficient markets stimulate liquidity.* To see this, consider a market that is known not to be informationally efficient. In such a market, some parties will assume that their counterparty is buying/selling on the basis of superior information and thus would shade the price at which they will transact. (This is called ‘widening the bid-ask spread.’) Other parties would prefer to delay trading until they believe all relevant information has been incorporated into the price. *Both scenarios will reduce the number of parties willing to trade and consequently will impede liquidity.* Greater liquidity in turn helps to mobilize investors to participate in the market.” (destacou-se). ARMOUR, John et al. *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University, 2016, p. 134-135.

344 Vide arts. 27-C, 27-D e 27-E, da Lei nº 6385/76, que tipifica os crimes de manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Vide também Resolução CVM nº 62/22, que proíbe o uso de práticas não equitativas e de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas.

345 Vide regras sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente previsto na Resolução CVM nº 30/2021.

346 Vide regras sobre o mecanismo de resarcimento de prejuízos, previsto nos artigos 124 e seguintes da Resolução CVM nº 135/2022.

Nesse contexto, a manutenção de um mercado justo e a proteção de investidores são objetivos da regulação que se relacionam com a liquidez porque resultam na atração de mais investidores ao mercado, em especial pessoas físicas³⁴⁷. Um maior número de investidores ativos pode indicar um maior volume de ordens de compra/venda, o que pode conduzir a níveis mais elevados de negociação.

Com relação ao último objetivo da regulação, a relação com a liquidez consiste em uma dinâmica simples, porém essencial: “*A liquid market in normal times may enhance the confidence of market participants in its functioning and contribute to its resiliency against stress or shocks, thus lowering the systemic risk*”³⁴⁸.

Do ponto de vista da liquidez, há alguns fatores que podem influenciar o seu crescimento em mercados emergentes, como: a ampliação da base de investidores (pessoas físicas e investidores internacionais), aumento da oferta de valores mobiliários e avanços em microestrutura do mercado, oferecendo ambientes mais propícios à negociação³⁴⁹.

Em maior ou menor medida, a regulação pode interagir com esses fatores ao, por exemplo, otimizar os procedimentos de investimento estrangeiro para atrair capital vindo do exterior, simplificar o processo de listagem e oferta de valores mobiliários pelas companhias, e

347 “*In addition to providing retail investors with the tools to understand the risks of investment, regulators and market operators also ensure the existence of relevant investor protection schemes. These include providing investors with accessible dispute resolution mechanisms, creating a fund to compensate investors who suffer financial loss due to misconduct by intermediaries (available as a last resort where the bank/broker is not able to ‘make good’ the client), and ensuring that investments targeting retail investors are presented in an understandable manner*” (destacou-se). WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 12. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

348 BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 11-12. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>>. Acesso em 04 de maio de 2023.

349 WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 37-38 Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

aprimorar as regras aplicáveis à microestrutura de mercado (como veremos na seção a seguir).

Por fim, também é necessário ter em mente que a regulação enfrenta alguns desafios. É importante que o ambiente no qual ela se insere seja favorável ao crescimento da liquidez³⁵⁰, bem como alinhada com o grau de desenvolvimento e particularidades daquele mercado emergente³⁵¹.

Assim, sendo possível visualizar que há uma relação entre liquidez e regulação, especialmente em mercados emergentes, agora nos cabe investigar como a regulação brasileira tem tratado do tema atualmente.

5. ANÁLISE DE INSTITUTOS QUE TRATAM DO TEMA, SOB A ÓTICA DA REGULAÇÃO DE MICROESTRUTURA DE MERCADO

De início, vale apontar que investidores diferentes tem necessidades diferentes quando se trata de liquidez. Investidores institucionais, que comumente são titulares de participações robustas em companhias abertas, precisam de suporte para negociar volumes significativos com o menor impacto possível no preço: daí surge a necessidade de criar ambientes/procedimentos específicos para negociar grandes lotes.

350 “[...] Secondly, in many cases, the success of the initiatives implemented by regulators was dependent on the overall domestic operating environment. Thirdly, responses suggested that instead of a dominant single factor, liquidity levels tend to be influenced by a combination of factors.[...]”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO).

Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee. 2007, p. 10. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022

351 “However, it is importante to note there is no ‘one-size-fits-all’ solution. The effectiveness of any one lever will depend both on the dynamics of the particular market and on how well it is implemented. What worked in one country may not work in another. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges.** 2016, p. 36. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

Já investidores de varejo (pessoas físicas), têm preocupações diferentes, mas também precisam de suporte. Em especial para negociar a qualquer tempo, com menor dificuldade para encontrar uma contraparte: em resposta, surge o *Retail Liquidity Provider*.

Ambos os mecanismos serão trazidos nessa seção por destiques diferentes. A discussão recente sobre grandes lotes decorre da sugestão da CVM de ampliar a variedade de ambientes que podem realizar esse tipo de negociação. Já o RLP surgiu a partir de uma inovação trazida para o mercado brasileiro por um intermediário, para negociação de outros ativos, que posteriormente foi estruturada pela bolsa de valores e que hoje está sob período experimental para ações.

Para capturar essas particularidades, esta seção trará as dificuldades de negociar grandes lotes e o que motivou a proposta da CVM para, na sequência, destacar as *proxies* que o regulador elegeu para medir a liquidez no Brasil.

Na sequência, traremos o *Retail Liquidity Provider* e o processo gradual de inserção dele como um mecanismo de liquidez no mercado de ações.

5.1 GRANDES LOTES

Negociar um pequeno conjunto de ações é tarefa rotineira para diversos investidores. Porém, determinadas decisões de negócios exigem a movimentação de parcela significativa do volume diário de negociação. Operações com grandes lotes podem levar à uma distorção no preço, gerar assimetria de informações, entre outras complicações que precisam ser avaliadas sob uma lente regulatória.

De início, retomemos à noção de livro central de ofertas, mencionadas na seção 2 acima. Há, principalmente, duas formas de interagir com o livro: por meio de ordens limitadas e ordens à mercado. Enquanto as primeiras definem a quantidade e o preço desejados pelo investidor, as últimas especificam apenas a quantidade, sendo que o

preço de execução consistirá na soma dos preços das ordens existentes no livro, que alcancem a quantidade fixada pelo investidor.

Na prática, a principal diferença entre estas duas é a impossibilidade de garantir que a ordem limitada será executada, dado que ela depende da existência de uma ordem no sentido contrário que atenda ao seu critério de preço. Já a ordem à mercado é sempre executada imediatamente, independentemente do preço médio.

Pensando na dinâmica dos grandes lotes, a ordem será inicialmente executada no melhor preço (topo do livro), porém é comum que este preço não preencha a totalidade da quantidade de ações desejada pelo investidor. Assim, a ordem do grande lote seguirá sendo executada contra os demais preços, sequencialmente piores, até que seja alcançada a quantidade desejada.

A alternativa seria executar pequenas ordens limitadas, com o preço desejado e na quantidade que for disponível naquele pregão. O problema é que este “fatiamento” da ordem pode alongar o tempo de execução da operação e expor o investidor a preços possivelmente piores no futuro, enquanto não conseguir montar/desfazer a sua posição naquela ação.

Nesse contexto, é possível identificar dois pontos de atenção importante sobre o tema: o primeiro é que a negociação de um grande lote, por meio de uma ordem à mercado, pode levar a um aumento/queda temporário no preço do ativo, considerando que os melhores preços de compra/venda serão absorvidos pela ordem, restando apenas os preços seguintes para negociações posteriores ao grande lote³⁵². O segundo ponto é que a negociação por meio de ordens

352 FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: theory, evidence, and policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 25: “*The buy price rises with order size, because the buyer has to “walk up” the schedule of sell limit orders to fill his own buy order. Symmetrically, the sell price is decreasing with the size of the order, as the seller has to “walk down” the schedule of buy limit orders. Thus larger orders are associated with a greater difference between the average execution price for buy and sell market orders—the “weighted average bid-ask spread.” A market in which investors can trade large quantities without substantially moving the price—that is, where the weighted average bid-ask (p.21) spread does not increase much with trade size—is said to be “deep.” Therefore, market depth is inversely related to the weighted average spread for large trade size*”.

limitadas sequenciais, pode acarretar ineficiências que também são desfavoráveis aos investidores.

Tanto a distorção artificial do preço quanto o fatiamento da ordem são indesejadas pelo mercado. Além disso, há quatro momentos que merecem atenção especial: a busca por uma contraparte, a divulgação da intenção de negociar, a fixação do preço e execução da ordem³⁵³.

No primeiro momento, quando o investidor decide negociar um grande lote, há um problema de demanda latente, dado que não é fácil encontrar um outro investidor que manifeste interesse em ser a contraparte da operação. A divulgação de qualquer informação sobre a intenção de negociar é sensível, o que dificulta a aproximação entre comprador/vendedor. Há um processo de busca e identificação de potenciais investidores a partir da exploração de contatos e da análise do histórico de operações dos participantes, o que é complexo e demorado de conduzir.

Na sequência, a escolha do momento exato de divulgar a intenção de negociar um grande lote (ou seja, o momento de inserção da ordem no livro) é importante, dado que pode incentivar *traders* a alterar a sua estratégia para obter vantagens a partir da oscilação do preço, decorrente da execução da ordem. Por exemplo: aqueles que querem negociar no mesmo sentido do grande lote (comprar ou vender) podem se adiantar para aproveitar o preço inicial, ao passo que aqueles que negociam em sentido oposto, podem adiar a colocação de ordens para obter preços melhores após o impacto da execução do grande lote no livro.

Além disso, a fixação do preço também é desafiadora por uma questão de assimetria informacional. Esta surge a partir da desconfiança de que o investidor que pretende negociar um grande lote tem informações privilegiadas acerca daquela ação, ou que novas negociações no mesmo sentido acontecerão no futuro. Essa impressão por parte dos demais investidores acaba influenciando um ajuste de

³⁵³ HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practitioners.** New York: Oxford University Press, 2003, p. 323 e seguintes.

preço, que visa neutralizar a possível desvantagem que a contraparte suspeita ter em relação ao investidor inicial.

Por fim, o momento da execução da ordem também é crucial. O investidor deve escolher a velocidade com que a ordem será executada: mais rápida ou mais lentamente. A execução rápida evita riscos de alterações significativas no preço ao longo da operação, porém pode exigir o pagamento de um prêmio de liquidez. Em contrapartida, executar lentamente (fatiando a ordem) reduz o prêmio de liquidez, mas expõe a operação a um risco de mudança de preços³⁵⁴.

Em suma, as complicações inerentes à negociação de um grande lote exigem um olhar regulatório mais aprofundado, em especial para permitir que o mercado ofereça liquidez para realizar esse tipo de operação.

A principal norma que regulava a negociação de grandes lotes era a Instrução CVM nº 168. Ela estabelecia que as operações que representassem uma quantidade superior à média diária ou negociadas em preço sensivelmente diferente do preço médio (entre outras situações nela especificadas), seriam objeto de procedimento especial de negociação.

Em 2022, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Resolução nº 135, substituindo a Instrução nº 461, que regulava as entidades administradoras de mercado. Dentre as alterações propostas, a negociação de grandes lotes destacou-se como uma das mais discutidas.

Enquanto a Instrução CVM 461 era vigente, grandes lotes eram comumente negociados por meio de procedimentos especiais (leilão). Segundo a CVM, havia uma demanda do mercado por métodos mais eficientes do que os existentes, o que a motivou a revogação da regra

354 Vide relatório apresentado em anexo à manifestação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no âmbito da audiência SDM 09/2019: OXERA CONSULTING LLP. **Regulating Equity trading in Brazil: Analysis of CVM proposal for block trades and best execution.** Junho de 2020, p. 20 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 14 de dezembro de 2022.

que regulava leilões (Instrução CVM nº 168) e a elaboração de nova regra.

A partir de agora, grandes lotes de ações podem ser negociados em bolsa ou mercado de balcão organizado, em formato multilateral ou bilateral, sendo que, neste último caso, estaria dispensada a utilização de contraparte central (substituída por instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central). Também será possível, mediante solicitação justificada à CVM, reduzir a transparência da negociação e flexibilizar o processo de formação de preços³⁵⁵. A nova regra não vedou a negociação de grandes lotes via leilão, sendo possível também seguir com esse procedimento.

A proposta foi recebida pelo mercado com certo receio sobre os efeitos que as mudanças sugeridas poderiam gerar, em especial com relação à falta de definição acerca do conceito de grande lote e potencial drenagem da liquidez do livro central de ofertas.³⁵⁶ O mercado brasileiro tem algumas particularidades que dificultam a definição genérica deste tipo de operação.

Em especial porque o nível de concentração do nosso mercado é muito significativo. Conforme já destacado na introdução, estudos da área técnica da CVM concluíram que: “*1% das posições formadas ou desfeitas representam mais de 75% de todo o volume direcional negociado em bolsa [...]*”³⁵⁷. De acordo com a Oxera, em relatório apresentado no

355 Resolução CVM nº 135/2022, art. 95: “§ 6º Mediante pedido fundamentado da entidade administradora de mercado organizado, a CVM pode dispensar a observância de um ou mais requisitos previstos no caput do art. 77 e no inciso III do art. 119 nas operações com grandes lotes.”.

356 A Audiência Pública contou com a manifestação de muitos participantes. Diversas outras preocupações foram destacadas, sendo que os principais pontos de atenção foram relacionados: (i) as possíveis dificuldades de conduzir estas negociações no mercado de balcão; (ii) a redução da transparência pré-negociação e a criação de *dark pools* no Brasil; (iii) a possibilidade de conduzir os processos de liquidação e compensação destas operações sem a utilização de uma contraparte central. Para mais detalhes, vide: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 09/2019**. 2022, Rio de Janeiro, p. 80-102. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 4 de maio de 2023.

357 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução**

contexto da audiência pública: “*trading activity in Brazil is concentrated in a small number of stocks—the top 20 stocks in terms of trading activity accounted for 50% of the total trading value in January 2020*”³⁵⁸.

Nesse contexto, criar uma métrica para definir o que seria um grande lote implica em um *trade-off*. Caso o valor mínimo de um grande lote seja muito baixo, um volume significativo de operações (e de liquidez, consequentemente) serão transferidas do ambiente de bolsa para um ambiente alternativo, implicando na chamada “drenagem do livro de ofertas”.

Em contrapartida, se o valor para caracterização de um grande lote for muito elevado, grande parte das operações seguirão sendo executadas em bolsa, reforçando as complicações que vimos acima.

Para solucionar essa questão, a CVM lançou uma audiência restrita, após a audiência pública, para discutir apenas a metodologia de definição dos grandes lotes. Após a análise das sugestões dos participantes, a área técnica da CVM (com posterior aprovação do Colegiado), estabeleceu que as ações negociadas no mercado brasileiro seriam listadas conforme a mediana no volume diário negociado e, a depender deste valor, alocadas em faixas de lotes mínimos.

Por exemplo, ações com volume diário acima de 1,5 bilhão de reais teriam como lote mínimo a negociação de 8,5 milhões de reais. Já ações com volume diário próximo a 5 milhões de reais, teriam como lote mínimo a negociação de 500 mil reais.

Além disso, ficou estabelecido que a CVM atualizará a lista das ações elegíveis à negociação em grandes lotes periodicamente (todo quadrimestre), mantendo monitoramento contínuo do livro de ofertas para verificar eventual impacto na qualidade do livro de ofertas ou no processo de formação de preços.

CVM ° 135/2022. Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022, p. 16.

358 Vide relatório apresentado em anexo à manifestação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no âmbito da audiência SDM 09/2019: OXERA CONSULTING LLP. **Regulating Equity trading in Brazil: Analysis of CVM proposal for block trades and best execution.** 2020, p. 15. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html. Acesso em 14 de dezembro de 2022.

Para tanto, a CVM acompanhará os seguintes indicadores: (i) *spread* médio; (ii) profundidade do livro; (iii) média e mediana do volume diário negociado; (iv) custo de liquidez; (v) volume de negócios efetivamente migrado; e (vi) concentração no mercado de intermediação em volume financeiro e número de investidores³⁵⁹.

A partir da discussão sobre a negociação de grandes lotes é possível concluir que o regulador brasileiro elegeu *proxies* específicas para a avaliação da liquidez do mercado secundário de ações. Além disso, nota-se uma postura proativa do regulador, com a proposta de superar uma ineficiência por meio de novos mecanismos de infraestrutura de mercado, sem inviabilizar o meio anterior para os investidores prefiram seguir nele.

Na data da elaboração deste texto, ainda não há como aferir concretamente os efeitos produzidos pela Resolução nº 135 em matéria de grandes lotes, o que pode ser objeto de pesquisas futuras sobre o tema.

5.2 RETAIL LIQUIDITY PROVIDER

O RLP é um mecanismo que permite que o intermediário de uma ordem (geralmente a corretora de valores mobiliários) seja a contraparte da negociação solicitada por um cliente de varejo, com prioridade de execução em relação às demais ofertas constantes no livro central de ofertas.

O preço pelo qual o ativo será comprado ou vendido é continuamente ajustado pelo sistema de negociação da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, sempre tendendo para o melhor preço de compra ou de venda disponível³⁶⁰. Ele é entendido como um provedor de liquidez

³⁵⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução CVM nº 135/2022.** Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022, p. 21.

³⁶⁰ Para mais informações acerca do funcionamento do RLP na prática, vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Negócios diretos intencionais e ofertas**

por facilitar a negociação de ativos, independentemente do apetite do restante do mercado naquele momento.

O mecanismo surgiu no mercado brasileiro por volta de 2016³⁶¹, quando foi oferecido pela XP Investimentos CCTVM S.A, para negociação de minicontratos futuros de dólar americano e índice Ibovespa³⁶².

Para os fins do nosso texto, chama a atenção o processo interativo, gradual e dialogado que caracteriza o RLP como mecanismo (ainda experimental) de oferecimento de liquidez. Vejamos uma breve descrição do que aconteceu até o momento.

Após consulta da B3 S.A. à CVM, constatou-se que “*a situação vigente, em que apenas um intermediário ou grupo utiliza os negócios diretos intencionais com a finalidade de interpor a carteira própria aos negócios dos clientes de varejo, não se mostrava ideal*”³⁶³. Assim, a CVM solicitou à B3 S.A. que apresentasse uma proposta de norma para o RLP, que deu origem à Consulta Pública, via Ofício Circular 050/2018-VOP, de 19/12/2018. O Relatório da Consulta Pública analisou posicionamentos contrários e a favor ao mecanismo e, a partir delas, foi sugerida uma minuta de norma da B3 S.A. pela CVM.

A minuta foi discutida e, em 2019, a CVM aprovou a adoção do mecanismo, em caráter temporário e experimental, pelo prazo de um ano, tendo como escopo inicial a negociação de minicontratos futuros de dólar americano e índice Ibovespa. Nesse período, seriam avaliados

RLP. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cartilhas/negocios-diretos-intencionais-e-ofertas-rlp.pdf>. Acesso em 04 de maio de 2023.

361 Na época, o instituto levantou questionamentos, inclusive acerca das normas que regem a atuação dos intermediários (Resolução CVM nº 35/2021, antiga Instrução CVM nº 505/2011). Considerando o escopo do presente artigo, não entraremos nessas discussões especificamente.

362 GENARO, Alan; SAFFI, Pedro A. C., **Internalizando a internalização de ordens**. 2021, p. 15. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3986368>. Acesso em 04 de maio de 2023.

363 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 21/05/2019**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

os efeitos do RLP em relação ao livro central de ofertas, os *spreads* e a formação de preços desses ativos.

Em 2020, a B3 S.A. solicitou a extensão do prazo com a ampliação do escopo dos testes à CVM, que aprovou o pedido. Naquela ocasião, a área técnica da CVM havia analisado os resultados do RLP no ano anterior e concluído que:

*“(i) qualidade do mercado: manutenção de spreads baixos; aumento na liquidez no primeiro nível de preço; aumento no número de investidores que negociaram minicontatos de dólar americano e IBOVESPA e aumento na quantidade de contratos negociados; (ii) investidores: o mecanismo não afetou a dinâmica de ganhos e perdas em relação aos investidores; e (iii) intermediários: expressivo aumento de receitas para os intermediários e forte presença média diária no livro de ofertas”.*³⁶⁴

No ano seguinte, a Autarquia estendeu o prazo de teste por mais 12 (doze) meses, agora permitindo que ações (um grupo de 20, ao total) fossem negociadas via RLP, a partir de 31/01/2022³⁶⁵. Em 31/01/2023, o prazo foi estendido novamente até futura decisão da CVM sobre o tema³⁶⁶.

Conforme indicado no Relatório de Audiência Pública SDM nº 9/19 (que também discutiu a questão dos grandes lotes, vista acima), a Autarquia avaliará, oportunamente, os resultados do período

364 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 15/12/2020.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1/20201215_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

365 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 07/12/2021.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1/20211207_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

366 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Prorrogado prazo do programa experimental relacionado a ofertas RLP. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/prorrogado-prazo-do-programa-experimental-relacionado-a-ofertas-rlp>. Acesso em 4 de maio de 2023.

experimental do RLP e considerará eventual incorporação definitiva deste mecanismo na regulação do mercado brasileiro³⁶⁷.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente texto se destinou a explorar como a regulação brasileira tem abordado o tema da liquidez, a partir de algumas etapas.

A primeira foi relacionada ao conceito de liquidez e suas dimensões. Foi possível ilustrar como ela se comporta no livro central de ações e quais as formas mais comuns de mensurá-la. Na sequência, foi possível perceber que a liquidez é verificada de forma diferente a depender do mercado: nos estudos sobre mercados desenvolvidos parece haver um consenso acerca do efeito dela no preço e retorno das ações, porém em mercados emergentes os estudos são divergentes.

Dada a importância do tema para os investidores e a sensibilidade adicional decorrente da incerteza acerca do resultado da liquidez em mercados emergentes, nota-se que a regulação tem um papel de destaque. Seus objetivos são, em maior ou menor medida, relacionados com a liquidez, ao mesmo tempo em que as normas podem contribuir com fatores que a influenciam.

Por fim, foram abordadas as discussões sobre a negociação de grandes lotes de ações (no contexto da audiência pública CVM nº 09/2019) e sobre o RLP. Em comparação, estes são mecanismos de infraestrutura de mercado que buscam atender investidores com perfis diferentes e, de formas diferentes, buscam oferecer liquidez.

Chama a atenção como a discussão sobre grandes lotes surgiu a partir de uma iniciativa do regulador, que propôs meios alternativos de negociação, manteve os antigos e ainda fixou as *proxies* de aferição da liquidez – que serão utilizadas para monitorar a implementação da norma. Também se destaca o fato de que, o RLP, trazido por um

³⁶⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 09/2019**. 2022, Rio de Janeiro, p. 79. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 4 de maio de 2023.

intermediário ao mercado brasileiro para a negociação de outros ativos, está no caminho de se tornar um mecanismo para negociação de ações – caso os resultados do período de testes sejam positivos.

Em ambos os casos, é possível notar que a regulação brasileira trata as discussões sobre a liquidez no mercado secundário de ações por meio de uma abordagem gradual e/ou experimental, aberta à implementação de novas iniciativas, com diálogos constantes entre o regulador, bolsa de valores e participantes do mercado.

Ainda não é possível concluir se os referidos mecanismos contribuem efetivamente para o desenvolvimento do mercado brasileiro, mas a forma como eles são tradados já indica o reconhecimento da importância da liquidez no nosso âmbito regulatório.

REFERÊNCIAS

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. **Liquidity and stock returns**. *Financial Analysts Journal*. Maio/Junho, 1986, p. 43-48.

ARMOUR, John et al. **Principles of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University, 2016, p. 134-135.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 5. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>>. Acesso em 04 de maio de 2023.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA E BALCÃO: **Book em um day trade**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/mercado-de-acoes/book-em-um-day-trade.htm. Acesso em 03 de março de 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 21/05/2019**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

_____. **Decisão do Colegiado de 15/12/2020**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1/20201215_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

_____. **Decisão do Colegiado de 07/12/2021**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1/20211207_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

_____. **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução CVM nº 135/2022**. Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/>>

anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022.

_____. Prorrogado prazo do programa experimental relacionado a ofertas RLP. 2023. Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/prorrogado-prazo-do-programa-experimental-relacionado-a-ofertas-rlp>. Acesso em 4 de maio de 2023.

_____. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 09/2019**. 2022, Rio de Janeiro, p. 80-102. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 4 de maio de 2023.

CUNHA, George A. S. P. **Prêmio de liquidez de ações brasileiras**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia Empresarial e Finanças da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2020, p. 15.

FOUCALT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 24.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. **The essential role of securities regulation**. Duke Law Journal, v. 55, 2006, p. 714. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Disponível em 04 de maio de 2023.

HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 394.

HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 3.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee.** 2007, p. 6-8. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

----- . **Objectives and principles of securities regulation.** 2007, p. 12. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

MACHADO, Márcio A. V; MEDEIROS, Otávio R. de. **Modelos de precificação de ativos e o efeito liquidez: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro.** Revista Brasileira de Finanças, vol. 9, nº 3, Setembro de 2011, p. 382-412.

MAGANIZE LUIZA S.A. **Formulário de referência: Fatores de risco.** Versão 11, datada de 26/04/2022, p. 38. Disponível em: <<https://ri.magazineluiza.com.br/ListGroup/Download.aspx?Arquivo=/HRQE-Gbxzn85RmjV2IAk/A==&IdCanal=ZNblHtomXlPEN1ssTVaUhQ==>>. Acesso em 15 de outubro de 2022.

SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading.** New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 60-61.

TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 87-90.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges.** 2016, p. 5. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-am-p-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

O EXATO CUMPRIMENTO DO CONTRATO ENQUANTO REQUISITO PARA A PROCEDÊNCIA DA AÇÃO RENOVATÓRIA NA JURISPRUDÊNCIA RECENTE DO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

*Luis Felipe Pinto*³⁶⁸

Resumo: O A Lei Federal nº 8.245/1991, reguladora das locações de imóveis urbanos e dos procedimentos a elas pertinentes, dispõe em seu art. 71, *caput*, e inciso II, que, o locatário-empresário que deseja obter a renovação compulsória de seu contrato de arrendamento deve instruir a petição inicial da ação renovatória que for ajuizar com prova do exato cumprimento do contrato em curso.

Apesar da assertividade do texto normativo, verifica-se, na jurisprudência, decisões em que o mencionado requisito é abrandado, em detrimento do direito de propriedade do locador. O expediente empregado pelos julgadores, para tanto, consiste na invocação indevida de institutos jurídicos tais como o do *venire contra factum proprium* e o da *supressio*.

O presente estudo tem por objeto a promoção de uma análise histórica, doutrinária e jurisprudencial acerca do exato cumprimento do contrato enquanto requisito necessário à procedência do pleito renovatório do locatário, adotando como parâmetro acórdãos recentemente emanados pelo Egrégio Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo sobre a matéria.

Palavras-chave: Ação renovatória. Requisitos. Exato cumprimento do contrato. Natureza jurídica. *Supressio*. Jurisprudência. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

Abstract: The Federal Law nº 8.245/1991, regulating the leases of urban properties and the procedures related to them, provides in its article 71, *caput*, and item II, that the lessee-entrepreneur wishing

³⁶⁸ Advogado regularmente inscrito na OAB/SP, sob nº 435.812, pós-graduado em Direito Empresarial e Societário, e investidor do mercado financeiro desde 2019.

to obtain the compulsory renewal of its lease agreement must instruct his Statement of Claim of the renewal lawsuit with proof of the exact fulfillment of the agreement.

Despite the assertiveness of the normative text, there are, in case law, decisions in which the mentioned requirement is relaxed, to the detriment of the landlord's property right. The reasoning used by the judges, for this purpose, consists in the improper use of legal institutes such as the *venire contra factum proprium* and the *supressio*.

This study aims to promote a historical, doctrinal and case law analysis on the exact fulfillment of the contract as a necessary requirement for the validity of the tenant's renewal claim, adopting as parameter recently issued decisions by the Court of Justice of São Paulo State on the matter.

Keywords: Renewal lawsuit. Requirements. Exact fulfillment of the agreement. Legal Nature. *Supressio*. Case law. Court of Justice of São Paulo State.

1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

De há muito se tem sido discutido a conveniência e adequação de normas jurídicas sancionadoras da locação de bens imóveis para fins comerciais, muitas das quais voltadas à resolução de conflitos exsurgidos de situações relativas à retomada do imóvel pelo locador e à embargabilidade da pretensão deste pelo locatário. Questões polêmicas como a contraposição do direito de propriedade do locador face ao fundo comercial constituído pelo locatário no imóvel já eram debatidas na França, ao menos desde fins do século XIX³⁶⁹.

No Brasil, até o advento do Decreto nº 24.150, de 1934, as condições da locação de prédios para fins empresariais eram deixadas a cargo dos

³⁶⁹ DJOMBI, André Desmonds Eyango. La notion de bail professionnel en droit OHADA et ses implications sur la théorie générale du fonds de commerce, in: *Juridical Tribune (Tribuna Juridica)*, Bucharest Academy of Economic Studies, Law Department, vol. 6, June, 2016, p. 108-136. Disponível em <<http://www.tribunajuridica.eu/arhiva/An6v1/9%20Eyango.pdf>>. Acesso em: 14/03/2023.

contratantes. Naquela sistemática, atingido o termo final do acordo, poderia o proprietário do imóvel reavê-lo sem quaisquer embaraços. O processo de urbanização daquele período e as externalidades dele decorrentes exigiram algum cerceamento do exercício do domínio do proprietário sobre seu bem, tendo sido estipuladas a possibilidade de o locatário-empresário obter judicialmente a renovação compulsória do contrato de locação e o arrolamento de motivos, taxativos, que o proprietário do imóvel arrendado poderia alegar com vistas a exercer sua retomada.

A lei nº 8.245, de 1991, perfilhando as disposições do revogado decreto, reproduziu o dispositivo referente à renovação compulsória da locação, estabelecendo, igualmente, que o locatário que desejasse obter a procedência de sua ação renovatória, deveria instruir sua petição inicial com a prova do exato cumprimento do contrato renovando. Apesar do rigor interpretativo que a lei impõe ao magistrado na aferição do “exato” cumprimento do contrato, verifica-se o proferimento de decisões que abrandam a literalidade do dispositivo, expediente procedido através da invocação indevida, pelo julgador, de institutos jurídicos tais como o do *venire contra factum proprium* e o da *suppressio*. A renovação do contrato, em casos tais, dá-se por decisão judicial constitutiva que, desconsiderando a oposição do locador, impõe restrição a seu direito constitucional à propriedade.

Tem-se, por conseguinte, que a despeito de referido requisito ter sido na lei inserido com vistas a harmonizar a proteção ao direito de propriedade do locador e ao direito de inherência ao ponto do locatário, também em vista da função social da propriedade, a atenuação das faltas cometidas por este no curso do contrato e a consequente declaração de procedência de seu pleito renovatório infirmam a coerência e a unidade do ordenamento jurídico, resultando em prejuízos processuais e insegurança aos jurisdicionados.

É precisamente nesse contexto que se insere o presente trabalho, destinado à promoção de uma análise histórica, doutrinária e jurisprudencial acerca do exato cumprimento do contrato enquanto requisito necessário à procedência do pleito renovatório do locatário

e à averiguação de como o instituto vem sendo aplicado em acórdãos prolatados em sede de apelação, pelo Egrégio Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo e com data de julgamento inserta no período de 01/07/2020 a 30/06/2021.

Para fins de análise desses acórdãos, realizou-se levantamento junto ao sítio virtual do Tribunal, entre os dias 01 e 08 do mês de julho de 2021, tendo sido utilizado como parâmetros as expressões “ação renovatória” e “exato cumprimento do contrato” e o lapso temporal mencionado, tendo sido possível identificar 61 (sessenta e uma) ocorrências, das quais 40 (quarenta) guardam pertinência com o objeto de estudo, referindo-se as demais a recursos outros ou a ações de outra espécie. O estudo empreendido logrou identificar tendências convergentes e divergentes dos órgãos julgadores na apreciação de questões atinentes ao exato cumprimento do contrato pelo locatário que ajuíza ação renovatória, oferecendo, aos sujeitos da relação processual, subsídios para uma tomada de decisão mais consentânea com seus interesses.

2. DO DIREITO À RENOVAÇÃO

O direito à renovação do contrato de locação de imóvel não residencial foi introduzido no ordenamento jurídico brasileiro por decreto, na década de 1930, como mecanismo destinado a preservar o fundo empresarial constituído pelo locatário-empresário em imóvel de titularidade de terceiro. Conferia ao locatário o direito de, atendendo a determinados requisitos, obter por via judicial a prorrogação do contrato locatício a fim de que pudesse continuar explorando sua atividade econômica, em detrimento do exercício de poderes inerentes ao domínio detido pelo proprietário, razão pela qual tiveram de ser elaboradas diversas teorias tendentes a compatibilizá-lo ao sistema civil que lhe era contemporâneo, cioso da liberdade individual e da propriedade.

Ao momento de sua instituição, as relações civis davam-se no bojo de um ideário eminentemente patrimonialista em que o contrato

– enquanto irretocável expressão da autonomia privada, derivada da própria liberdade individual –, não deveria ser submetido a qualquer ingerência estatal, prevalecendo as disposições de vontade emitidas pelas partes interessadas. Também a propriedade, dignitária de talhe constitucional e apenas sujeita à desapropriação por necessidade ou utilidade pública mediante prévia indenização (art. 72, § 17, da Constituição Federal de 1891³⁷⁰), encontrava-se sob auspício ilimitado e exclusivo de seu titular, vendo-se resguardada, ao menos em tese, de ingerências por parte do Poder Público.

No âmbito locacional, o retratado paradigma não suscitou litígios demandantes de um aprofundado debate a nível nacional até o início do século XX, quando, por razões inicialmente de moradia, seus efeitos social e economicamente deletérios se fizeram mais vigorosamente sentir, em decorrência da transição do modelo primário exportador, que caracterizava o mercado nacional, para um novo padrão de acumulação de capital.

Por ocasião da Primeira Grande Guerra, o esforço produtivo dos países europeus teve de dirigir-se à indústria bélica, tendo os países exportadores de gêneros alimentícios e empregados na manufatura se beneficiado, reflexamente, com a alta na demanda provocada pelo desabastecimento dos países do velho continente. O *superávit* da balança comercial, associado à expansão do trabalho assalariado, fomentou o desenvolvimento de uma economia de mercado interno a partir da retenção, pelos proprietários exportadores, de parte das rendas auferidas para fins de reinvestimento, e dos gastos em bens de consumo em que incorriam os assalariados para a aquisição de alimentos, roupas, serviços etc. de pequenos produtores e profissionais liberais³⁷¹.

370 BRASIL. Constituição (1891). Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 24 de fevereiro de 1891. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao91.htm>. Acesso em: 14/03/2023.

371 Sobre o desenvolvimento do mercado interno: FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. 34. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2007; CANO, Wilson. Da Década de 1920 à de 1930: Transição Rumo à Crise e à Industrialização no Brasil, in: Revista Economia. Setembro/Dezembro, 2012.

Dada a situação ainda muito incipiente da indústria, incapaz de absorver a massiva oferta de capital produzida pela estrutura econômica agro-exportadora, e a crescente migração de populações aos eclosivos centros urbanos (inclusive, com o incentivo governamental à imigração estrangeira), atraente se tornou a inversão do produto das exportações na construção ou aquisição de imóveis, com vistas aos rendimentos que podiam proporcionar. Constatava-se, no período, que alguns desses efervescentes centros tiveram suas populações aumentadas em múltiplos, fator que, associado à ausência de qualquer grande programa de financiamento para aquisição de imóvel próprio, despontou em um correlato aumento de preços no setor imobiliário.

A confluência de tais fatores suscitou conflitos de interesses que demandaram intervenção estatal. Traçando paralelo entre as demandas sociais emergentes e o modo pelo qual passou o Estado a imiscuir-se na liberdade de contratar, o desembargador Luís Antônio de Andrade, em simpósio sobre a evolução das leis de locação, ressaltou que em razão da rápida elevação do preço das terras nas zonas urbanas, bem como do custo das construções, e da escassez de prédios destinados à moradia, houve busca alteração no panorama socioeconômico. Tornou-se evidente que as partes envolvidas na relação locatícia não estavam mais em condições paritárias de negociação, caindo por terra o princípio da plena liberdade contratual. Reconhecida a sujeição dos locatários às imposições – não raro especulativas – dos locadores, impunha-se a intervenção do legislador em seu socorro, o que, nos mais das vezes, se dava pelo estabelecimento, em regra transitória, de normas e princípios regentes das relações entre inquilinos em senhorios, fenômeno que se dava de modo geral nos países ocidentais. Anotou o autor que as medidas tomadas pelos governos na gestão de suas crises de moradia partiam da imposição quase uniforme de restrições à liberdade contratual, que consistiam:

- a) No impedir que cessasse a locação só pelo fato do término do prazo contratual;

- b) No obstar que, findo o prazo ajustado, pudesse ser o aluguel aumentado a critério exclusivo do locador, pois, se tal ocorresse, poderia este, através de aluguel novo, exorbitante, tornar impossível a continuação da locação; e
- c) No subordinar a retomada do prédio a casos especificamente enumerados: uso próprio, uso para descendente ou ascendente, reforma ou demolição do prédio para edificação de maior capacidade etc.³⁷²

O direito de propriedade dos locadores de imóveis sofreu mitigações, inicialmente, em resguardo ao direito à moradia dos inquilinos, cedendo mais espaço na década seguinte, com a promulgação de direitos guarnecedores de bem jurídico até então estranho ao ordenamento nacional: o fundo de comércio constituído pelos empresários em imóveis locados.

De origem francesa, o *nomen juris* “fundo de comércio” já vinha sendo empregado em normatizações naquele país, ao menos, desde fins do século XIX, ainda que não houvesse propriamente uma definição do que o constituía³⁷³. Discutia-se, ainda, se em sua composição entrariam o conjunto de bens corpóreos representados pelas instalações, maquinário, mercadorias em estoque etc., ou direitos de natureza intelectual como a reputação angariada pelo comerciante, a clientela por ele formada e o direito ao arrendamento do prédio, dada a influência do ponto comercial para o desenvolvimento dos demais componentes.

De todo modo, foi com base na mencionada lei francesa, de 1926, que foi elaborado e publicado no Brasil, em 1934, o Decreto nº 24.150, estabelecendo o direito à renovação de arrendamento de prédio destinado a fins comerciais ou industriais.

372 ANDRADE, Luís Antônio de. Evolução das leis do inquilinato: anterior à Lei n. 6.649 de 16- 5-79, in: Revista de informação legislativa, v. 16, n. 62, p. 107-116, abr./jun. 1979, p. 108. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/181130/000365782.pdf?sequence=3&isAllowed=y>>. Acesso em: 15/03/2023.

373 DJOMBI, 2016, p. 110.

Por herança da Declaração dos Direitos do Homem e do Cidadão, o direito de propriedade tinha *status* de direito fundamental e inviolável, tendo a ingerência estatal no exercício do domínio forte resistência dos titulares dos bens. Ciente disso, tratou o governo de apresentar, juntamente à publicação do decreto, ampla exposição de motivos em que escorou a limitação da disposição do imóvel por seu proprietário sobre os princípio da equidade e da vedação ao enriquecimento à custa de outrem.

O novel diploma estatuía que a renovação dos contratos de arrendamento de imóvel destinado, pelo locatário, a uso comercial ou industrial poderia dar-se por acordo entre as partes ou por meio de ação renovatória. Para que fosse disciplinada pelos dispositivos constantes do decreto, porém, exigia-se: que a locação tivesse sido celebrada por prazo determinado; que o prazo mínimo do contrato de locação a ser renovado fosse de cinco anos³⁷⁴; e que o arrendatário

374 A exigência legal de que o contrato renovando tivesse prazo de locação não inferior a cinco anos foi, com o passar do tempo, abrandada pela jurisprudência, que passou a somar os prazos contratuais das locações anteriores para fins de verificação do quinquênio locatício, merecendo críticas de Alfredo Buzaid, para quem: “A lei contém preceito expresso, claro e inequívoco. Prescreve o art. 2º do Decreto n. 24.150: “Para que as renovações fiquem sujeitas aos dispositivos desta lei, essencial que os respectivos contratos, além dos requisitos do artigo antecedente (1º), preencham os seguintes requisitos: b) o prazo mínimo da locação, do contrato a renovar, deve ser de cinco anos”. O primeiro enunciado do preceito abrange o campo de aplicação da lei, declarando que relações jurídicas ficam sujeitas ao seu império e podem constituir o objeto da renovatória. Em seguida, considera essencial, para ficar sujeito ao jus speciale, que o contrato tenha a duração mínima de cinco anos. Ora, o que a lei dispôs para valer como requisito essencial não pode a jurisprudência transformar em requisito secundário e accidental, sem ofender frontalmente a regra jurídica. Esquecida de que a sua missão primordial é jus dicere e não jus dare, uma tendência dos tribunais, largamente difundida entre nós, acabou por admitir renovatórias fundadas em contratos, que não preenchiam estritamente a exigência da lei; afirmou, por um lado, que os contratos celebrados por prazo inferior a cinco anos buscavam fraudar a lei e, por outro lado, que é legítima a soma dos prazos menores, de contratos sucessivos e ininterruptos, tendo em vista a proteção ao fundo de comércio. Esta interpretação afigura-se errônea e artificial. O decreto n. 24.150 não pode abranger o contrato antes de sua formação, ou, em outras palavras, não obriga ninguém a contratar contra a sua vontade. Mas se um proprietário celebra um contrato de locação de prédio, destinado a fim comercial ou industrial, pelo prazo de cinco anos, deve ter a consciência de que o submete ao império do Decreto n. 24.150, ficando, portanto, depois da formação do contrato, sujeito às suas consequências. Daí por diante nasce a obrigação legal de contratar, dado o caráter compulsório da renovação judicial do arrendamento. Quem deliberadamente contrata por menor prazo, para não se submeter ao regime do Decreto n. 24.150, pratica ato lícito dentro dos limites da autonomia da vontade

estivesse explorando seu comércio ou indústria, no mesmo ramo, pelo prazo ininterrupto de três anos.

Desatendidos os mencionados requisitos, indeferida seria a renovação do contrato no âmbito judicial segundo o regramento previsto no Decreto nº 24.150, de 1934, restando facultado às partes, todavia, e com supedâneo na autonomia da vontade, firmar instrumento em que expressamente dispensassem tais ou quais deles, declarando suas intenções de submeterem a avença aos ditames do diploma.

Apresentadas noções do contexto histórico contemporâneo ao surgimento do direito à renovação compulsória do contrato de locação não residencial, convém sejam tecidas breves considerações a respeito das teorias que, servindo-lhe de fundamento, permitiram sua conformação ao ordenamento jurídico da época, infringente que era da livre disposição sobre o bem, conferida a seu titular.

2.1. FUNDAMENTOS DO DIREITO À RENOVAÇÃO DO CONTRATO DE LOCAÇÃO NÃO RESIDENCIAL

O prof. Alfredo Buzaid, em sua obra “Da Ação Renovatória”, apresentou as teorias sobre as quais mais persistentemente se debruçaram os doutrinadores franceses no intuito de esclarecer o fundamento jurídico que amparava a instituição da proteção conferida por sua então recém-editada Lei de 30 de junho de 1926 à *propriété commerciale* constituída pelo locatário-empresário ou industrial face ao arbítrio do locador do imóvel.

A primeira delas referia-se ao abuso de direito por parte do locador que, sem um motivo legítimo ou movido pelo interesse de

individual. Não ofende, portanto, a lei. Mas em compensação, ofende a liberdade de contratar a jurisprudência que, a pretexto de fraude à lei, transfere um contrato do regime da locação comum, eleito livre espontaneamente pelas partes, para o regime da locação especial, repelido pelas partes mediante declaração inequívoca de vontade” (BUZAID, Alfredo. *Da ação renovatória e demais ações oriundas de contrato de locação de imóveis destinados a fins comerciais*. 2^a ed. São Paulo: Saraiva, 1981, p. 263-265).

prejudicar a outrem, se recusasse a renovar a locação. Por essa ótica, o enfoque do abuso incidiria antes sobre o uso do direito subjetivo de não contratar do que propriamente sobre o direito de propriedade, vez que a restrição imposta ao exercício do direito de retomada do imóvel por seu titular se daria não com base em eventual direito sobre propriedade alheia adquirido pelo inquilino e oponível ao locador, mas por alguma conduta culposa deste, procedida com a intenção de prejudicar seu locatário, ou pelo exercício de seu direito de retomada, sem um motivo legítimo, e em detrimento da propriedade comercial do inquilino. Tal teoria, no entanto, era facilmente rechaçada pela disposição constante do art. 3º da lei francesa³⁷⁵, que autorizava o locador a não renovar o contrato vigente em recebendo proposta melhor de terceiro. Nesse caso, era assegurado ao locatário preterido o direito de reclamar do terceiro ingressante no imóvel uma indenização, a qual não poderia ter por fundamento o abuso de direito do locador.

A segunda teoria referia-se ao enriquecimento sem causa. Assentada sobre a regra que estabelece não ser lícito a ninguém enriquecer em detrimento de outrem, imporia ao locador o dever de renovar o contrato locatício com vistas a coibir situações em que se locupletaria gratuitamente, seja exercendo seu direito de retomada do imóvel e se apropriando do valor nele agregado pelos esforços do locatário, seja pela exigência de vultuoso montante para conceder a renovação do contrato locatício. Malgrado o nobre intuito de proteger o locatário, a teoria não se prestaria a justificar a renovação

375 “Art. 3. – [...] Si le propriétaire justifie d'une offre faite par un tiers, les arbitres vérifieront la sincérité et la réalité de cette offre qua le propriétaire pourra accepter si le locataire ne peut faire une offre égale. Le prix du loyer sera alors fixé au montant de l'offre reconnue sincère et réelle. Les arbitres devront, en outre, examiner si cette offre est hors de proportion avec la valeur du loyer sur lequel le propriétaire pouvait raisonnablement compter. Dans ce cas, Je locataire qui renoncera au renouvellement du bail, en raison du prix excessif du loyer imposé par l'offre, pourra réclamer une indemnité d'éviction dans les termes de l'article 4 ci-après. Cette indemnité sera à la charge dn nouvel occupant et versée par lui avant son entrée en jouissance, faute de quoi le propriétaire sera tenu du payement.” (FRANÇA. Loi réglant les rapports entre locataires et bailleur en ce qui concerne le renouvellement des baux à loyer d'immeubles ou de locaux à usage commercial ou industriel, de 30 de junho de 1926). Disponível em <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/idage=1&query=loi+du+30+juin+1926&searchField=ALL&tab_selection=all>. Acesso em 19/03/2023.

compulsória do contrato de aluguel, eis que proteção equivalente poderia ser conferida pela imposição ao locador de, assim agindo, indenizar o locatário despejado, previsão mais harmônica com o exercício do direito de propriedade do locador. O mesmo se poderia dizer a respeito do exercício, pelo proprietário e no mesmo local, de comércio análogo ao praticado pelo locatário despejado, ou da concessão do aluguel a concorrente deste: ainda diante da integração de parte do valor do patrimônio do inquilino (a clientela) ao imóvel, com a decorrente possibilidade de alugá-lo com um sobrevalor a um terceiro, esse enriquecimento não seria propriamente sem causa, mas “enriquecimento injustificável do ponto de vista social”, como apontou Buzaid, ensejando ao locatário o pleito por compensação indenizatória.

A terceira teoria seria a da concorrência desleal, voltada antes à uma oposição de interesses entre detentores de fundos de comércio do que entre desentendimentos envolvendo locadores e locatários. Fundamentaria o direito à ação renovatória pelo resguardo do fundo comercial desenvolvido pelo comerciante locatário, coibindo práticas licenciosas de outros comerciantes que desejasse sabotá-lo ou mesmo se apropriar do fundo por ele desenvolvido. É o que esclarece Buzaid³⁷⁶ ao observar ser incontestável que o comerciante desalijado sofre expressivo prejuízo com as despesas de mudança e com o risco de se arruinar ao perder o benefício do trabalho, das instalações e das adaptações que realizou – algumas das quais não passíveis de serem deslocadas –, devendo arcar com a aquisição de novas delas, afora o risco de ver desaparecer sua clientela, se não lograr se reestabelecer na vizinhança próxima, ressaltando que mesmo seu sucesso na mudança poderia ser ofuscado por comerciante do mesmo ramo que viesse a ocupar o imóvel do qual fora despejado, fazendo-lhe concorrência, por vezes, em condições vantajosas propiciadas por seu próprio esforço.

Essa terceira teoria vacilava, porém, ante à possibilidade de o locador servir-se do imóvel retomado para fins de habitação ou

³⁷⁶ *Ibidem*, p. 182.

de praticar, em nome próprio, ou pela cessão do imóvel a terceiro, comércio em ramo distinto do explorado pelo locatário despejado, bem como ante à possibilidade deste locatário vir a ocupar imóvel com instalações semelhantes na mesma vizinhança, de modo que, se perdesse sua clientela, seria em razão de aspecto mais atrelado à propriedade imobiliária do antigo locador do que à propriedade comercial que nela teria constituído, não havendo de falar-se em qualquer prejuízo significativo e tampouco em concorrência desleal, a qual pressupõe culpa.

Assim, verifica-se que tais teorias, embora tenham contribuído para a elucidação do fundamento do surgente direito do locatário, oferecendo, cada qual a seu modo, constatações sobre a pertinência ou não da interpretação do fenômeno jurídico segundo sua deontologia, depararam-se, invariavelmente, com aspectos refratários de sua aplicabilidade, evidenciando não ter o legislador nelas se inspirado quando da elaboração da disciplina da matéria, fato apontado por juristas que participaram da redação da lei francesa de 1926³⁷⁷.

À mesma conclusão chegou o prof. Buzaid³⁷⁸ ao rechaçar a serventia de qualquer das teorias apresentadas como fundamento do direito à renovação introduzido no ordenamento pátrio pelo Decreto nº 24.150, de 1934: a do abuso do direito, por ter a renovação caráter compulsório no direito nacional, podendo o locador obstá-lo apenas pelo exercício do direito de recusa e de retomada em lei previstos; a do enriquecimento ilícito, por conferir o Decreto, nos casos previstos em seus artigos 20 e 21, ação de indenização ao locatário que sofresse algum dano injusto; a do enriquecimento ilícito porque, mesmo na hipótese em que o locador viesse a explorar ou permitisse a exploração, no prédio, do mesmo ramo de comércio ou indústria explorado pelo locatário desalijado, incorrendo em suposta concorrência desleal,

377 CAUTRU, Camille; BELLET, Charles Maurice. *La propriété commerciale: commentaire de la loi du 30 juin 1926 sur le renouvellement des baux à loyer d'immeubles ou de locaux à usage industriel ou commercial*. Paris: Payot, 1926. Disponível em <<https://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k3372587h.r=CAUTRU%20Camille%3B%20BELLET%2C%20Charles%20Maurice?rk=21459;2>>>. Acesso em 20/03/2023.

378 *Ibidem*, p. 188.

esta pressuporia a culpa para sua configuração e excluída “*a hipótese de manobra tendente ao aproveitamento da clientela formada pelo inquilino despejado, não se divisa[ria] culpa no ato do proprietário ou do novo locatário, que ocupa[sse] o prédio, destinando-o ao exercício de comércio ou indústria diferente do que era nele explorado*”.

Em sendo ou não qualquer dessas teorias a que fundamentaria o direito à renovação do contrato de arrendamento, fato é que o legislador brasileiro, a pretexto de resguardar o direito à propriedade comercial do locatário, impôs ao locador verdadeira limitação: a) à sua liberdade de não contratar, especificando as alegações que poderia apresentar a fim de obstar, em juízo, a pretensão do inquilino de estender sua relação locatícia; e b) ao exercício do domínio sobre sua propriedade, tornando compulsória a renovação do contrato locatício quando atendesse o locatário-empresário a determinados requisitos pela lei previstos. Absteve-se, portanto, de se arvorar na boa técnica redacional que, orientada pela hermenêutica jurídica, recomenda a compatibilização de interesses contrapostos ante à supressão de qualquer deles.

3. DO EXATO CUMPRIMENTO DO CONTRATO EM CURSO

3.1. NOÇÕES A RESPEITO DO EXATO CUMPRIMENTO DO CONTRATO LOCATÍCIO

A exploração de atividade empresarial exige do empreendedor minucioso estudo acerca do local em que estabelecerá seu negócio. Deverão ser sopesados diversos fatores que contribuirão ou não para seu êxito: a clientela potencial, a logística para recebimento de insumos e escoamento dos bens produzidos ou comercializados, a captação e manutenção de mão de obra, o acesso a serviços públicos essenciais etc.

É deveras comum que o imóvel utilizado como ponto, pelo empresário, não seja de sua propriedade, mas tomado em aluguel de

terceiro, o que se dá pelas mais diversas razões, podendo-se citar: a dispensa do emprego imediato de vultuosas quantias na aquisição do ponto; utilização dos valores poupadados como capital de giro; pagamento de aluguéis mediante auferimento de juros derivados de aplicações no mercado financeiro; possibilidade do lançamento das despesas com aluguel para fins de dedução em impostos etc.

Em razão da relevância desses fatores para a atuação e sucesso da empresa, prestigia o direito o interesse do locatário à permanência no ponto em que estabelecido, cioso dos riscos e transtornos que a mudança de localização do estabelecimento empresarial costuma provocar ao demandar a paralização das atividades, gastos com traslados e, por vezes, a perda da clientela, perdas essas que podem mesmo conduzir o negócio à bancarrota.

Essa necessidade de tutela do interesse do locatário, associada aos objetivos constitucionais de desenvolvimento econômico do país – que tem como uma de suas facetas o incentivo à atividade empresarial –, levou o legislador a limitar a liberdade de não contratar do locador e, também, o exercício do domínio sobre sua propriedade, compelindo-o à renovação do contrato de locação de seu imóvel não-residencial, em atendendo o locatário aos requisitos legais.

Assim, com vistas à conciliação de dois direitos igualmente merecedores de tutela – o direito de inherência ao ponto, do locatário, e o direito de propriedade, do locador – assegura-se ao proprietário o exercício das faculdades de uso, gozo, fruição e disposição sobre o imóvel, limitando-o quando, tendo sido dada a coisa em locação, houver o locatário nela estabelecido fundo empresarial, em atendimento concomitante à função social da propriedade.

Essa harmonização é feita por meio da imposição, ao locatário, do preenchimento de determinados requisitos, previstos nos artigos 51 e 71, da Lei nº 8.245, e dentre os quais figura o de instruir a petição inicial da ação renovatória de aluguel com prova do exato cumprimento do contrato em curso (art. 71, *caput*). Quis o legislador, por referida disposição textual, balizar a interpretação a ser conferida pelo operador do direito quanto ao atendimento, pelo locatário, dos

pressupostos que lhe assegurariam o direito à renovação compulsória do contrato, em respeito à restrição imposta ao direito de propriedade e à autonomia da vontade do locador. Nas palavras de Humberto Theodoro Júnior:

A respeito do exato cumprimento do contrato, é bom ressaltar que o direito do locatário à renovação compulsória, como exceção à liberdade natural do titular da propriedade, não se justifica apenas pelo fato de ter o inquilino cumprido as obrigações emergentes do contrato renovando. A lei só lhe confere semelhante faculdade se houver prova do ‘exato cumprimento do contrato’, como mui claramente destaca o inciso II do art. 71 da Lei nº 8.245, e como já exigia a antiga Lei de Luvas (art. 5º, b).³⁷⁹

Referido dispositivo, por implicar em restrição aos direitos constitucionais de propriedade e liberdade contratual, deve ser compreendido dentro dos precisos limites em que se insere, inadmitindo interpretação extensiva. Fábio Ulhôa Coelho, referindo-se à tutela conferida pela lei ao interesse do locatário de permanecer no ponto onde se encontra estabelecido como direito de inerência ao ponto, assevera:

O direito de inerência do locatário, no entanto, é relativo, já que a legislação ordinária não pode reconhecê-lo em detrimento do direito de propriedade do locador. Este tem fundamento constitucional e, portanto, eventual lei que criasse o direito à renovação compulsória do contrato de locação, desconsiderando o direito de uso, gozo e disposição sobre o bem de que é titular o locador,

³⁷⁹ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil: Procedimentos Especiais*, vol. II. 50^a ed., Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 797.

seria um diploma inconstitucional. O direito que se concede ao empresário no sentido de garantir-lhe a continuidade da exploração de um imóvel locado não pode representar, jamais, o aniquilamento do direito de propriedade que o locador exerce sobre dito bem. Por esta razão, quando a renovação compulsória do contrato de locação for incompatível com a proteção jurídica da propriedade, em virtude do fundamento constitucional desta última contraposta ao fundamento ordinário daquela, prevalecerá a tutela aos interesses do locador, devendo o locatário entregar o imóvel.³⁸⁰

Pela letra fria da lei, qualquer infração contratual ou legal, determinaria não ter sido o contrato fiel e exatamente cumprido, restando obstado o direito do locatário à renovação. A lei civil, porém, admite o inadimplemento de obrigações, pelo devedor, quando, ao momento de seu cumprimento, esteja ele submetido a caso fortuito ou força maior. Assim, o impedimento da renovação do contrato locatício não se daria diante de qualquer violação da avença, mas, a princípio, apenas daquelas eivadas de dolo. A impontualidade no pagamento de um vencimento locatício, por exemplo, ocasionada por ter o locatário contraído moléstia que o levou a ser hospitalizado, não configuraria motivo bastante para que o locador alegasse não ter sido o contrato exatamente cumprido. Nessa toada, é possível perquirir-se qual tipo de falta seria obstativa do direito do locatário à renovação do aluguel.

Darcy Bessone, baseando-se em estudo levado a cabo por juristas franceses, quanto aos fatos que excluiriam o favor legal, e tratando a respeito da exigência, pelo retromencionado dispositivo do Decreto nº 24.150, de 1934, do exato cumprimento do contrato, posicionou-se como deferente a uma interpretação abrandada da rigidez da norma, entendendo que o descumprimento, ou o inexato cumprimento do contrato de locação, a princípio, e em razão da maior ou menor

³⁸⁰ COELHO, Fábio Ulhôa. *Manual de direito comercial: direito de empresa*. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 85.

gravidade da falta, podem conduzir à rescisão do vínculo, no primeiro caso, ou à subsistência dele, porém conjugada da inviabilização de um vínculo futuro, no segundo. Assim, perfilhando a opinião de Cendrier e da jurisprudência francesa, defendeu que os motivos da recusa da renovação do contrato deveriam ser de tal forma graves que, ocorridos no curso do contrato a renovar, autorizariam a sua rescisão, devendo as faltas leves e escusáveis ficarem sob a judicosa apreciação do magistrado, “*para só ser excluída a proteção ao uso comercial ou industrial, quando elas denotarem má-fé ou autorizarem justo receio de que o comerciante virá a conduzir-se irregularmente no período da renovação*”³⁸¹, em atenção ao princípio da equidade.

Apresentadas noções básicas concernentes ao requisito legal, e tendo em vista destinar-se o presente trabalho ao estudo da configuração do exato cumprimento do contrato, segundo a acepção da jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, convém sejam tecidas considerações a respeito da natureza jurídica do instituto, questão intimamente associada ao possível deslinde da ação renovatória ajuizada pelo locatário

3.2. DA NATUREZA JURÍDICA DO REQUISITO

Pela redação do art. 71, da Lei nº 8.245, de 1991, determinou o legislador que a petição inicial da ação renovatória a ser oferecida pelo locatário deve, para “*além dos demais requisitos exigidos no art. 282 do Código de Processo Civil*”, ser instruída com as provas e documentos elencados em seus incisos, dentre as quais figura a “*prova do preenchimento dos requisitos dos incisos I, II e III do art. 51*”. Verifica-se, destarte, que o texto normativo alude a três espécies de requisitos, tratando-os como se partilhassem da mesma natureza, embora não o façam. Os exigidos no mencionado dispositivo do revogado Código de Processo Civil (art. 319 do Código de Processo vigente) não apresentam

³⁸¹ BESSONE, Darcy. *Renovação de locação*. 2. ed., ver. e ampl. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 101.

maiores dificuldades ao intérprete: são aqueles requisitos genéricos que deverão estar presentes em qualquer petição inicial, sob pena de o magistrado determinar sua emenda ou indeferi-la; os demais, porém, causam alguma confusão.

Humberto Theodoro Júnior leciona serem as condições da ação requisitos atinentes à eficácia da relação processual, traduzida na possibilidade de o Estado-juiz emanar provimento destinado a compor o conflito de direito material existente entre os litigantes por meio da solução do mérito. Sustenta o autor que tratando-se de um método ou sistema, o processo demanda o atendimento a requisitos e condições imprescindíveis à sua própria existência e eficácia. O estabelecimento e desenvolvimento válido da relação processual reclamam capacidade da parte, sua representação por advogado, competência do juízo para apreciar e julgar a causa e o respeito à forma do procedimento. Preenchidos tais requisitos, válida será a relação processual, mas nem por isso eficaz. É que a eficácia do processo atine à obtenção, pela parte, de prestação jurisdicional apta a compor definitivamente o conflito de interesses judicializado, e essa prestação exige do autor demonstração da idoneidade de sua pretensão enquanto objeto de tutela jurisdicional. A aferição dessa idoneidade, por sua vez, é procedida, pelo julgador, “*em cada caso concreto, preliminarmente à apreciação do mérito, em caráter prejudicial*”, a partir de uma análise sumária – e, portanto, não orientada a afirmar ou negar o direito pretendido – das alegações dispostas pelo autor em sua petição inicial, em “*etapa intermediária entre a propositura válida do processo e o final provimento judicial*”. Assim, condições da ação seriam requisitos a observar, depois de estabelecida regularmente a relação processual, e atinentes à eficácia da relação processual, traduzida na possibilidade de o Estado juiz emanar provimento destinado a compor o conflito de direito material existente entre os litigantes por meio da solução do mérito³⁸².

382 THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil, vol. I – Teoria geral do direito processual civil, processo de conhecimento e procedimento comum.* 56. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p. 156.

Kazuo Watanabe, por sua vez, citando Barbosa Moreira, aduz que, para o exame das condições da ação, deve o magistrado abstrair das possibilidades com que se deparará por ocasião do julgamento da procedência ou improcedência da relação jurídica constitutiva da *res in iudicium deducta*. Dito de outro modo, deverá o julgador, no exame das condições da ação, considerá-la “*in statu assertionis*”, ou seja, à vista do que se afirmou, raciocinando ele, ao estabelecer a cognição, ‘como que admitta, por hipótese e em caráter provisório, a veracidade da narrativa, deixando para a ocasião própria (o juízo de mérito) a respectiva apuração, ante os elementos de convicção ministrados pela atividade instrutória”.³⁸³

Ora, a redação do art. 71, da Lei nº 8.245, ao determinar ao locatário que sua petição inicial deva ser instruída com a prova do atendimento aos requisitos contidos nos incisos do art. 51, do mesmo diploma, pode sugerir refiram-se esses requisitos a condições da ação, especialmente quando se têm em vista que a prova de sua satisfação há de se dar por meio da juntada de documentos tendentes a demonstrar ter havido contrato escrito de locação e estar o locatário exercendo atividade comercial ou industrial, no mesmo ramo, há, ao menos, três anos ininterruptos. Entretanto, procedendo o julgador à análise da documentação acostada aos autos, haverá incursão no acervo fático-probatório e, portanto, no mérito, de modo que tais requisitos referem-se a elementos constitutivos do próprio direito à renovação, e não às condições da ação.

O mesmo pode ser dito quanto ao requisito previsto no inciso II, do precitado art. 71, que, reproduzindo a dicção do art. 5º, b, do Decreto nº 24.150, de 1934, determina seja a petição inicial da ação renovatória instruída com “*prova do exato cumprimento do contrato*” renovando. A respeito dessa confusão aparente quanto à natureza da exigência, anotou Darcy Bessone, reportando-se ao dispositivo do revogado decreto, que o exato cumprimento do contrato não constituiria “*uma condição da ação ou um pressuposto processual, mas sim uma condição do direito à renovação da locação em curso*”. Segundo

³⁸³ WATANABE, Kazuo. *Da cognição no processo civil*. 2. ed. Campinas: Bookseller, 2000.

o autor, a regulação imposta pelo decreto era merecedora de críticas, por referir-se a direito substantivo como se adjetivo fosse, levando o intérprete a crer que o interessado na renovação deveria provar algo que, “antes do momento probatório, já constituía uma condição da configuração do direito do locatário e, por conseguinte, um motivo de sua exclusão quando não fosse exata sua conduta contratual”, a despeito do fato de o exato cumprimento do contrato referir-se ao mérito³⁸⁴.

No mesmo sentido, tem-se jurisprudência do Egrégio Tribunal do Estado de São Paulo que, em ilustrativo acórdão, prolatado em sede de Apelação, confirmou a improcedência do pedido renovatório pela ausência do exato cumprimento do contrato, assentando:

Conforme antes consignado, para harmonizar o direito de propriedade do locador com a renovação compulsória do contrato, só se reconhece o direito à renovação do locatário se demonstrar o exato cumprimento do contrato. O exato cumprimento do contrato, então, caracteriza-se não como um requisito do processo, mas como um elemento constitutivo do próprio direito à renovação e, assim, refere-se ao mérito. Este Tribunal de Justiça tem assentado, a respeito:

“APELAÇÃO. LOCAÇÃO DE IMÓVEL NÃO RESIDENCIAL. AÇÃO RENOVATÓRIA. SEGURO DO IMÓVEL NÃO CONTRATADO PARA TODO O PERÍODO DO CONTRATO EM CURSO. INADIMPLEMENTO CONTRATUAL QUE OBSTA SUA RENOVAÇÃO. INTELIGÊNCIA DO ART. 71, II, DA LEI Nº 8.245/91. QUESTÃO DE MÉRITO RECURSO IMPROVIDO, COM RECONHECIMENTO, DE OFÍCIO, DA IMPROCEDÊNCIA. [...] Contudo, o reconhecimento do cumprimento exato ou não do contrato que se pretende renovar, a rigor, enseja juízo de procedência ou improcedência do pedido. Por isso, altera-se, de

384 BESSONE, Darcy. *Renovação de locação*. 2. ed., ver. e ampl. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 100.

ofício, a sentença de indeferimento da petição inicial para reconhecer a improcedência do pedido.”

(Apelação nº 1013322-91.2019.8.26.0006, 31^a Câmara de Direito Privado, Relator: Desembargador Adílson de Araújo, j. em 21.09.20, v. u.).

[...]

[...] Assim, o fato de ter constado na referida decisão que não havia nulidades a sanar e que estavam presentes os pressupostos processuais e as condições da ação não configurou superação da questão atinente ao exato cumprimento do contrato.³⁸⁵

O fato de tais requisitos não se referirem a condições da ação acarreta, em tese, implicações processuais tais como a inadmissibilidade de acolhimento de preliminar de carência acionária por irregularidade ou inobservância dos documentos essenciais à pretensão renovatória, pois que, referindo-se ao próprio mérito, a averiguação do atendimento desses requisitos dependeria de dilação probatória. Pode ocorrer, no entanto, que o julgador identifique, em análise perfunctória, o desatendimento, por parte do autor-locatário, de requisito que, inobstante não se refira a condição da ação, importe em consequência processual equivalente à por essa produzível: é o caso do reconhecimento, pelo magistrado, de carência de interesse de agir do locatário que ajuíza ação renovatória buscando a prorrogação de contrato que estava vigente por prazo indeterminado. A hipótese aventada ensejaria o proferimento de sentença extintiva do processo sem resolução do mérito, vez que o Estado-juiz restaria impossibilitado de afirmar ou negar o direito material vindicado, por ser impossível renovar-se, por igual prazo, o contrato desprovido de termos temporais.

A despeito do exposto, é possível constatar na jurisprudência o proferimento de decisões que, declarando a carência de ação do

385 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (30^a Turma de Direito Privado). Apelação Cível nº 1043409-47.2016.8.26.0002. Embargante: Pátio Boa Vista Shopping Ltda. Embargado: Lojas Americana S/A. Relator: Des. Lino Machado, julgado em 17 de março de 2021. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14349565&cdForo=0>>. Acesso em: 22/03/2023.

locatário, julgam improcedente seu pleito renovatório, extinguindo o processo com resolução de mérito. Nesse sentido, tem-se recente julgado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo que conheceu de recurso interposto contra decisão que julgou improcedente a pretensão deduzida em ação renovatória, por não ter o autor preenchido os requisitos mínimos para a propositura da ação renovatória, para não o prover:

Locação de imóvel. Ação renovatória. Requisitos cumulativos para a propositura da demanda previstos pelos arts. 51 e 71, da lei nº 8.245/91. Ausência. Contrato celebrado por cinco anos e, findo esse lapso, prorrogado por prazo indeterminado. Requisito legal indispensável à renovação não satisfeito. Dicção do art. 51, inc. I, da Lei nº 8.245/91. Recurso não provido.

Todavia, acenando à natureza de elemento constitutivo do direito do locatário à renovação que detém os indigitados requisitos, e, portanto, de sua estreita relação com o *meritum causae*, tem-se como implicação processual a indução do julgador à presunção de veracidade dos fatos articulados pelo autor na inicial, no tocante ao exato cumprimento do contrato locatício quando, por exemplo, tiver o locador se abstido de impugná-los, por ocasião do oferecimento de sua contestação.

De todo modo, é notório que a aferição exauriente dos requisitos arrolados nos artigos mencionados importa em revolvimento de matéria fático-probatória e, por conseguinte, no convencimento do magistrado pela procedência ou improcedência do pedido de renovação. Assim, a adoção de entendimento diverso ao condicionamento do exercício do direito de ação à existência do próprio direito material invocado, remeteria à filiação, do julgador, à teoria imanentista, de há muito superada.

Conclui-se, portanto, que, embora as condições da ação devam ser aferidas, pelo julgador, sob lume da teoria da asserção e,

por conseguinte, a partir de uma análise sumária da petição inicial ajuizada pelo locatário, tomando por hipótese e em caráter provisório, a veracidade da narrativa por ele apresentada, ocorre, por vezes, de os requisitos previstos nos arts. 51 e 71, da Lei nº 8.245, de 1991, confundirem-se com as próprias condições da ação, vez que igualmente atinentes ao interesse de agir do autor e à pertinência subjetiva da ação, sem que, com isso, percam sua natureza de elementos constitutivos de direito.

3.3. DA INCORRÊNCIA DO LOCATÁRIO EM MORA ENQUANTO ÓBICE À PROCEDÊNCIA DA AÇÃO RENOVATÓRIA

Não é recente a dúvida a respeito da incorrência em mora, pelo locatário, implicar no impedimento de seu direito à renovação do contrato de arrendamento empresarial. Já nos idos da década de 1970, quando ainda vigente o Decreto nº 24.150, de 1934, discutia-se a questão. João Nascimento Franco e Nisske Gondo assinalavam que, se no curso do contrato o locatário empresário atrasou o pagamento de um locativo e recorreu ao instituto da purgação da mora, poderia o locador invocar o fato, no bojo de uma ação renovatória, como equivalente ao descumprimento do dever legal e contratual de pagar o aluguel tempestivamente, hipótese em que, pela lei processual, devolver-se-ia ao locatário o ônus de justificar o seu comportamento. Em sendo demonstrado que o inadimplemento se deu por motivo justificável e legítimo, tal como feriado bancário ou doença em pessoa do locatário ou de seus familiares, poderia o juiz relevar o atraso, afastando a inexatidão no cumprimento do contrato, por aplicação do princípio da equidade, recomendada pelo art. 16, do Decreto nº 24.150, repelindo “*a objeção do locador, à consideração de que, não ocorrendo o elemento subjetivo da culpa, a mora não se configura, ainda que se verifiquem todas as suas circunstâncias objetivas*”³⁸⁶.

³⁸⁶ FRANCO, João Nascimento; GONDO, Nisske. *Ação renovatória e ação revisional de aluguel*. 3. ed. ver. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 122.

Deve-se ter em vista que até a promulgação da Lei nº 6.649, de 1979, a purgação da mora em contratos locatícios regidos pelo Decreto nº 24.150, de 1934, sequer era admitida, ante à ausência, neste diploma, de qualquer referência expressa ao instituto. A vedação era, inclusive, prevista na Súmula nº 123, do Supremo Tribunal Federal, que preconizava: “*sendo a locação regida pelo D. 24.150, de 20.4.34, o locatário não tem direito à purgação da mora prevista na L. 1.300, de 28.12.50*”.

Destarte, a justificação do inadimplemento, no curso do contrato de arrendamento, somente seria admissível em situações excepcionais e diante da ausência do elemento subjetivo da culpa do inquilino. Nesses casos, restaria afastada a infração configuradora do inexato cumprimento do contrato, alegável pelo locador como fato impeditivo do direito do locatário à renovação.

A purgação da mora, porém, foi reafirmada com edição da Lei nº 8.245, através da qual foi conferida ao locatário em mora com sua obrigação de pagar alugueis, e contra o qual tenha sido ajuizada ação de despejo por falta de pagamento, a possibilidade de evitar a rescisão do contrato se, no prazo de quinze dias a contar da citação, efetuar o pagamento do débito atualizado, incluindo-se “*a) os alugueis e acessórios da locação que vencerem até a sua efetivação; b) as multas ou penalidades contratuais, quando exigíveis; c) os juros de mora; d) as custas e os honorários do advogado do locador, fixados em dez por cento sobre o montante devido, se do contrato não constar disposição diversa*”. Permanecia, porém, o dissenso acerca de se, recorrendo o locatário a ela, restaria comprometido, ulteriormente, o exato cumprimento do contrato para fins de procedência de sua ação renovatória.

O Centro de Estudos e Debates do extinto 2º Tribunal de Alçada Civil de São Paulo, Corte que era competente para julgar recursos sobre locações, tinha enunciado exarado sobre o tema, com a seguinte redação: “*a emenda da mora em ação de despejo por falta de pagamento,*

constituindo exercício de legitimo direito, não descaracteriza o exato cumprimento do contrato de locação comercial”³⁸⁷.

Para Humberto Theodoro Júnior, “quando o devedor incorre em mora, pratica falta contratual culposa (CC, art. 396) que o torna responsável pela indenização de todos os prejuízos acarretados ao credor (CC, art. 395)”³⁸⁸, restando ínsito o comportamento faltoso do devedor. A emenda da mora repararia a lesão causada ao credor, mas não alteraria a natureza da infração cometida. Ao socorrer-se do instituto, o locatário demonstraria ter havido o cumprimento do contrato, mas tardivamente, e em desconformidade com as cláusulas do negócio, tornando impossível a satisfação, em ação renovatória que ulteriormente intentasse, do requisito da prova do exato cumprimento do contrato cuja renovação pretendesse.

Se é certo que a inexatidão no cumprimento do contrato de locação enseja ao locador opor-se à renovação pleiteada judicialmente, cabe cogitar se essa oposição seria irrestrita ou se a postura do locador quanto a eventual infração cometida pelo locatário teria o condão de convalescê-la, afastando a mácula que tornaria o contrato inexatamente cumprido, e retornando ao locatário o direito à renovação. A questão será brevemente abordada no próximo item.

3.4. BOA-FÉ OBJETIVA: DESCUMPRIMENTO DO CONTRATO, PELO LOCATÁRIO, E INÉRCIA DO LOCADOR

Por implicar em restrição ao direito de propriedade do locador, exige a lei demonstre o locatário o estrito cumprimento do contrato cuja renovação pretende. Em sendo o requisito elemento constitutivo do direito do locatário e, simultaneamente, elemento de prova para

³⁸⁷ BRASIL. 2º Tribunal de Alçada Civil de São Paulo. Enunciado 14. Disponível em: <<https://1library.org/document/y69xnjny-sumulas-e-enunciados-pertinentes-ao-estudo-da-lei-do-inquilinato-no-ordenamento-juridico-brasileiro.html>>. Acesso em: 24/03/2023.

³⁸⁸ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil, Volume II - Procedimentos Especiais Codificados (de Jurisdição Contenciosa e de Jurisdição Voluntária) e de Legislação Extravagante*. 54. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 874.

fins da demonstração, pelo locatário, de seu interesse de agir – face à exigência legal da instrução da petição inicial com prova do exato cumprimento do contrato em curso –, deverá o julgador proceder a análise sumária das alegações deduzidas pelo locatário em sua petição inicial. A depender do quanto arguido, a carência de ação poderá ser identificada desde logo, com a consequente extinção do processo sem resolução de mérito. Lado outro, havendo o julgador de aprofundar-se na apreciação do acervo probatório, terá de oportunizar ao locador-reú a arguição desconstitutiva do direito do locatário.

Situações há, porém, em que o locatário incorre em infrações contratuais ou legais aptas, inclusive, a acarretar a rescisão do contrato, e o locador permanece inerte face a elas ao momento de seu cometimento, vindo a suscitá-las como impeditivas do direito do locatário à renovação somente por ocasião do oferecimento de contestação no bojo da ação renovatória contra si ajuizada. Em casos tais, poderia o locatário alegar que a oposição do locador teria se dado a destempo, ou que seria afrontosa à boa-fé objetiva.

Com efeito, dispõe o art. 422, do Código Civil, que “*os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé*”. Assim, a inércia do locador quanto à oposição de objeção à falta cometida pelo locatário provocaria, neste, expectativa de que não seria por ela responsabilizado, em razão de seu convalescimento, ou – em se tratando de uma obrigação que o contrato lhe atribuía, mas que nunca cumpriu –, que o locador a assumira tacitamente. Tais alegações encontrariam amparo em institutos modificadores do conteúdo obrigacional do negócio jurídico, a exemplo da *supressio*³⁸⁹, ou em princípios tais como o *venire contra factum proprium*, e o *tu quoque*.

389 “A ‘supressio’ tem sido definida como ‘a situação do direito que, não tendo sido, em certas circunstâncias, exercido durante um lapso de tempo, não possa mais sê-lo por, de outra forma, se contrariar a boa-fé’ (MENEZES CORDEIRO apud NEVES, p. 31), ou ainda como ‘a impossibilidade do exercício de determinado direito, porque seu titular deixou de exercê-lo durante certo lapso de tempo, e, com isso, criou na contraparte a legítima expectativa de que não mais iria exigí-lo’ (DICKSTEIN apud NEVES, p. 31), in: NEVES, Júlio Gonzaga Andrade. *A supressio no Direito Civil Brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 31. Disponível em:

Ainda que o locador não tenha se manifestado por ocasião do cometimento da infração contratual, seja notificando o locatário, seja demandando judicialmente a execução específica da obrigação, sua inércia não teria o condão de convalidar a infração, nem tampouco de criar expectativa, no locatário, quanto à regularidade de seu comportamento, devendo ser compreendida como mera tolerância. Dessa forma, em que pese o louvável cuidado do magistrado de procurar sopesar não apenas o direito de propriedade do locador e o direito de inerência ao ponto do locatário, mas também a boa-fé das partes durante a execução do contrato, não seria caso de invocar-se institutos modificadores do conteúdo obrigacional do negócio jurídico travado entre elas, devendo qualquer alegação de sua aplicação, pelas partes, ser rechaçada.

Restando evidenciado não ter sido o contrato exatamente cumprido, deve o magistrado reconhecer a improcedência do pleito renovatório do locatário, eis que a lei determina seja rigorosamente procedida a aferição de elementos para constituição de direito que impõe restrição ao exercício do domínio, pelo proprietário, sobre bem de sua titularidade.

Oferecidos subsídios quanto à inserção, no ordenamento jurídico, da exigência de demonstração, pelo locatário de imóvel não residencial, do exato cumprimento do contrato enquanto requisito necessário à procedência da ação renovatória que, porventura, intente, bem como à respeito da natureza jurídica desse requisito, e dos efeitos da infração cometida pelo locatário sobre seu eventual pleito renovatório, passar-se-á à análise da jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

<<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2131/tde-09112016-081140/pt-br.php>>. Acesso em 25/03/2023.

4. DO EXATO CUMPRIMENTO DO CONTRATO SEGUNDO A JURISPRUDÊNCIA RECENTE DO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Como ressaltado no item 3.2, a verificação da presença das condições da ação e, dentre elas, do interesse de agir do locatário, por força da teoria da asserção, adotada pelo Código de Processo Civil, deverá se dar por meio de cognição sumária do quanto narrado pelo autor em sua exordial, admitindo o julgador, por presunção, a veracidade das alegações. Em constatando a ausência de elemento essencial à formação da relação processual, deverá intimar o locatário para que emende sua inicial; perseverando a ausência de tal elemento, reconhecerá a carência de ação do locatário e extinguirá o processo; por fim, em sendo ela suprida, citará o locador-réu para que, querendo, apresente manifestação desconstitutiva do direito do locatário.

No que concerne à alegação, porventura veiculada pelo locador, de não ter o locatário atendido ao requisito de demonstração do exato cumprimento do contrato renovando, nos termos do art. 71, II, da Lei de Locações, em razão de sua incorrência em mora quanto à sua obrigação de pagar pontualmente os encargos da locação, dividiu-se a jurisprudência: parte orientou-se pelo estrito cumprimento ao preceito legal, em observância à imposição de limitação ao direito de propriedade do locador; parte priorizou o direito do locatário, em detrimento dos interesses do locador.

Os julgados orientados por interpretações restritivas ao aludido requisito revelaram-se rigorosos na aferição da documentação carreada aos autos pelo locatário, tendo por impeditivos do direito à renovação mesmo inadimplementos eventuais acerca dos quais os locadores mantiveram-se inertes, identificando na postura destes mera tolerância que, se por um lado não acarretou a rescisão motivada do contrato, por outro afastou o direito do locatário à renovação. Os julgados orientados por fundamentos afeitos à flexibilização da norma, entretanto, consideraram inadmissíveis as arguições, por parte dos locadores, de motivos a respeito dos quais não tenham

manifestado oposição em momento oportuno. Tais decisões foram dirigidas a locadores que: a) deixaram de alegar, até o momento do oferecimento de contestação, o descumprimento, pelo locatário, de obrigação prevista no contrato, ou o cometimento, pelo mesmo, de infração contratual³⁹⁰; ou que, b) cientes do descumprimento de obrigação ou da incorrencia em infração contratual, pelo locatário, deixaram de admoestá-lo quando do ocorrido, levando-o a crer ter o vício convalescido, e, após, a arguiram no processo tendente a determinar a renovação compulsória do contrato de locação³⁹¹.

390 Nesse sentido: “[...] *Interposição de apelação pela locatária, ora autora. Locadora, ora ré, que, na peça de contestação, afirmou expressamente que não se opunha à renovação do contrato, limitando-se a questionar o valor do aluguel proposto. Somente em posterior manifestação, a locadora, ora ré, apresentou oposição à pretensão renovatória, alegando que não havia prova do exato cumprimento do contrato em curso. Questões suscitadas para amparar a alegação de descumprimento contratual não devem ser tratadas como matérias de ordem pública, eis que, na realidade, estavam relacionadas às matérias de defesa que a locadora poderia ter alegado para se opor à locação, mas não o fez em momento oportuno, de sorte que tais questões foram alcançadas pela preclusão. Inteligência dos artigos 336 e 342 do CPC/2015. Por ocasião da contestação, a locadora, ora ré, reconheceu a procedência do pedido de renovação, não cabendo mais discussão acerca de eventual falta de comprovação do cumprimento do contrato em curso.*” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (26ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 1085755-73.2017.8.26.0100. Apelante: Kátia Aparecida de Carvalho São Paulo – EPP. Apelado: P.H.S.S. Empreendimentos e Participações Ltda. Relator: des. Carlos Dias Motta. Data do Julgamento: 22/07/2020). Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=13777994&cdForo=0>>. Acesso em: 26/03/2023).

391 Tem-se a seguinte jurisprudência: “[...] a pretensão renovatória não salta abalada pela ausência de contratação de seguro-incêndio jungido à integralidade do período de prorrogação do contrato [...] ; a relação locatícia, de se notar, guarda curso por mais de vinte anos, com sucessivas prorrogações, sendo a última delas dentro em o período de 01/02/2011 a 31/01/2016, e isso sem que os locadores reclamassem a resolução do contrato, ou ao menos notificassem a autora/locatária, do que se depreende a redução do conteúdo obrigacional. a moldura faz inibir, às claras, o asseverado impedimento à renovatória do contrato, pena de prestígio à conduta contraditória - “*venire contra factum proprium*” - cuja vedação, oriunda da cláusula geral de boa-fé objetiva (art. 422, CC), guarda o escopo de obstaculizar postura incompatível com outra antes adotada; “os princípios da segurança jurídica e da boa-fé objetiva, bem como a vedação ao comportamento contraditória “*venire contra factum proprium*”, impedem que a parte, após praticar ato em determinado sentido venha a adotar comportamento posterior e contraditório [...]”. (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (34ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 1064848-48.2015.8.26.0100. Apelante: Cláudia Alves Ayres Netto. Apelado: Quintal do Saber Escola de Educação Infantil Ltda. Relator: des. Tércio Pires. Data do Julgamento: 12/11/2020). Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14138860&cdForo=0>>. Acesso em: 26/03/2023).

De fato, deixando o locador de indicar a falta cometida, pelo locatário, por ocasião do oferecimento de sua contestação – e não sendo ela aferível de ofício pelo julgador –, presumiria o juízo sua não ocorrência, e a oportunidade para que o locador quanto a ela se manifestasse restaria preclusa. Diferentemente, se a falta tivesse sido demonstrada tempestivamente, não poderia o julgador afastá-la para fins de declarar a satisfação, pelo locatário, da prova do exato cumprimento do contrato, a despeito do fato de o locador não ter se manifestado à época de seu cometimento, dado que a lei não exige do locador qualquer conduta que denote oposição à infração cometida. Nesse sentido, em consistindo a falta em atraso no pagamento dos locatícios, deveria ser despiciendo o ajuizamento, por parte do locador, de ação de despejo por falta de pagamento para fins da constituição em mora do locatário inadimplente. Outrossim, supondo-se tenha referida ação sido ajuizada, a purgação da mora em seu bojo não convalidaria a infração do locatário, e a alegação da mora, pelo locador, em contestação à ação renovatória do inquilino, deveria acarretar a improcedência da demanda³⁹².

O abrandamento, pelos magistrados, do requisito legal que impõe ao locatário o ônus de provar o exato cumprimento do contrato cuja renovação pretende teve de escorar-se em institutos jurídicos que outorgassem legitimidade à supressão da(s) falta(s) cometida(s)

392 Nesse sentido: “LOCAÇÃO DE IMÓVEL. AÇÃO RENOVATÓRIA. Autora que requer a renovação do contrato. Réu que expressamente impugna o pedido inicial, alegando descumprimento do contrato. Pedido de inadmissibilidade da renovação ante os reiterados atrasos nos pagamentos por parte da autora. Impontualidade no pagamento dos aluguers durante a vigência da locação que restou incontrovertida. Violação ao artigo 71, inciso II, da Lei de Locações, que impõe a prova do exato cumprimento do contrato em curso. Direito do locatário à purgação da mora que não se compatibiliza com o cumprimento exato das obrigações para gerar renovação compulsória. Não preenchimento dos requisitos necessários para a renovação. Precedentes. Sentença mantida. Recurso não provido”. (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (33ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 1018648-13.2019.8.26.0562; Relatora: des. Ana Lucia Romanhole Martucci. Data do Julgamento: 08/03/2021). Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14432576&cdForo=0>>. Acesso em: 27/03/2023. E ainda: TJSP (30ª Câmara de Direito Privado). Apelação Cível nº 1105134-63.2018.8.26.0100; Relator: Ronnie Herbert Barros Soares. Data do Julgamento: 30/09/2020. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14023267&cdForo=0>>. Acesso em: 27/03/2023.

pelo inquilino no curso do contrato, dentre os quais o do *venire contra factum proprium*, da *supressio*, da *surrectio* e do *tu quoque*. Tais institutos foram invocados para atribuir ao locador desídia quanto à repreensão da infração cometida pelo inquilino, o que, no entendimento esposado nas decisões desses julgadores, implicaria na impossibilidade de o locador vir a alegá-la como óbice ao direito do locatário à renovação. Assim, em que pese o esforço de tais juízos diligenciarem no sentido de conferir interpretação tendente a compatibilizar direitos como o de propriedade do locador e o de inerência ao ponto do locatário, com princípios como os da boa-fé objetiva, da função social da propriedade, e da preservação da empresa, a norma aplicanda é bastante clara ao exigir a prova do “*exato cumprimento do contrato*”, e o descumprimento de obrigação ou cometimento de infração previstas no acordo, pelo locatário, segundo uma interpretação restritiva, implica em falta que permaneceria a macular a escorreita execução da avença, a despeito de ter havido ou não manifestação quanto à falta por parte do locador. A redação do dispositivo permite presumir que a ação renovatória não deve aproveitar a quem violar norma legal ou contratual.

A análise dos julgados permite afirmar, porém, que decisões que recorrem aos institutos mencionados são escassas, prevalecendo na jurisprudência a aferição rigorosa do exato cumprimento do contrato pelo locatário. Procede, portanto, a observação a seguir transcrita, de lavra do desembargador aposentado, Dr. Manoel Pereira Calças, em artigo dedicado a reflexões sobre os requisitos da ação renovatória:

Da análise doutrinária e jurisprudencial concernente aos requisitos exigidos para o deferimento da renovação judicial de locação empresarial constata-se a tendência predominante da aferição rigorosa do cumprimento pelo locatário das condições impostas pelo legislador para o reconhecimento judicial do direito à renovação compulsória dos contratos locatícios. O rigor praticado pelos juízes e tribunais na verificação do cumprimento das exigências legais permissivas da renovação judicial das locações é

louvável, na medida em que, inegavelmente, ao se permitir que o Poder Judiciário renove, por decisão judicial constitutiva, contrato de locação empresarial, desconsiderando-se a oposição do locador, implica restrição legal ao direito constitucional que garante a propriedade privada, razão pela qual, mesmo levando-se em conta a observância da função social da propriedade, prevista na Carta Constitucional, o sobreprincípio da proporcionalidade impõe ao intérprete o justo sopesamento dos interesses colidentes do proprietário do imóvel e do empresário que exerce o direito à renovação judicial da locação.³⁹³

5. CONCLUSÃO

Pelo presente trabalho buscou-se oferecer um estudo do exato cumprimento do contrato enquanto requisito necessário à procedência do pleito do locatário desejoso de obter a renovação de seu arrendamento via decisão judicial.

Partindo de um esboço do panorama socioeconômico que ensejou a introdução da ação renovatória no ordenamento jurídico nacional, bem como das teorias aventadas pelos estudiosos como candidatas a servir-lhe de fundamento, conclui-se não haver nenhuma à que se amolde à perfeição, tendo cada qual contribuído a seu modo para a busca da equidade na implementação de normas regentes das relações entre proprietários e inquilinos.

De fato, a proteção conferida pelo legislador ao “fundo de comércio” do empresário locatário – bem jurídico até então estranho ao ordenamento que lhe era contemporâneo – denotava uma imposição, ao locador, de limitações quanto a) à sua liberdade de não contratar,

³⁹³ CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira; SILVA, Ruth Maria Junqueira de Andrade Pereira e. Reflexões sobre os requisitos da ação renovatória, in: *Revista Jurídica*, v. 2, n. 47, Curitiba, 2017, p. 14). Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/2050/1324>>. Acesso em: 27/03/2023.

especificando as alegações que poderia apresentar a fim de obstar, em juízo, a pretensão do inquilino de estender sua relação locatícia; e b) ao exercício do domínio sobre sua propriedade, tornando compulsória a renovação do contrato locatício quando atendesse o locatário-empresário a determinados requisitos pela lei previstos; o que se dava em prol do zelo a princípios como o da vedação ao enriquecimento ilícito, à concorrência desleal e ao abuso de direito.

Superada a questão dos fundamentos do direito à renovação, foram abordados aspectos processuais do requisito do exato cumprimento do contrato renovando com o fito de, ao final, proceder-se a uma análise da jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo quanto à matéria, a qual logrou identificar uma tendência convergente dos julgadores no sentido de rechaçarem o pleito renovatório do locatário que incorreu em infração no curso da avença renovanda, demonstrando, por outro lado, haver fração de magistrados que, arrimando-se em institutos tais como o do *venire contra factum proprium*, da *supressio*, da *surrectio*, afastam contestações dos locadores referentes ao cometimento de infrações, pelo inquilino, contra as quais não tenham se manifestado à época, seja notificando-o ou demandando-o em juízo, embora a lei não preveja a necessidade de atos quejados por parte do locador, expressamente atribuindo ao locatário o ônus de comprovar a plena satisfação de suas obrigações contratuais e legais.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Luís Antônio de. Evolução das leis do inquilinato: anterior à Lei n. 6.649 de 16- 5-79, in: *Revista de informação legislativa*, v. 16, n. 62, p. 107-116, abr./jun. 1979. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/181130/000365782.pdf?sequence=3&i>>. Acesso em: 19/06/2022;

BESSONE, Darcy. *Renovação de locação*. 2. ed., ver. e ampl. São Paulo: Saraiva, 1990;

BUZAID, Alfredo. *Da ação renovatória e demais ações oriundas de contrato de locação de imóveis destinados a fins comerciais*. 2^a ed. São Paulo: Saraiva, 1981;

CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira; SILVA, Ruth Maria Junqueira de Andrade Pereira e. Reflexões sobre os requisitos da ação renovatória, in: *Revista Jurídica*, v. 2, n. 47, Curitiba, 2017. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/2050/1324>>. Acesso em: 22/06/2022;

COELHO, Fábio Ulhôa. *Manual de direito comercial: direito de empresa*. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011;

DJOMBI, André Desmonds Eyango. La notion de bail professionnel en droit OHADA et ses implications sur la théorie générale du fonds de commerce, in: *Juridical Tribune (Tribuna Jurídica)*, Bucharest Academy of Economic Studies, Law Department, vol. 6, June, 2016, p. 108-136. Disponível em <<http://www.tribunajuridica.eu/arhiva/An6v1/9%20Eyango.pdf>>. Acesso em: 20/06/2022;

FRANCO, João Nascimento; GONDO, Nisske. Ação renovatória e ação revisional de aluguel. 3. ed. ver. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977;

NEVES, Júlio Gonzaga Andrade. *A supressio no Direito Civil Brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2131/tde-09112016-081140/pt-br.php>> . Acesso em 22/06/2022;

THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil: Procedimentos Especiais*, vol. II. 50^a ed., Rio de Janeiro: Forense, 2016;

THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil*, vol. I – Teoria geral do direito processual civil, processo de conhecimento e procedimento comum. 56. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2015;

THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil, Volume II - Procedimentos Especiais Codificados (de Jurisdição Contenciosa e de Jurisdição Voluntária) e de Legislação Extravagante*. 54. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020;

WATANABE, Kazuo. *Da cognição no processo civil*. 2. ed. Campinas: Bookseller, 2000.

A RELATIVIZAÇÃO DA AUTONOMIA DA VONTADE NO ÂMBITO DO CONTRATO DE FACTORING: UMA ANÁLISE ACERCA DO JULGAMENTO PROFERIDO PELO SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA NO RECURSO ESPECIAL N° 1.711.412-MG.

THE FREE WILL RELATIVIZATION IN THE FACTORING AGREEMENT FRAMEWORK: AN ANALYSIS OF THE JUDGMENT PROVIDED BY THE SUPERIOR COURT OF JUSTICE IN SPECIAL APPEAL N. 1.711.412-MG.

*Paulo Márcio da Cruz*³⁹⁴

*Pedro Henrique Piazza Noldin*³⁹⁵

RESUMO: O estudo caracteriza a importante autonomia da vontade no âmbito do contrato de *factoring*. Em um primeiro momento, analisa a atividade de *factoring* e busca entender como está inserida e/ou regulamentada no ordenamento jurídico brasileiro. Seguidamente, observa as novidades e desdobramentos incorporados à legislação

³⁹⁴ Graduado em Direito pela Universidade do Vale do Itajaí (1984), Mestre em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1995) e Doutor em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1999). Realizou estágio de pós-doutorado nas universidades de Perugia e Alicante e estágio sênior na Universidade de Alicante. É professor titular da Universidade do Vale do Itajaí, coordenador e pesquisador do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica nos cursos de mestrado e doutorado - da Universidade do Vale do Itajaí, professor convidado da Universidade de Alicante e da Universidade de Perugia. Professor visitante do Instituto Universitario del Agua y de las Ciencias Ambientales da Universidade de Alicante. Atua como docente e pesquisador nos temas Direito Transnacional, Direito e Sustentabilidade, Democracia e Estado e Constitucionalismo Comparado. E-mail: pcruz@univali.br.

³⁹⁵ Advogado (OAB/SC 45.273). Doutorando em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Università degli Studi di Perugia/Itália. Mestre em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Widener University - Delaware Law School/EUA, com apoio de Bolsa PROSUP-CAPES. Especialista em Direito Empresarial e dos Negócios pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Especialista em Direito Médico pela Verbo Educacional. Graduado em Direito, com Mérito Estudantil, pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Assessor Jurídico do Município de Itajaí no ano de 2016. Atuante na área do Direito Empresarial, Médico e Hospitalar. E-mail: pedro@spsadvogados.com.br.

civil e empresarial com a publicação da Lei nº 13.874/2019, mais conhecida como Lei da Liberdade Econômica. Adiante, contextualiza a relativização da liberdade contratual no âmbito do fomento mercantil a partir dos contornos conferidos pelo julgamento do recurso especial nº 1.711.412-MG pelo Superior Tribunal de Justiça. Por fim, formula uma reflexão acerca dos equívocos técnicos em que incorreu o STJ quando do julgamento do caso e como tais equívocos impactam, doravante, o exercício da própria atividade de *factoring* no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: *Factoring*. Fomento mercantil. Autonomia da vontade. Lei da Liberdade econômica.

SUMMARY: The study characterizes free will importance in the scope of the factoring contract. At first, it analyzes the factoring activity and seeks to understand how it is inserted and/or regulated in the Brazilian legal system. It then observes the news and developments incorporated into civil and business legislation with the publication of Law No. 13.874/2019, better known as the Economic Freedom Act. Further on, it contextualizes the relativization of contractual freedom within the scope of mercantile development from the contours conferred by the judgment of special appeal n. 1.711.412-MG by the Superior Court of Justice. Finally, it formulates a reflection on the technical mistakes made by the STJ when judging the case and how such mistakes impact, from now on, the exercise of the factoring activity itself in Brazil.

KEYWORDS: Factoring. Mercantile promotion. Free will. Economic Freedom Act.

INTRODUÇÃO

O ordenamento jurídico brasileiro adotou a máxima do Direito Romano de que “o contrato faz lei entre as partes” (do latim: *pacta sunt servanda*). Portanto, ao lado das obrigações que derivam de Lei, existem também as obrigações que derivam da vontade e liberdade das partes contratantes.

No âmbito do Direito Civil, mais especificamente no Direito Empresarial, a busca por esta plena autonomia da vontade das partes sempre foi e será louvável. Até porque, não fosse a liberdade contratual, muitas das modernas e complexas relações jurídicas travadas jamais teriam surgido e fomentado tantos negócios empresariais como hoje vistos.

Sob o paradigma do Estado Liberal, diz-se que a modernização das relações comerciais surge em um ambiente de plena autonomia e segurança jurídica, e não decorre de um ambiente de severa intervenção estatal e regulação desenfreada.

O fomento mercantil, também conhecido como *factoring*, é uma dessas relações jurídicas modernas e complexas, que traz uma enorme contribuição e auxílio para o desenvolvimento da atividade empresarial, como o próprio nome se refere, fomentando o cenário mercantil brasileiro.

Ocorre que, não bastasse o auxílio prestado pelas relações jurídicas travadas, não é raro vermos decisões judiciais que ainda insistem em avançar com um certo grau de ativismo sob os direitos e obrigações pactuados entre os contratantes, declarando-os por vezes nulos e por outras anuláveis, relativizando a própria vontade das partes contratualmente manifestada.

É o caso do recente julgamento proferido pelo Superior Tribunal de Justiça no recurso especial nº 1.711.412-MG³⁹⁶, decisão judicial que este artigo pretende analisar seus contornos.

E traz como problemas centrais os seguintes questionamentos: Qual a natureza do contrato de fomento mercantil e se existe forma prescrita em Lei? O que diz o ordenamento jurídico acerca da autonomia das partes no âmbito dos contratos empresariais? Está-se diante de vícios do negócio jurídico que o tornem nulo ou anulável?

³⁹⁶ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **Resp nº 1.711.412/MG**, relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 4/5/2021, publicado em 10/5/2021. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201703081772&dt_publicacao=10/05/2021. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

Foi correto o critério adotado pelo Superior Tribunal de Justiça no caso posto sob análise?

Para tanto o artigo foi dividido em três partes: (I) a natureza do contrato de *factoring*; (II) a autonomia das partes segundo a Lei da Liberdade Econômica; (III) as razões de decidir do STJ no REsp nº 1.711.412-MG.

Na metodologia, foi utilizado o método indutivo na fase de investigação e no relatório da pesquisa. Foram também acionadas as técnicas do referente, da categoria, dos conceitos operacionais, da pesquisa bibliográfica e do fichamento.

1. A NATUREZA JURÍDICA DO CONTRATO DE FACTORING

Factoring, esta é a denominação mais aceita, não obstante as denominações “fomento empresarial”, “fomento mercantil”, “fomento comercial” e “faturização” serem todas tratadas como sinônimas.

No que se refere ao *factoring*, LEITE, a maior autoridade brasileira sobre o assunto, explica que o termo remete a uma atividade que se destina a prestar auxílio ao segmento empresarial, através da expansão dos ativos empresariais e incremento das vendas³⁹⁷.

Enquanto atividade complexa, o explicita SOARES, *factoring* compreende uma série de serviços relacionados, como o assessoramento de crédito, posicionamento mercadológico, gestão de crédito e financeira, análise de riscos, gerenciamento de contas a pagar e receber, compra de créditos, entre outras³⁹⁸.

397 “O *factoring* é uma atividade de fomento mercantil que se destina a ajudar, sobretudo, o segmento das pequenas e médias indústrias a expandir seus ativos, a aumentar suas vendas, sem fazer dívidas. [...]. *Factoring* é uma atividade complexa, cujo fundamento é a prestação de serviços, ampla e abrangente, que pressupõe sólidos conhecimentos de mercado, de gerência financeira, de matemática e de estratégia empresarial, para exercer suas funções de parceiro dos clientes. O sentido da parceria é essencial ao exercício efetivo do *Factoring*”. (LEITE, Luiz Lemos. **Factoring no Brasil**. 2^a ed. São Paulo: Atlas, 1994, p. 22-23).

398 “[...]. i) prestação de serviços de assessoramento de crédito, de forma cumulativa e contínua, atuando também em ii) posicionamento mercadológico, iii) gestão creditícia e iv) financeira, v) análise e escolha de riscos, vi) gerenciamento de contas a pagar e a receber, vii) compra de direitos de crédito oriundos de prestação de serviços ou vendas mercantes a prazo

Mas, é bem verdade, que a maior faceta da atividade de *factoring* recai, justamente, sobre o exercício da atividade de aquisição de títulos de crédito, razão pela qual muitos autores que abordam o tema procuram tratar, ao discorrer sobre seu significado, tão somente, de tal modalidade de atuação; o que demanda atenção, haja vista que o instituto vai muito além disso.

Inclusive, em 2017, no julgamento do REsp nº 932.978/SC³⁹⁹ pelo Superior Tribunal de Justiça, a Corte Infraconstitucional abordou o leque de atividades gerenciais que se prendem ao instituto do *factoring* como forma de analisar a obrigatoriedade, ou não, de as Empresas que exploram o fomento se registrarem junto ao Conselho Regional de Administração.

À vista do inteiro teor do julgamento, extrai-se que a posição firmada pelo STJ foi de que, caso a empresa de *factoring* exerça a atividade básica (convencional) de compra de crédito não estará sujeita

a terceiros, clientes do faturizado". (SOARES, Marcelo Negri. **Contrato de factoring**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 32).

399 "ADMINISTRATIVO. RECURSO ESPECIAL. EMPRESA DE FACTORING. DESNECESSIDADE DE REGISTRO NO CONSELHO REGIONAL DE ADMINISTRAÇÃO. ATIVIDADE BÁSICA. SÚMULA 7/STJ. PRECEDENTES. COMPRA DE ATIVOS OU DIREITOS CREDITÓRIOS DECORRENTES DE VENDAS MERCANTIS A PRAZO. [...]. 4. As atividades desempenhadas pelas empresas de factatings na modalidade convencional, que envolve funções de compra de crédito (cessão de crédito) e prestação de serviços convencionais (análise de riscos dos títulos e cobrança de créditos da faturizada) não estão no alcance da fiscalização profissional do Conselho Federal de Administração - CRA, porquanto sua atividade-fim não se enquadra nas hipóteses elencadas como de natureza administrativa. [...]. 6. É cediço que somente na modalidade de factoring conhecida por trustee o faturizador prestará serviços diferenciados, como co-gestão, consultoria etc. Podemos afirmar - sem nenhuma dúvida - que é raro uma operação de factoring que envolva a modalidade trustee. A mais usualmente praticada é a modalidade convencional. E na modalidade convencional de factoring, os serviços prestados, quando o são, não envolvem administração, consultoria ou co-gestão, pois tais serviços são próprios somente na modalidade trustee." (Antonio Carlos Donini, in *Inexigibilidade do Registro da Empresa de Factoring junto ao Conselho Regional de Administração*, Revista dos Tribunais, ano 92 - volume 810 - abril de 2003 - páginas 84/85). 7. A única modalidade que, em tese, pode-se admitir a prática de atos ditos "administrativos" de factoring é na modalidade trustee, por envolver prestação de serviços diferenciados, a saber, co-gestão e consultoria, [...]." (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça - STJ. REsp nº 932.978/SC, relator Ministro Luiz Fux, Primeira Turma, julgado em 6/11/2008, publicado em 1/12/2008. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=835360&numero_registro=200700515183&data=20081201&formato=PDF. Acesso em: 30 de agosto de 2022).

ao registro junto ao Conselho Regional de Administração. Todavia, em se verificando que sua atividade preponderante seja a de gestão e consultoria financeira, altera-se o cenário e se abre a discussão acerca da (des)necessidade do registro.

Certo é que, como dito, a atividade usual praticada pelas empresas de *factoring* é a de compra de crédito, de modo que a decisão, caso seu resultado fosse diverso, teria causado enorme impacto ao setor.

Neste ensejo, RIZZARDO argumenta que, no seu sentido tradicional (compra de crédito), a atividade de fomento compreende “*uma relação jurídica entre duas empresas, em que uma delas entrega à outra um título de crédito, recebendo como contraprestação, o valor constante do título, do qual se desconta certa quantia, considerada a remuneração pela transação*”⁴⁰⁰.

A seu modo, PEREIRA conceitua a figura, conferindo maiores contornos à prática e aos sujeitos da relação, ao explanar que a atividade se concretiza quando “*uma pessoa (factor ou faturizador) recebe de outra (faturizado) a cessão de créditos oriundos de operações de compra e venda e outras de natureza comercial, assumindo o risco de sua liquidação*”⁴⁰¹.

Por sua vez, DINIZ discorre que o *factoring*, no seu sentido convencional, reflete na relação em que “*um empresário, industrial ou comerciante (faturizado), cede a outro (faturizador), no todo ou em parte, os créditos provenientes de duas vendas mercantis de bens ou serviços a terceiros, mediante o pagamento de uma remuneração consistente no desconto sobre os respectivos valores*”⁴⁰².

No que diz respeito a regulamentação do *factoring* se observa que a atividade carece de legislação própria e não encontra hoje forma prescrita em lei.

400 RIZZARDO, Arnaldo. **Factoring**. 3^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 13.

401 PEREIRA, Caio Mário da Silva. **A Nova tipologia Contratual no Direito Brasileiro**, em RF/281. Apud. RIZZARDO, Arnaldo. **Factoring**. p. 14.

402 DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos**. 7^a ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 105

O que se verifica são diversos projetos de lei que tentaram ao longo dos anos regulamentar a atividade e algumas instruções normativas que fazem menção ao exercício da atividade.

Em 1993, sobreveio a primeira tentativa de uma lei sobre *factoring* no Brasil, através do Projeto de Lei nº 192/1993⁴⁰³, de autoria do falecido Deputado Federal Jackson Pereira (CE) e que propunha uma alteração na Lei nº 4.595/64. Ocorre que, embora o projeto tenha sido aprovado na Câmara de Deputados em 1994, acabou arquivado posteriormente na Comissão de Constituição e Justiça do Senado, por ter sido julgado inconstitucional, haja vista que, por se tratar de lei ordinária, não poderia vir a alterar uma lei complementar⁴⁰⁴.

Mais tarde, destaca-se a Resolução nº 2.144/1995⁴⁰⁵ do Banco Central do Brasil (BACEN) que admitiu o *factoring* como atividade lícita.:

Concomitantemente, foi nesse mesmo ano, que a atividade de *factoring* foi pela primeira vez mencionada em lei. Isso ocorreu com a edição da Lei nº 8.981/1995⁴⁰⁶, que, alterando a legislação tributária, trazia no seu art. 28, § 1º, alínea “c.4”, uma pequena noção do papel desempenhado pelas empresas de *factoring*, que segundo o referido diploma legal, seria de “[...] *prestaçā cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e receber, compras de direitos creditórios*

403 BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei nº 192, de 1993.** Tipifica as empresas que exploram a atividade de faturização, também conhecida por fomento comercial ou *factoring*, como instituições financeiras. Disponível em: <http://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/23207>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

404 ANFAC. **Lei do Fomento Mercantil vai à votação.** Revista Fomento Mercantil nº 06, de 15 de julho de 2004. Disponível em: <http://www.anfac.com.br/jsp/news/News-n6.pdf>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

405 BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução nº 2.144, de 22 de fevereiro de 1995.** Esclarece sobre operações de “*factoring*” e operações privativas de instituições financeiras. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1995/pdf/res_2144_v1_O.pdf. Acesso em 31 de agosto de 2022.

406 BRASIL. Planalto. **Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995.** Altera a legislação tributária Federal e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8981.htm. Acesso em 31 de agosto de 2022.

resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (factoring)".

Frente a isso e em decorrência da inconstitucionalidade da alteração anteriormente proposta pelo Deputado Federal Jackson Pereira, o Senador José Fogaça (RS) apresentou o Projeto de Lei nº 230/1995⁴⁰⁷, o qual, à época, objetivava reunir com clareza todo o conjunto de normas em que se pautava a atividade de *factoring*.

Mais adiante, sobreveio o Projeto de Lei nº 3.615/2000⁴⁰⁸, de autoria do Deputado Federal João Herrmann Neto (SP), e que dispunha sobre o fomento mercantil especial de exportações ou *factoring* de exportação; bem como o Projeto de Lei nº 3.896/2000⁴⁰⁹, de autoria do Deputado Federal Celso Russomanno (SP), o qual tinha como escopo ampliar a regulamentação e assimilar os dois anteriores projetos.

Posteriormente, o Projeto de Lei nº 13/2007⁴¹⁰ foi o texto definitivo aprovado pela Câmara dos Deputados, subindo ao Senado e aprovado pela Comissão de Constituição e Justiça com pequenas modificações, tendo voltado no ano de 2010 à Câmara dos Deputados, onde até hoje se encontra, para formalização definitiva e encaminhamento à sanção presidencial. Um longo e árduo caminho percorrido e a se percorrer, visto que há aproximadamente vinte anos não se visualiza um desfecho definitivo.

407 BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei nº 230, de 1995.** Dispõe sobre as operações de fomento mercantil - *factoring* - e dá outras providências. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/1622>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

408 BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 3.615, de 2000.** Dispõe sobre o fomento mercantil especial de exportações ou “*factoring*” de exportação e dá outras providências. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/sileg/integras/7226.pdf>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

409 BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 3.896, de 2000.** Dispõe sobre a introdução de assistente social no quadro de profissionais de educação em cada escola. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/sileg/integras/7226.pdf>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

410 BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei nº 13, de 2007.** Dispõe sobre o fomento empresarial e altera a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/80244>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

Sendo assim, observa-se que o *factoring* é uma atividade comercial, mercantil, de fomento. É uma relação complexa e de múltiplas funções. Diz-se ser um contrato atípico misto – atípico, por não deter forma prescrita em Lei; misto, pois coaduna a compra de direitos de créditos com a prestação de serviços, contando para tanto com recursos exclusivamente próprios.

2. A AUTONOMIA DAS PARTES SEGUNDO A LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA

É certo que na exploração da atividade empresarial, a que se dedica o empresário, diversos contratos são celebrados. Pode-se afirmar que combinar os fatores de produção é contrair e executar obrigações nascidas eminentemente de contratos.⁴¹¹

Nesta seara, quando disciplinado pela Código Civil⁴¹², o contrato empresarial é regido por princípios próprios, os quais fundados na livre-iniciativa e livre concorrência, limitam as hipóteses de revisão judicial, restringem a alegação de anulabilidade e nulidade, bem como modulam a boa-fé e a função social.⁴¹³

Não é novidade, então, que o contrato tem força obrigatória, pois quem expressa a vontade de assumir obrigação perante outra pessoa fica responsável nos termos de sua declaração.⁴¹⁴

A Lei nº 13.874/19⁴¹⁵, mais conhecida como Lei da Liberdade Econômica, procurou reforçar essa ideia e trouxe como um grande

411 ULHOA COELHO, Fábio. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa.** 32 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 379.

412 BRASIL. Planalto. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

413 ULHOA COELHO, Fábio. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa**, p. 380.

414 ULHOA COELHO, Fábio. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa**, p. 385.

415 BRASIL. Planalto. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.** Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de

objetivo viabilizar o livre exercício da atividade econômica e a livre iniciativa, deixando evidente a intenção do legislador em garantir autonomia do particular para empreender. Neste sentido, alterou diversos dispositivos legais existentes para restringir a atuação do Estado sobre atividades econômicas, relações jurídicas e normas regulamentadoras de profissões, juntas comerciais, produção, relações de consumo e meio ambiente.

Talvez a sua maior contribuição para o Direito Civil e Empresarial tenha sido a vontade expressa do legislador em garantir respeito a autonomia das partes manifestada via contrato, conforme disposto logo no seu art. 1º, § 2º, da Lei da Liberdade Econômica.

E, mais do que isso, o próprio permissivo para que se pactue *contra legem*, alterando a máxima até então vigente de que “tudo posso desde que não seja proibido”, para, agora, a de que “tudo posso, ainda que proibido”, salvo, logicamente, se a disposição foi contrária à matéria de ordem pública, nos termos do art. 3º, VIII, da mesma legislação.

O art. 3º da Lei da Liberdade Econômica se refere a um novo princípio da subsidiariedade das normas de direito contratual empresarial. Em razão de princípio, as cláusulas contratadas pelas partes prevalecem sobre o disposto em Lei, ainda que tenham conteúdo diverso desta. À vista do fato de as normas de direito contratual empresarial possuírem natureza supletiva da vontade dos empresários contratantes, essa pode até mesmo dispor de modo oposto ao prescrito no direito positivo.⁴¹⁶

Aliado a isso, a legislação, inclusive, acarretou em alterações e acréscimos ao art. 421, e ao criado art. 421-A, do Código Civil.

1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

416 ULHOA COELHO, Fábio. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa**, p. 389.

Como visto, a autonomia da vontade nos contratos empresariais ganhou maiores contornos e consideração. Elevou-se o contrato empresarial a um patamar de maior hierárquica, digamos assim, frente a norma posta.

Contudo, mesmo diante desse cenário, a insegurança jurídica ainda rodeia os contratos empresariais, dado que são inúmeras as vezes em que o poder judiciário insiste em desconsiderar a autonomia da vontade manifestada contratualmente pelas partes.

Exemplo disso é a recente decisão proferida pelo Superior Tribunal Justiça que veremos no tópico seguinte, a qual impactou e restringiu sobremaneira a autonomia das partes nos contratos de *factoring*, mais especificamente no que diz respeito a (im)possibilidade de pactuar a cláusula de responsabilidade do faturizado pelo pagamento do crédito no caso de inadimplemento do devedor originário.

3. AS RAZÕES DE DECIDIR DO STJ NO RECURSO ESPECIAL N° 1.711.412-MG

Como visto no tópico anterior, pelo princípio da autonomia da vontade, os empresários, em suas relações contratuais, contratam porque querem, como e com quem querem e, via de regra, negociam as cláusulas dos contratos.⁴¹⁷

Porém, na prática, não é o que normalmente se verifica. Nas relações jurídicas de *factoring* é comum as partes (faturizado e faturizador) pactuarem acerca da responsabilidade ou não do faturizado pelo pagamento do crédito no caso de inadimplemento do devedor originário, e garantindo a operação, nesta hipótese, por endosso ou cessão de crédito, conforme autorize a natureza do título.

No entanto, não bastasse o pactuado, algumas decisões, de maneira totalmente equivocada, ainda relutavam em considerar a validade desta cláusula, até que em 2021 o STJ, infelizmente, acabou

⁴¹⁷ ULHOA COELHO, Fábio. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa**, p. 388.

confirmando este entendimento no Informativo 695⁴¹⁸ da Corte, decorrente do julgamento do

O entendimento exposto no Informativo 695 fora firmado no âmbito do julgamento do REsp nº 1.711.412-MG⁴¹⁹ pelo Superior Tribunal de Justiça, conforme ementa:

RECURSO ESPECIAL. EMBARGOS À EXECUÇÃO. CONTRATO DE FACTORING. 1. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. NÃO OCORRÊNCIA. NECESSIDADE DE OPOSIÇÃO DOS EMBARGOS DE DECLARAÇÃO NA ORIGEM. RECONHECIMENTO. IMPOSIÇÃO DE MULTA. AFASTAMENTO. 2. CLÁUSULA QUE ESTABELECE A RESPONSABILIZAÇÃO DA FATURIZADA, NÃO APENAS PELA EXISTÊNCIA, MAS TAMBÉM PELA SOLVÊNCIA DOS CRÉDITOS CEDIDOS À FATURIZADORA, INCLUSIVE COM A EMISSÃO DE NOTAS PROMISSÓRIAS DESTINADAS A GARANTIR TAL OPERAÇÃO, A PRETEXTO DE ATENDIMENTO AO PRINCÍPIO DA AUTONOMIA DA VONTADE E APLICAÇÃO DO ART. 290 DO CÓDIGO CIVIL. IMPOSSIBILIDADE. VULNERAÇÃO DA PRÓPRIA NATUREZA DO CONTRATO DE FACTORING. RECONHECIMENTO 3. AVAL APOSTO NAS NOTAS PROMISSÓRIAS EMITIDAS PARA GARANTIR A INSOLVÊNCIA DOS CRÉDITOS CEDIDOS EM OPERAÇÃO DE FACTORING. INSUBSTÂNCIA. INTERPRETAÇÃO DO ART. 899, § 2º, DO CÓDIGO

418 “A faturizada não responde caso o devedor não pague o crédito que ela cedeu à factoring, sendo nula a cláusula que tente responsabilizá-la por isso; também é nulo título de crédito que a faturizada seja obrigada a emitir se responsabilizando pela solvência dos créditos cedidos”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **Informativo 695**. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/jurisprudencia/externo/informativo/?acao=pesquisarumaedicao&livre=0695.cod>. Acesso em: 21 de janeiro de 2023.

419 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **REsp nº 1.711.412/MG**, relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 4/5/2021, publicado em 10/5/2021. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201703081772&dt_publicacao=10/05/2021. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

CIVIL. 4. RECURSO ESPECIAL PARCIALMENTE PROVIDO.

1. O arresto recorrido, coerente com o entendimento adotado, com suficiente fundamentação, não padece do vício de julgamento apontado. No entanto, não se pode deixar de reconhecer a absoluta pertinência da oposição dos embargos de declaração, para que a parte sucumbente, sobretudo em virtude da reforma da sentença de procedência, obtivesse, na origem, a efetiva deliberação judicial acerca de matéria relevante, a fim de autorizar seu questionamento perante esta Corte Superior. Afastamento da multa imposta.

2. 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.

2.1 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.

3. Ratificação do posicionamento prevalecente no âmbito desta Corte de Justiça, segundo o qual, no bojo do contrato de factoring, a faturizada/cedente não responde, em absoluto, pela insolvência dos créditos

cedidos, afigurando-se nulos a disposição contratual nesse sentido e eventuais títulos de créditos emitidos com o fim de garantir a solvência dos créditos cedidos no bojo de operação de factoring, cujo risco é integral e exclusivo da faturizadora. Remanesce, contudo, a responsabilidade da faturizadora pela existência do crédito, ao tempo em que lhe cedeu (pro soluto). Divergência jurisprudencial afastada.

4. A obrigação assumida pelo avalista, responsabilizando-se solidariamente pela obrigação contida no título de crédito é, em regra, autônoma e independente daquela atribuída ao devedor principal. O avalista equipara-se ao avalizado, em obrigações. Sem descurar da autonomia da obrigação do avalista, assim estabelecida por lei, com relevante repercussão nas hipóteses em que há circulação do título, deve-se assegurar ao avalista a possibilidade de opor-se à cobrança, com esteio nos vícios que inquinam a própria relação originária (engendrada entre credor e o avalizado), quando, não havendo circulação do título, o próprio credor, imbuído de má-fé, é o responsável pela extinção, pela nulidade ou pela inexistência da obrigação do avalizado.

4.1 É de se reconhecer, para a hipótese retratada nos presentes autos, em que não há circulação do título, a insubsistência do aval aposto nas notas promissórias emitidas para garantir a insolvência dos créditos cedidos em operação de factoring. Afinal, em atenção à impossibilidade de a faturizada/cedente responder pela insolvência dos créditos cedidos, afigurando-se nula a disposição contratual nesse sentido, a comprometer a própria existência de eventuais títulos de créditos emitidos com o fim de garantir a operação de fomento mercantil, o aval ali inserido torna-se, de igual modo, insubsistente.

4.2 Esta conclusão, a um só tempo, obsta o enriquecimento indevido por parte da faturizadora, que sabe ou deveria saber não ser possível transferir o risco da operação de factoring que lhe pertence

com exclusividade, e não compromete direitos de terceiros, já que não houve circulação dos títulos em comento.

5. Recurso especial parcialmente provido, apenas para afastar a multa imposta na origem.

Do corpo desta decisão, extrai-se 04 grandes equívocos, conforme serão discorridos abaixo.

4. NATUREZA E ELEMENTO ESSENCIAL DO CONTRATO X CONTRATO ATÍPICO

O primeiro dos equívocos extraídos do inteiro teor da decisão sob análise diz respeito a defesa de uma “natureza” e de um “elemento essencial” do contrato de *factoring*, nas seguintes passagens:

[...]. 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.

2.1 A natureza do contrato de factoring, [...], 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. [...]. (Grifou-se).

Extrai-se também de trecho do próprio acórdão do TJMG impugnado:

[...]. Ainda que o contrato de faturização não seja regido expressamente por legislação própria no direito

brasileiro, de rigor constatar que a figura jurídica se encontra incorporada ao nosso ordenamento, existindo, de há muito, jurisprudência sedimentada a seu respeito.

Diante de tais elementos e, apesar de contarem as partes com certo grau de liberdade em torno do teor das cláusulas do contrato a ser firmado no caso concreto, não podem estas alterar certas disposições comuns e inerentes a todo contrato de “factoring”, disposições estas que se constituem em seu próprio núcleo duro, sob pena de desnaturação do instituto. Ora, a transferência dos riscos pelo adimplemento dos títulos cedidos na operação de factoring, se coloca como sendo cláusula essencial dessa espécie de contrato. [...]. (Grifou-se).

Ora, foi visto que o contrato de *factoring* é um contrato eminentemente atípico, sem qualquer legislação própria ou forma prescrita em lei; como então defender que este possui uma “natureza” ou um “elemento essencial” a ser observado?

Tamanha a contradição, haja vista que não há como se falar em elemento essencial ou natureza do contrato, muito menos em instituto jurídico, se este não possui legislação própria ou forma prescrita em lei, pelo que os contratantes se valem justamente da sua autonomia e/ou da conjugação de outros institutos legais, como o é, no caso, o da cessão de crédito.

5. DESCONSIDERAÇÃO DA PREVISÃO LEGAL DO ART. 296 DO CÓDIGO CIVIL

Como visto, o cerne da decisão seria averiguar se é válida a cláusula que estabelece, no bojo de contrato de factoring, a responsabilização da faturizada, não apenas pela existência, mas também pela solvência dos créditos cedidos à faturizadora, inclusive com a emissão de notas promissórias destinadas a garantir tal operação, a pretexto de

atendimento ao princípio da autonomia da vontade e de aplicação do art. 296 do Código Civil.

Neste ponto, seguindo a interpretação do art. 296 do Código Civil se observa o permissivo legal de as partes pactuarem contrariamente a regra geral (não responsabilidade do cedente pela solvência do devedor).

Destaca-se, então, que a decisão foi contrária ao próprio Código Civil e desconsiderou previsão legal sem ter declarado a sua inconstitucionalidade.

Considerando-se que em primeiro grau de jurisdição o julgado fora procedente, tendo sido revertido o julgamento em 2º grau e assim mantido no STJ, extrai-se importante trecho da fundamentação do magistrado de primeiro grau:

[...]. Contudo, no presente caso houve pactuada a responsabilização da contratante e dos responsáveis (devedores solidários) tanto pela existência quanto pela liquidação e solvência dos créditos cedidos.

Ou seja, os embargantes anuíram livremente pela contratação da cessão de crédito e garantiram a liquidez e solvência dos devedores originários, transformando a cessão de crédito legalmente prevista como pro soluto em cessão de crédito pro solvendo.

Destaco que a livre pactuação das partes é válida e eficaz, por meio da qual os cedentes atuaram por meio da livre iniciativa e do exercício da autonomia privada, garantidas constitucionalmente nos Artigos 1º, IV e 170 “caput” da Constituição da República, cerne do Direito Privado e autorizado até mesmo pela regra legal de regência da responsabilidade na cessão de crédito, qual excepciona a regulamentação ordinária, Artigo 296, primeira parte, do Código Civil. Deste modo, não deve prosperar a alegação de que por ter os títulos sido dados em garantia a sua execução não pode ser promovida ante a ausência de liquidez, certeza e exigibilidade, circunstâncias

que dão azo à conclusão de que os títulos padecem de nulidade, reiterando que as embargantes assumiram a responsabilidade pela liquidez dos créditos cedidos, contratando a cessão de créditos pro solvendo. [...]. (Grifou-se).

Diante da livre iniciativa, da autonomia privada e do permissivo legal da cessão de crédito, o STJ desconsiderou tais garantias constitucionais e infraconstitucionais, conferindo julgamento desfavorável.

6. NULIDADE DA CLÁUSULA CONTRATUAL E DESCONSIDERAÇÃO DA CESSÃO

Adiante, o que causa maior espanto é a declaração de nulidade da cláusula contratual onde ficara pactuada a responsabilização do faturizado pelo inadimplemento do devedor originário.

Pergunta-se qual foi nulidade? Vício de consentimento, ilicitude, violação a norma de ordem pública, nenhuma das situações elencadas no art. 166 do Código Civil e que permitiriam tal declaração caso verificadas.

Nulidade é coisa séria e na hipótese o Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais e o próprio Superior Tribunal de Justiça reconheceram a cláusula como nula sem qualquer fundamento legal para tanto, afastando-se, com isso, pacto privado onde não há disposição legal que o proíba de assim pactuar.

Imagina o que será feito com a análise de cláusulas contratuais que venham a divergir, já que, como visto, a nova ótica dos contratos empresariais permite se pactuar inclusive em sentido contrário a lei, nos termos do art. 3º, VIII, da Lei da Liberdade Econômica.

7. TRATAMENTO DIFERENCIADO E ASSIMETRIA NEGOCIAL

Não são só as empresas de *factoring* que operam na compra de créditos (ou adiantamento de recebíveis), mas outros atores também o fazem, a saber: instituição financeira, fundo de investimento em direitos creditórios – FIDC, e as empresas simples de crédito – ESC.

Como ficam os pactos travados no âmbito destas operações realizadas por outros agentes? Com a decisão direcionada apenas ao instituto do *factoring* se está a distinguir agentes econômicos que operam no mesmo mercado, se está a dar tratamento diferenciado quanto a natureza da transmissão do crédito a depender do agente operante.

Não bastasse, cria-se uma evidente assimetria negocial ferindo a livre concorrência entre os agentes que operam neste mercado. Já que o risco da operação de *factoring* será maior e, consequentemente, maior será o valor do serviço prestado, o que cria uma concorrência desleal frente aos demais agentes que operam no mercado de compra de créditos.

8. ALCANCE DA DECISÃO NA ECONOMIA

Por fim, mas não menos importante, destaca-se a carência de uma análise econômica do direito ao julgamento em questão, desconsiderando-se os efeitos jurídicos do *decisum* na ordem econômica.

Em resumo, a análise econômica do direito (AED) prega a utilização de técnicas de estudo das consequências econômicas das decisões jurídicas, sempre em termos de eficiência alocativa. O próprio fundamento do direito seria a economia em seu viés neoclássico, tendo como pressuposto a não intervenção estatal (sempre mais defendida do que adotada, já o sabemos) e a eleição da previsibilidade

dos mercados como algo superior a outros argumentos (como os fundamentos e garantias constitucionais)⁴²⁰.

A AED é, portanto, identificada com características bem específicas: a primeira é a rejeição da autonomia do Direito perante a realidade social e econômica, significando que o direito interage com essas realidades; a segunda é a predominância na utilização de métodos de outras áreas do conhecimento, tais com economia, contabilidade, sociologia e filosofia; já a terceira característica a AED adota uma posição crítica à interpretação jurídica como interpretação conforme precedentes ou o direito, sem referência ao contexto econômico e social. Ou seja, não se pode interpretar o direito através somente da normatividade.⁴²¹

Essas características da AED permitem que os sistemas jurídicos sejam construídos e interpretados de uma forma mais adequada as novas demandas da sociedade, as quais, diga-se de passagem, tornam-se cada vez mais complexas e instigantes.

Longe de ser novidade, foi visto que o *factoring* remete a uma atividade que se destina a prestar auxílio ao segmento empresarial, através da expansão dos ativos empresariais e incremento das vendas. Neste sentido, não há como firmar um voto e proferir um julgamento de tamanha importância sem se debruçar sobre os seus reflexos no campo do desenvolvimento da própria atividade de *factoring*, sob pena de condenar suas características mais marcantes.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Viu-se que o *factoring* é uma atividade comercial, mercantil, de fomento. É uma relação complexa e de múltiplas funções. Diz-se ser um contrato atípico misto – atípico, por não deter forma prescrita em Lei; misto, pois coaduna a compra de direitos de créditos com a prestação

⁴²⁰ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius. **O que é análise econômica do direito: uma introdução.** Belo Horizonte: Fórum, 2011.

⁴²¹ SILVEIRA, Paulo Antônio Caliendo Velloso. **Direito tributário e análise econômica do direito:** uma visão crítica. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 2009.

de serviços, contando para tanto com recursos exclusivamente próprios.

Quanta a regulamentação do *factoring*, constatou-se que atividade carece de legislação própria e não encontra hoje forma prescrita em lei.

Adiante, observou-se que com a publicação da Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica) a autonomia da vontade nos contratos empresariais ganhou maiores contornos e consideração. Elevou-se o contrato empresarial a um patamar de maior hierárquica, digamos assim, frente a norma posta.

Contudo, mesmo diante desse cenário, a insegurança jurídica ainda rodeia os contratos empresariais, dado que são inúmeras as vezes em que o poder judiciário insiste em desconsiderar a autonomia da vontade manifestada contratualmente pelas partes.

Exemplo disso foi a recente decisão proferida pelo Superior Tribunal Justiça e objeto de análise do presente artigo, especificamente o julgamento do Recurso especial nº 1.711.412-MG, o qual impactou e restringiu sobremaneira a autonomia das partes nos contratos de *factoring*, mais especificamente no que diz respeito a impossibilidade de se pactuar a cláusula de responsabilidade do faturizado pelo pagamento do crédito no caso de inadimplemento do devedor originário.

À vista do inteiro teor do julgado, constatou-se que a Corte Infraconstitucional pecou em diversos aspectos, especialmente no que diz respeito: (1) a contradição entre a alegada natureza e elemento essencial do contrato, quando se sabe que o contrato de *factoring* é atípico, portanto, sem natureza específica; (2) a desconsideração da previsão legal do art. 296 do Código Civil; (3) a errônea decretação de nulidade da cláusula contratual e desconsideração da cessão, por ausência de enquadramento legal para tanto; (4) o tratamento diferenciado e assimetria negocial entre os demais agentes que operam no mesmo mercado; (5) a desconsideração dos efeitos jurídicos na ordem econômica, mais especificamente no desenvolvimento da atividade de fomento.

Em outras palavras, conclui-se que a decisão omitiu uma evidente análise econômica do direito no que diz respeito aos seus reflexos. É certo que a formação do risco forma o preço do serviço prestado, de modo que, ao tolher o direito de as partes pactuarem a responsabilidade pelo risco do negócio, o preço dos negócios futuros será impactado.

As consequências não intencionais são danosas ao longo prazo para o mercado do *factoring* e geram uma insegurança jurídica tamanha para os contratos já vigentes.

Seus efeitos são perigosos para o melhor acesso a crédito, o que pode acarretar em menos empresas operando o *factoring*, pelo maior receio do risco da atividade, ou, até mesmo, ao esgotamento do produto/serviço prestado. Em resumo, uma evidente retração da cessão de crédito por meio do contrato de *factoring*.

Conclui-se que os efeitos da decisão irão cair na conta dos futuros faturizados, retirando-os, principalmente, o poder de barganha negocial, onde, antes, era possível optar pela sua responsabilidade ou não no ato da venda do crédito.

REFERÊNCIAS

ANFAC. Lei do Fomento Mercantil vai à votação. Revista Fomento Mercantil nº 06, de 15 de julho de 2004. Disponível em: <http://www.anfac.com.br/jsp/news/News-n6.pdf>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução nº 2.144, de 22 de fevereiro de 1995. Esclarece sobre operações de “factoring” e operações privativas de instituições financeiras. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1995/pdf/res_2144_v1_O.pdf. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 3.615, de 2000. Dispõe sobre o fomento mercantil especial de exportações ou “factoring” de exportação e dá outras providências. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/sileg/integras/7226.pdf>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 3.896, de 2000. Dispõe sobre a introdução de assistente social no quadro de profissionais de educação em cada escola. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/sileg/integras/7226.pdf>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Planalto. Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995. Altera a legislação tributária Federal e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8981.htm. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Planalto. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

BRASIL. Planalto. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece

garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei nº 13, de 2007**. Dispõe sobre o fomento empresarial e altera a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/80244>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei nº 192, de 1993**. Tipifica as empresas que exploram a atividade de faturização, também conhecida por fomento comercial ou factoring, como instituições financeiras. Disponível em: <http://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/23207>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei nº 230, de 1995**. Dispõe sobre as operações de fomento mercantil - factoring - e dá outras providências. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/1622>. Acesso em 31 de agosto de 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **Informativo 695**. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/jurisprudencia/externo/informativo/?acao=pesquisarumaedicao&livre=0695.cod>. Acesso em: 21 de janeiro de 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **REsp nº 1.711.412/MG**, relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma,

julgado em 4/5/2021, publicado em 10/5/2021. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201703081772&dt_publicacao=10/05/2021. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **REsp nº 932.978/SC**, relator Ministro Luiz Fux, Primeira Turma, julgado em 6/11/2008, publicado em 1/12/2008. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=835360&num_registro=200700515183&data=20081201&formato=PDF. Acesso em: 30 de agosto de 2022.

DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos**. 7^a ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

LEITE, Luiz Lemos. **Factoring no Brasil**. 2^a ed. São Paulo: Atlas, 1994.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **A Nova tipologia Contratual no Direito Brasileiro**, em RF/281. Apud. RIZZARDO, Arnaldo. **Factoring**. 3^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius. **O que é análise econômica do direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

RIZZARDO, Arnaldo. **Factoring**. 3^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

SILVEIRA, Paulo Antônio Caliendo Velloso. **Direito tributário e análise econômica do direito: uma visão crítica**. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 2009.

SOARES, Marcelo Negri. **Contrato de factoring**. São Paulo: Saraiva, 2010.

ULHOA COELHO, Fábio. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa.** 32 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

A SUBSTITUIÇÃO DO ÍNDICE DE CORREÇÃO MONETÁRIA EM CONTRATOS EMPRESARIAIS: OS IMPACTOS DA PANDEMIA SOBRE IGP-M/FGV E A RESPOSTA TÓPICA DO PODER JUDICIÁRIO

THE SUBSTITUTION OF THE MONETARY CORRECTION INDEX IN COMMERCIAL CONTRACTS: THE IMPACTS OF THE PANDEMIC ONTO THE IGP-M/FGV AND THE JUDICIARY'S TOPICAL ANSWER

Ana Chen

Bruno Almeida Ruggiero

RESUMO: Desde a declaração formal da pandemia Covid-19 pela OMS, diversas cláusulas contratuais tiveram que ser relidas em face do desequilíbrio contratual causado pelo novo cenário mundial. Tendo em vista a instauração recente de inúmeros processos voltados à revisão do negócio jurídico celebrado, pedido esse excepcional, o Poder Judiciário assume o dever fundamental de oferecer respostas coerentes e uniformes aos litígios resultantes. Este artigo discute a possibilidade de substituição da cláusula de correção monetária presente nos contratos empresariais - com destaque aos de locação comercial -, uma vez que o IGP-M/FGV, índice mais comumente adotado pelo mercado, sofreu uma elevação inesperada, muito superior à dos demais índices, como o IPCA/IBGE. Será analisada criticamente as respostas do Poder Judiciário ao tema - com foco nas decisões proferidas *in limine* pelos magistrados de 2º grau do TJSP -, aferindo os argumentos favoráveis e contrários à substituição. Em ambos os casos, identificaram-se decisões que carecem de base jurídica sistemática e factual, bem como os efeitos da ausência de um índice ideal para ajustar os contratos de locação. Frente à clara polarização do TJSP, são sugeridos parâmetros gerais a pautarem a modificação e uniformização dos fundamentos oferecidos por nossos tribunais,

especialmente considerando a presente ausência de entendimento do STJ sobre a temática em análise.

Palavras-chave: pandemia Covid-19, contratos empresariais, contratos de locação, índices de correção monetária, jurisprudência

ABSTRACT: Ever since the formal declaration of the Covid-19 pandemic by the WHO, several contractual clauses had to be re-read, in face of the contractual imbalance caused by the new state of the world. Considering the recent institution of innumerable procedures aimed at the revision of the celebrated agreement, a claim that is exceptional, the Judiciary assumes a fundamental duty in offering coherent and uniform answers to the resulting conflicts of interest. This paper discusses the possibility of modifying the monetary correction clause present in commercial contracts - with emphasis on commercial lease agreements - as the IGPM/FGV, the index most commonly utilized in the market, suffered an unexpected rise, much superior to the one suffered by the rest, such as the IPCA/IBGE. The answers offered by the Judiciary on the matter will be critically analyzed - focusing on the decisions uttered *in limine* by the judges of the TJSP, first level of appeal -, assessing the arguments favorable and contrary to the substitution. In both cases, decisions that lack a systematic legal and factual basis were identified, as were the effects of the absence of an ideal index to adjust lease agreements. Faced with a clear polarization, inside the TJSP, general parameters are suggested to orient the change and uniformization of the arguments offered by our courts, especially considering the present lack of a consensus in the STJ when it comes to the theme analyzed.

Keywords: Covid-19 pandemic, commercial contracts, lease agreement, monetary correction and indexation, Case Law.

1. INTRODUÇÃO

Na seara empresarial, há muito se reconheceu a incapacidade de se formular um regime jurídico positivo suscetível de responder, precisa e expressamente, a quaisquer intenções e atos dos agentes econômicos⁴²². No entanto, a obtenção de uma resposta eficiente e célere dos Poderes Legislativo e Judiciário é sempre uma expectativa legítima de quem atua no mercado. A consolidação de práticas vinculantes independe da vontade legislativa e o oportunismo empresarial se expressa de formas que desequilibram contratos geneticamente harmônicos, exigindo uma resposta que consiga balancear o respeito ao pactuado e à liberdade contratual com o equilíbrio contratual e da função econômica do contrato analisado.

Frente a esse cenário, é de se esperar que a pandemia de Covid-19 tenha afetado significativamente a dinâmica contratual, agravando a insegurança inata à atuação judicial ao introduzir uma necessária releitura de cláusulas contratuais, antes incontroversas, em face da oneração inesperada de contratantes e do recurso generalizado ao Poder Judiciário, em busca da excepcional possibilidade de revisar o negócio jurídico celebrado. Com o fechamento compulsório de estabelecimentos e as medidas de isolamento social, percebemos como o debate ganhou vigor especial em contratos de locação comercial que, ao formarem o objeto exclusivo das decisões encontradas, ganham especial enfoque no presente trabalho.

Uma das cláusulas contratuais mais debatidas atualmente é a responsável pelo estabelecimento do índice de correção monetária que rege as obrigações das partes. Na medida em que um dos índices mais adotados pelo mercado, o IGP-M/FGV, sofreu uma elevação que em muito superou a de outros índices, com destaque ao IPCA/IBGE,

⁴²² Deriva exatamente da referida incapacidade o papel assumido pelos usos e costumes comerciais na consolidação de práticas e cláusulas posteriormente acolhidas pelos tribunais e insculpidos em textos legais supervenientes, como explorado em: FORGIONI, Paula A. *Contratos Empresariais: Teoria Geral e Aplicação* - 6^a ed. - São Paulo: RT, 2021, pp. 140-146.

diversas pretensões voltam-se à substituição do primeiro pelo segundo (vide 2.2, *infra*).

O intuito desse trabalho é analisar criticamente a resposta do Poder Judiciário a tais pretensões, de modo a se aferir os argumentos utilizados e a satisfatoriedade dos resultados alcançados, a partir da explicitação prévia da função que o índice de correção monetária exerce em um contrato empresarial e da composição e evolução dos índices em análise.

É fundamental que se delimite de forma clara a interação dos julgadores com os princípios que circundam o Direito Comercial e com a legislação reguladora da revisão contratual e das relações comerciais durante o estado pandêmico. Estando diversas demandas análogas em curso, e não tendo o Superior Tribunal de Justiça consolidado um entendimento sobre a matéria, devemos nos atentar aos atuais óbices enfrentados pelos desembargadores e à coerência sistemática, ou não, de suas fundamentações.

2. QUESTÕES PRELIMINARES

2.1. FUNÇÃO DA CORREÇÃO MONETÁRIA E PRINCIPAIS ÍNDICES

Preliminarmente, há de se esclarecer a importância da cláusula de correção monetária e os principais índices presentes no mercado brasileiro.

A instituição da correção monetária está intimamente relacionada com os objetivos econômicos do governo. O primeiro índice, criado depois do golpe militar de 1964, tinha como objetivo a proteção dos investidores da inflação brasileira e, com isso, atrair capital estrangeiro para o país⁴²³. Entretanto, a importância de

423 Fazia parte do Programa da Ação Econômica do Governo (PAEG), que tinha como um de seus objetivos a “retomada do desenvolvimento, via aumentos dos investimentos”, além da “estabilidade de preços” (LACERDA, Antonio Corrêa de; REEGO, José Márcio; MARQUES, Rosa Maria. **Economia brasileira** - 4^a. ed. - São Paulo: Saraiva, 2010, pp.164-165)

existência de índices de correção monetária específicas para cada finalidade foi percebida após o aumento descontrolado do nível de preços nos anos 80 e início dos anos 90⁴²⁴.

Dessa forma, a atualização monetária pode ser entendida como um meio utilizado para recomposição do valor real da moeda⁴²⁵, que pode ser corroído pelos efeitos temporais da inflação, além das oscilações do Real em relação a outras moedas. Ressalte-se que a atualização monetária não aumenta o poder de compra do titular da moeda, sendo somente uma forma para impedir possíveis prejuízos sobre o poder aquisitivo já conquistado.

A medição do poder de compra é extremamente complicada e existem diversas metodologias, levando à criação de vários índices. Os principais órgãos especializados nessa medição são o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), a FGV (Fundação Getúlio Vargas) e a Fipe (Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas)⁴²⁶. Baseando-se em diferentes produtos, fórmulas de cálculo, faixas de população estudada etc., cada órgão elabora seus índices. Para fins de ilustração, em locação de imóvel comercial, é possível a utilização de IGP-DI (FGV), IGP-M (FGV), IPC (Fipe), IPCA (IBGE) e INPC (IBGE)⁴²⁷. Porém,

424 O Banco Central afirma que “o processo inflacionário entre os anos 70 e meados de 90 reforçou a necessidade de se contar com maior variedade de índices”, que devem ser “mais específicos para cada propósito” (BRASIL. Banco Central do Brasil. **Por que há tantos índices de preços no Brasil?**. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/indicepreco>>. Acesso em 21 Abr. 2023)

425 A aplicação da correção monetária, portanto, coaduna-se com a noção de *valor correto da moeda*, apresentada por Orlando Gomes como exceção ao nominalismo monetário, atualmente previsto pelo art. 317 do CC, e como “*forma de corrigir os iniquos efeitos da inflação persistentes no país*” (GOMES, Orlando. **Obrigações** - 19^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 48). Em convergindo os julgados analisados no presente estudo a situações de inadimplemento contratual, a aplicação dos índices de correção monetária generalizou-se, produzindo os desequilíbrios contratuais analisados adiante.

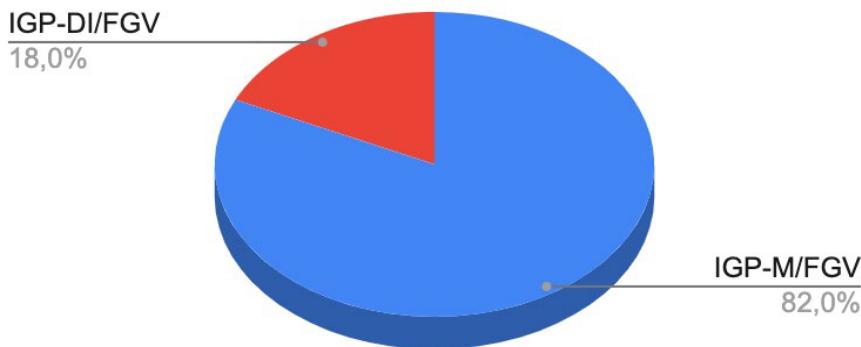
426 BRASIL. Banco Central do Brasil. **Price Indices in Brazil**. Frequently Asked Questions Series - Information up to March 2016. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-en/FAQs/FAQ%2002-Price%20Indices.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023.

427 Trata-se de natural manifestação da liberdade de se definir o conteúdo do contrato, não sendo nenhum dos índices elencados ilícito per se. Sem prejuízo à asserção feita, é perfeitamente possível que circunstâncias supervenientes à celebração do contrato desvinculem tais índices de sua causa econômica, levando ao

com base nos acórdãos estudados, percebe-se que o índice mais utilizado é o IGP-M (82%), e grande parte dos requerentes pretendem sua substituição pelo IPCA (86,7%), conforme ilustrado pelos Gráficos 1 e 2. Dessa forma, será trazida a seguir uma análise mais aprofundada desses dois indexadores.

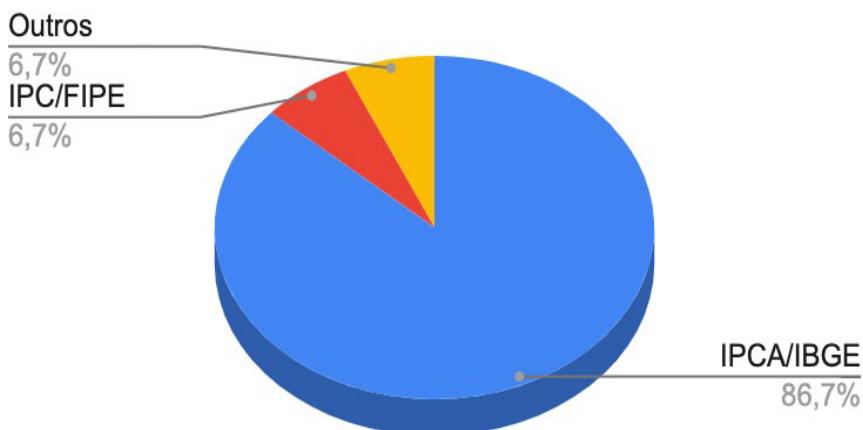
Gráficos 1 e 2: índice adotado pelas partes e índice requerido pelo locatário

Índice adotado



indevido empobrecimento de uma das partes em favor da outra (vide 5.2, *infra*). A possibilidade de uma cláusula lícita produzir um enriquecimento averso ao Direito, já era adiantada por Caio Mário da Silva Pereira como fundamento para a redução equitativa de cláusula penal em juízo (**Instituições de Direito Civil, Volume II: Teoria Geral das Obrigações** - 31^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 276).

Índice requerido



Fonte: Autoria Própria

2.2. ÍNDICES EM DISCUSSÃO E SUAS VARIAÇÕES TEMPORAIS

O Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M) é divulgado mensalmente pela FGV. O cálculo dele tem em conta a variação de preços de bens e serviços, bem como de matérias-primas utilizadas na produção agrícola, industrial e na construção civil, pois o resultado do IGP-M corresponde à média aritmética ponderada dos três indicadores que monitoram a variação de preços percebidos por (i) produtores (IPA, com peso de 60%), (ii) consumidores (IPC, 30%) e (iii) construção civil (INCC, 10%)⁴²⁸.

O Índice de Preços por Atacado (IPA) registra as variações dos preços das 481 mercadorias agropecuárias e industriais no setor de atacado. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) mede a variação de

428 FGV/IBRE. *Metodologia do Índice Geral de Preços - Mercado*. Disponível em <<https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-03/metodologia-igp-m-jul-2019.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023.

preços dos bens e serviços considerados como despesas habituais de uma família com rendimentos de 1 a 33 salários mínimos. Por fim, o Índice Nacional de Custos da Construção (INCC) monitora a evolução dos preços relativos à construção civil, incluindo o valor dos materiais, dos serviços e da mão-de-obra⁴²⁹.

Em alguns casos, foi observada a adoção de IGP-DI/FGV ao invés de IGP-M/FGV pelas partes⁴³⁰. Os dois índices possuem igual base e fórmula de cálculo, sendo a única diferença o período no qual os preços são apurados: enquanto o IGP-M avalia os preços do dia 21 a 20 do mês seguinte, o intervalo de IGP-DI é do dia 1º ao último dia do mês⁴³¹.

Diferentemente do IGP-M/FGV, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE possui como principal objetivo a medição da variação dos preços de produtos e serviços comercializados no varejo. Atualmente, o IPCA baseia-se em um total de 9 grupos de gastos com 377 diferentes itens - seus pesos no cálculo final dependem da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) feita pelo IBGE -, e abrange as famílias urbanas com nível de renda situado entre 1 e 40 salários mínimos mensais⁴³². Além do IPCA/IBGE, há pedidos de substituição pelo o IPC/FIPE⁴³³. Ambos medem a variação dos preços em relação ao consumidor e utilizam a POF, mas o IPC/FIPE é específico do Município de São Paulo⁴³⁴.

429 *Ibidem*.

430 TJSP. Agravo de Instrumento nº 2223596-63.2021.8.26.0000. Rel. Cesar Lacerda.

431 Informação constante no site de Remessa Online (Disponível em <<https://www.remessaonline.com.br/blog/igp-di/>>). Acesso em 21 abr. 2023.), que pode ser confirmada no documento emitido pela FGV/IBRE (**Metodologia do Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna**). Disponível em <<https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-04/metodologia-igp-di-abr21.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023.)

432 IBGE. **IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**. Disponível em <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=o-que-e>>. Acesso em 21 abr. 2023.

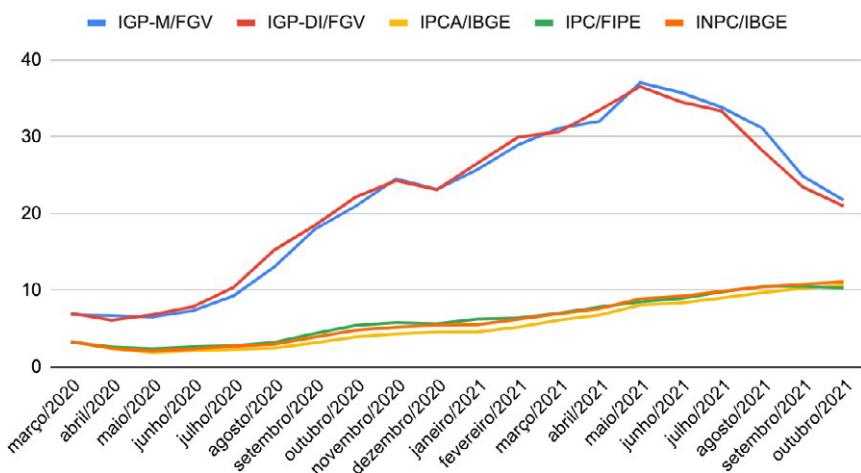
433 TJSP. Agravo de Instrumento nº 2168728-38.2021.8.26.0000. Rel. Carlos Dias Motta.

434 FIPE. **IPC - Índice de Preços ao Consumidor**. Disponível em <<https://www.fipe.org.br/pt-br/indices/ipc/>>. Acesso em 21 abr. 2023.

A Lei do Inquilinato (Lei 8.245/91) não elege um indexador específico, apenas prevê a possibilidade de estabelecer um índice para o reajuste anual do aluguel (art. 18). Mesmo sem determinação legal, o IGP-M/IBGE foi o índice mais utilizado desde o início da vigência da referida legislação, sendo uma herança do período da hiperinflação no Brasil⁴³⁵. Entretanto, como resultado das diferentes cestas de base de cálculo, o IPCA/IBGE e o IGP-M/FGV apresentaram disparidade a partir do segundo semestre de 2020 (Gráfico 3), acarretando a discussão sobre a substituição deste por aquele. Em maio de 2021, por exemplo, o IGP-M/FGV (com um aumento acumulado de 37,04% nos últimos 12 meses) chegou a ser mais do que o quádruplo de IPCA/IBGE (8,06%).

Gráfico 3 - Disparidade na pandemia: IGP-M e IGP-DI versus outros índices

Geral - Pandemia

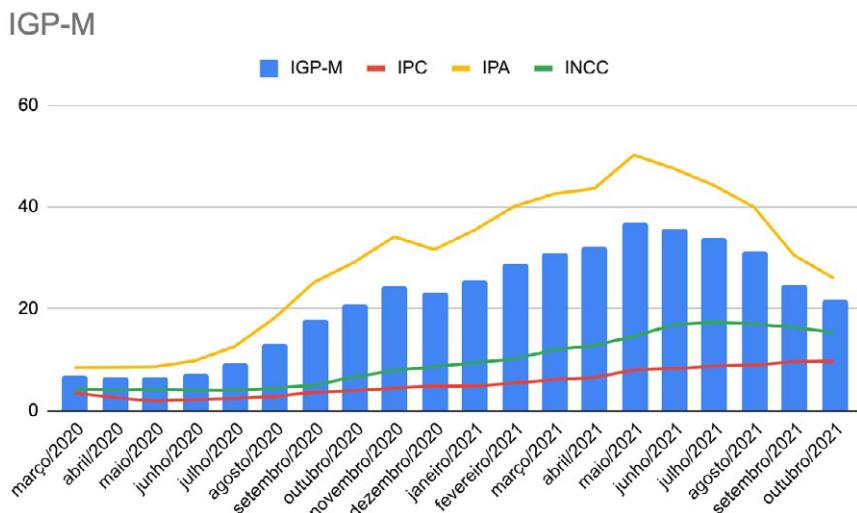


Fonte: Autoria Própria

⁴³⁵ GLOBO. *Como o IGP-M, 'jabuticaba' brasileira e herança da hiperinflação, virou um fardo para inquilinos e empresas*. Disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/como-igp-jabuticaba-brasileira-heranca-da-hiperinflacao-virou-um-fardo-para-inquilinos-e-empresas-24990862>>. Acesso em 21 abr. 2023.

Conforme supramencionado, o IGP-M/FGV é composto por três índices: IPA, IPC e INCC. Ao analisar a evolução desses índices (Gráfico 4), percebe-se que houve um aumento extraordinário de IPA durante a pandemia, o que acarretou a alta inesperada do IGP-M/FGV. O IPC e o INCC também se elevaram, entretanto, comparando com IPA, a influência deles não foi significativa para o aumento observado.

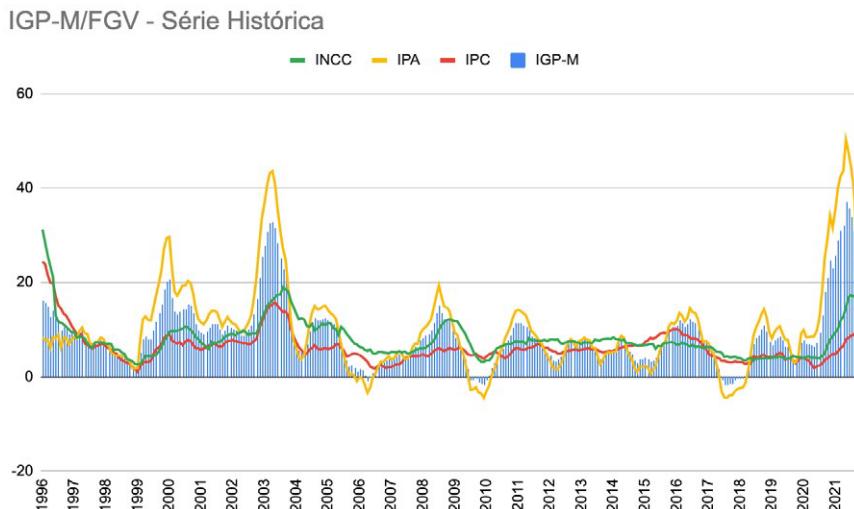
Gráfico 4 - Evolução do IGP-M/FGV durante a pandemia



Fonte: Autoria Própria

Em virtude do expressivo peso de IPA no cálculo de IGP-M (60%), vê-se que esse sempre acompanhou o desempenho daquele (Gráfico 5). Dessa forma, para entender o comportamento do IGP-M durante a pandemia, basta estudar a evolução do IPA.

Gráfico 5 - Série histórica do IGP-M/FGV



Fonte: Autoria Própria

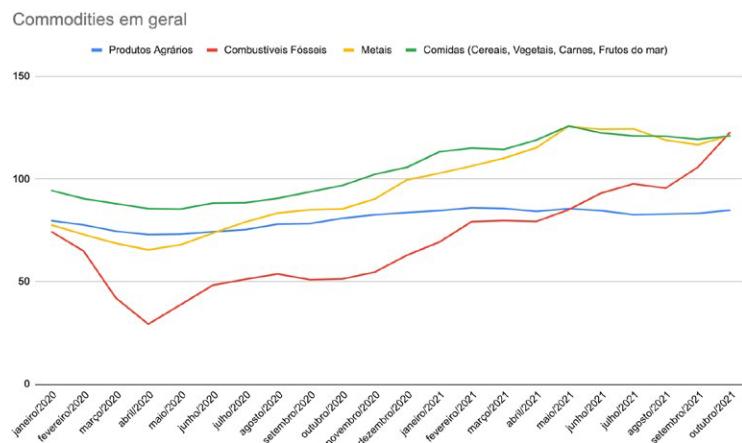
O IPA, por ser um índice de preços no atacado, é muito influenciado pelas variações do câmbio, já que muitos insumos para a produção são importados e comprados em dólar⁴³⁶. Segundo a Austin Rating, o Real foi uma das moedas que mais se desvalorizou durante a pandemia, sendo a 6^a moeda com pior desempenho em 2020 (-22,4%) e a 16^a em 2021 (-8,2%).

Ademais, o IPA, por compreender em sua cesta de variantes os preços de mercadorias industriais e agropecuárias, é sensível às variações de preço dos *commodities*. Desde meados de 2020, os preços desses bens cresceram no mercado internacional (Gráfico 6), devido ao novo *boom* de *commodities* impulsionado pela recuperação

436 Fato constatado há muito tempo. Temos, como exemplo, a presença dessa afirmação em estudo realizado no início do século XXI (MARGARIDO, Mario A.; MARTINS, Vagner A.; BUENO, Carlos R. F. *Analise da Evolução de Índices de Preços Pós-Plano Real: digressões sobre a propalada “âncora verde”*. Informações Econômicas, SP, v.36, n.8, ago. 2006. p. 43-44. Disponível em <<http://www.iea.sp.gov.br/ftpiea/ie/2006/tec4-0806.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023)

das potências globais (como EUA e China)⁴³⁷, por estímulos governamentais (políticas fiscais e monetárias expansionistas que estimulam a economia, a fim de contornar a desaceleração provocada pela pandemia) e pela disruptão de cadeias de fornecimento (por exemplo, as restrições à movimentação dificultaram a mobilidade de trabalhadores rurais, que são essenciais para agricultura intensiva em mão-de-obra)⁴³⁸.

Gráfico 6 - Histórico do preço de commodities em geral



Fonte: Autoria Própria

O aumento da procura e diminuição da oferta no mercado internacional, combinado com a alta do dólar, torna a exportação mais vantajosa para os produtores brasileiros (como ocorre com

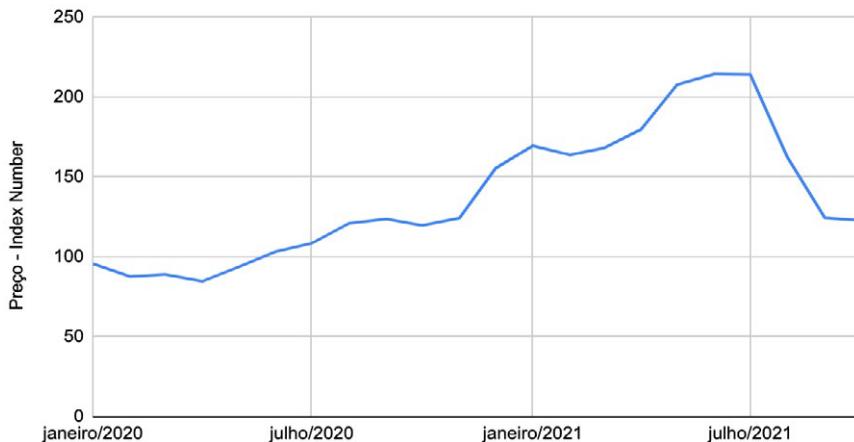
437 UOL ECONOMIA. *Ciclo de commodities já causa mais problemas do que benefícios ao Brasil, apesar de ser potência agro.* 22/09/2021. Disponível em <<https://economia.uol.com.br/noticias/rfi/2021/09/22/ciclo-de-commodities-ja-causa-mais-problemas-do-que-beneficios-brasil-apesar-de-ser-potencia-agro.htm>>. Acesso em 21 abr. 2023.

438 IPEA. *Panorama da economia mundial.* 23/11/2022. Disponível em <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/tag/precos-de-commodities/>>. Acesso em 21 abr. 2023

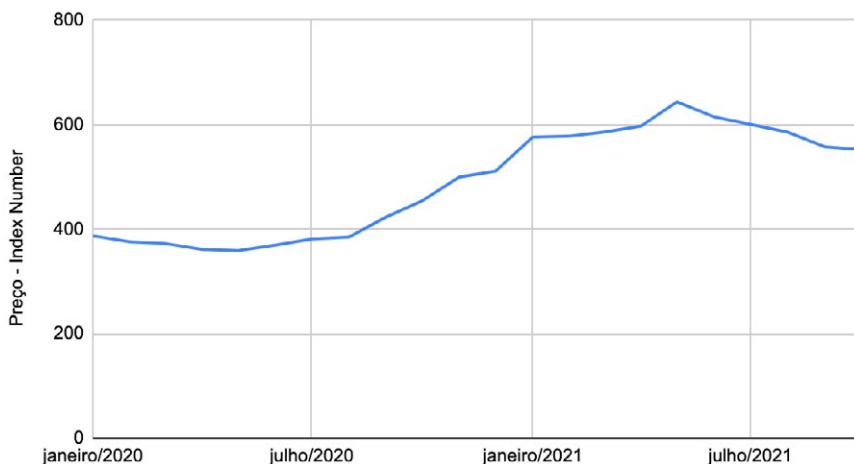
a soja, o minério de ferro e a carne de frango - Gráficos 7, 8 e 9), diminuindo a oferta de determinados bens no mercado doméstico e, consequentemente, o preço percebido pelos produtores brasileiros que compram esses *commodities* aumenta.

Gráficos 7, 8 e 9 - Histórico do preço de soja, minério de ferro e carne de frango

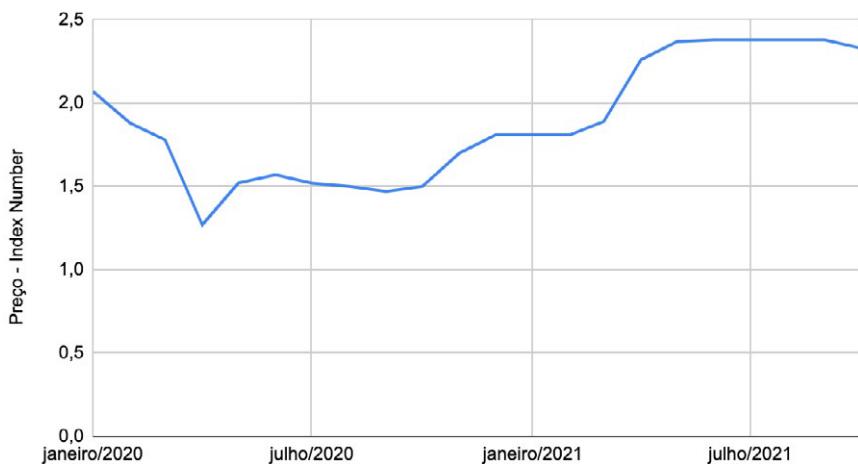
Minério de Ferro



Soja



Carne de Frango

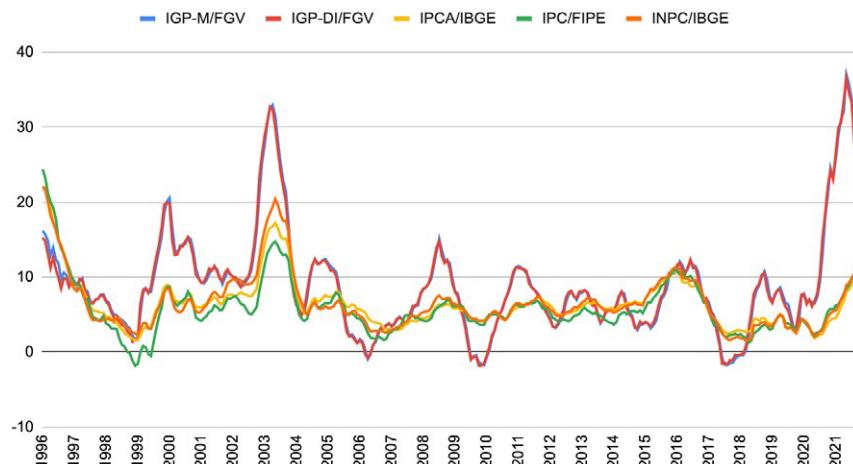


Fonte: Autoria Própria

Devido a essas características do IPA, historicamente, o IGP-M/FGV sempre se mostrou mais oscilante do que outros índices (Gráfico 10). Contudo, **nunca** houve uma diferença tão drástica como a vislumbrada durante a pandemia de Covid-19.

Gráfico 10 - Série histórica dos índices de atualização monetária

Geral - Série Histórica



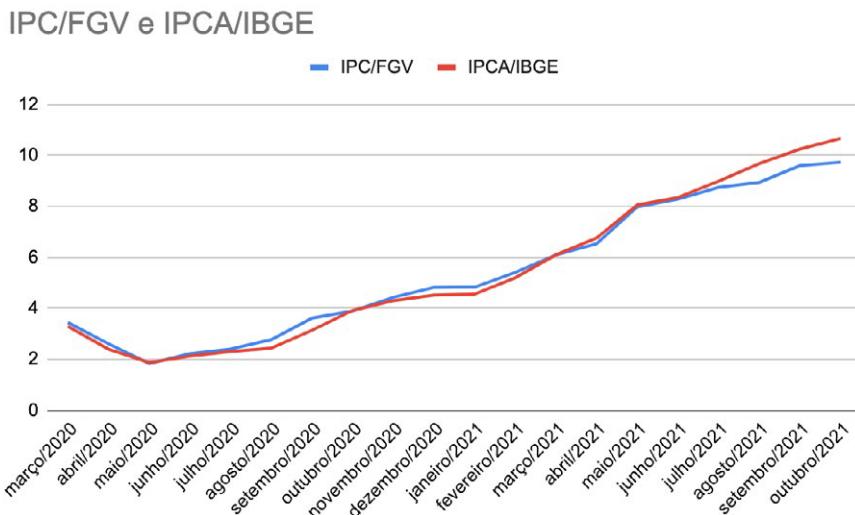
Fonte: Autoria Própria

Diante do aumento exacerbado de IGP-M/FGV e de negociação infrutífera, vários locatários recorreram ao Poder Judiciário a fim de solucionar o litígio resultante. Considerando a composição de cada índice, muitos locatários consideram que o IPCA/IBGE é aquele que melhor reflete a realidade encarada pelos consumidores brasileiros. Pois bem, o público-alvo do IPA são os produtores, mas nem todos empresários negociam *commodities* regularmente ou utilizam o dólar no curso normal de seus negócios⁴³⁹. Para que a inflação seja medida por um índice menos influenciado pela moeda estrangeira e pelo mercado internacional, acredita-se que a análise baseada no mercado interno é a mais adequada. Para isso, tem-se o IPCA/IBGE, IPC/FGV e outros índices respaldados na variação dos preços no mercado varejista, que possuem uma evolução semelhante (Gráfico 11). Entretanto, o IPC representa somente 30% do IGP-M/FGV, muito menor de IPA (60%).

439 Pense-se, por exemplo, em empresas atuantes no terceiro setor e que fixaram seus estabelecimentos em *shopping centers*.

Assim, argumenta-se que o IPCA/IBGE é o índice mais adequado que o IGP-M/FGV para os casos estudados, dada a ausência de um indexador específico a contratos como os de locação comercial.

Gráfico 11 - semelhança entre IPC/FGV e IPCA/IBGE



Fonte: Autoria Própria

3. CORTE METODOLÓGICO E ANÁLISE QUALITATIVA DOS RESULTADOS

A pesquisa jurisprudencial efetuada direcionou-se à coleta de decisões judiciais sobre demandas atinentes à substituição do IGP-M/FGV – ou índices semelhantes, como o IGP-DI –, índice eleito durante a celebração do contrato empresarial, em favor do IPCA – ou índices como o IPC-FIPE. Sobre essa temática, foram realizados quatro cortes metodológicos.

Em um plano subjetivo, a pesquisa restringiu-se a julgados relativos a conflitos envolvendo empresas que, como tal, atuam

corriqueiramente no mercado e cuja mentalidade, teleologicamente vinculada à obtenção do lucro, opera em meio aos riscos usuais de seus setores. Almeja-se, a partir desse corte, observar a resposta judicial a desequilíbrios verificados em um ambiente caracterizado pela liberdade de atuação de seus agentes, mas que se voltam à consecução de operações econômicas específicas, às quais o índice de correção monetária, conforme já observado, deve servir de cláusula acessória. O efeito precípuo da restrição adotada foi de limitar os contratos abordados às locações comerciais, com a maioria deles se situando em *shopping centers*, sem prejuízo ao ulterior transplante das críticas formuladas no presente trabalho a outros tipos contratuais (vide 5.2, *infra*).

Em um plano jurisdicional, diante da inviabilidade prática em se estender a pesquisa a todo Poder Judiciário, optamos por salientar a incidência da celeuma no Tribunal de Justiça de São Paulo. Detentor dos maiores centros comerciais do país, assim como da metrópole de maior destaque da América Latina, o Estado de São Paulo revela-se como excelente modelo para serem apurados os efeitos da pandemia sobre o equilíbrio de contratos empresariais, por intermédio de cláusulas instituidoras do IGP-M/FGV.

De igual modo, a disseminação de *shopping centers* e a atuação intensa das mais variadas empresas em território paulista conferem pressão especial sobre os integrantes do TJSP, assim como maior relevância e utilidade aos resultados da pesquisa. Dentre a expressiva monta de decisões prolatadas pelos julgadores do TJSP, efetuamos um corte adicional, de modo a centrarmos nossa análise às que foram proferidas em 2^a instância. Além de atender, novamente, a limitações práticas, tal restrição adicional permite vislumbrarmos contradições ou uniformidades no interior do próprio órgão, atendendo ao intuito qualitativo da análise efetuada no tópico 3, *infra*.

Em um plano material, enquanto o propósito da pesquisa se centrou nas fundamentações judiciais que motivaram a manutenção ou modificação do índice de correção monetária eleito pelas partes, foram afastadas decisões pautadas em argumentos puramente

processuais. Dessa forma, sendo a maioria dos julgados relativos a agravos de instrumento, carecem de utilidade decisões sustentadas, *tão somente*, na necessidade de instauração do contraditório, na confusão da demanda com o mérito ou na irreversibilidade da tutela provisória. Igualmente, não sendo conhecido o recurso pela não comprovação do desequilíbrio contratual, não há que se aventar de argumentos reveladores da postura que os desembargadores têm diante da matéria, sendo afastados tais julgados. Figuram como exemplares extrínsecos ao corte material, portanto, decisões como as seguintes:

No caso, a própria descrição do ocorrido indica a indispensabilidade de produção de provas e do contraditório e de avaliação da existência de elementos suficientes que evidenciem a probabilidade do direito invocado. O fato é controvertido e o fundamento do pleito somente poderá ser acolhido caso existam elementos de convicção aptos a afastar o índice IGPM como índice referencial ajustado entre as partes e a aplicação do índice IPCA. (TJSP; Agravo de instrumento n. 2140473-70.2021.8.26.0000; Relator Almeida Sampaio. Grifos nossos).

A Autora não revela novos elementos capazes de provar o imprevisível desequilíbrio do contrato, ficando mantidos, portanto, os fundamentos adotados naquele acórdão. (TJSP; Apelação Cível n. 1009649-08.2021.8.26.0625; Relator: Pedro Baccarat. Grifos nossos).

Sem prejuízo, houve a inclusão da ausência de comprovação do *periculum in mora* como argumento a favor da manutenção do índice eleito pelas partes, a despeito de ser um dos requisitos para a concessão da tutela cautelar de urgência ou para a antecipação dessa tutela (Artigos 303, *caput* e 305, *caput*, do CPC/2015), assim como a evidência da existência ou da possibilidade de ocorrer um dano ao direito da parte para sustentar a decisão de alteração do índice eleito. Isso se deu

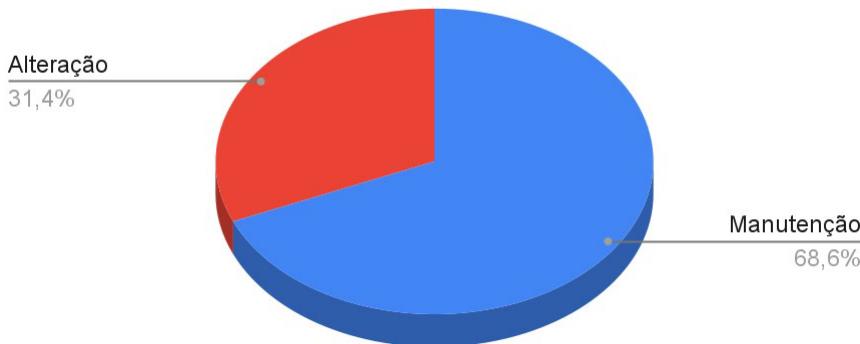
em razão da cumulação argumentativa dos julgados colhidos em que o *periculum in mora* restou ou não demonstrado. Tal cumulação acaba por revelar, no fundo, a abordagem tópica que a matéria em análise recebeu no TJSP (vide *infra* 5.1), sendo relevante aos fins da pesquisa empreendida.

Em um plano temporal, por fim, selecionamos as decisões prolatadas entre a publicação – e subsequente vigência – da Lei n. 14.010/2020 (10 de junho de 2020) e o dia 30 de novembro de 2021. O termo inicial foi escolhido como aquele a possibilitar o estudo da visão dos julgadores sobre a legislação em matéria contratual relativa ao estado pandêmico, outro foco do subtópico 5.1, *infra*. Assim, enquanto a substituição do índice de correção monetária, em razão da elevação sofrida pelo IGP-M/FGV, integra-se à hipótese de incidência do artigo 7º da Lei n. 14.010/2020 – destaque natural à expressão “*a substituição do padrão monetário*”, em seu *caput* –, o período delimitado é o que mais interessa ao nosso trabalho.

Por fim, deve-se registrar o caráter prevalecente da análise efetuada sobre as decisões colhidas. Em um primeiro momento, uma análise quantitativa – semelhante à expressa pelo Gráfico 12 –, seria apropriada, isto é, a exposição do número de decisões que mantiveram ou modificaram o índice eleito pelas partes demonstraria de forma precisa o entendimento dos desembargadores do TJSP sobre a matéria. No entanto, a realidade apontou uma relação desarmônica entre suas câmaras, de modo que, enquanto possa haver certa uniformidade nas fundamentações utilizadas pelos magistrados de uma determinada câmara, os principais argumentos – em um sentido ou outro – utilizados e cumulados por cada câmara diferem entre si, resultando em flagrante heterogeneidade no interior do TJSP. Destarte, deve ser privilegiada uma análise qualitativa que identifique tais argumentos, possibilitando vislumbrar a racionalidade que perpassa o tratamento da matéria pelos desembargadores: se houve um esforço sistematizador, ou se a persuasão se sobrepujou à leitura científica do ordenamento.

Gráfico 12 - quantidade de decisões que mantiveram o índice *versus* decisões que alteraram o índice

Decisões



Fonte: Autoria Própria

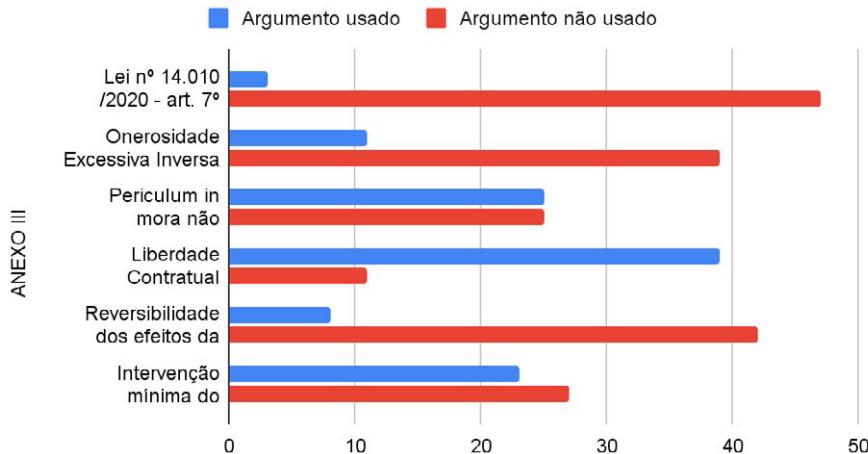
4. APRECIAÇÃO CRÍTICA DOS ARGUMENTOS

4.1. MANUTENÇÃO DO ÍNDICE

Neste tópico, serão analisados os argumentos favoráveis à manutenção do índice inicialmente eleito pelas partes: (i) a onerosidade excessiva inversa, (ii) a *pacta sunt servanda* e liberdade contratual e (iii) a intervenção mínima do Estado-Juiz e excepcionalidade da revisão contratual, argumentos de cunho material presentes no Gráfico 13, exceto a Lei nº 14.010 - um diploma relevante mas aplicado por poucos magistrados -, que será analisada no subtópico 5.1.

Gráfico 13 - argumentos utilizados para manutenção do índice

Argumentos - manutenção do índice



Fonte: Autoria Própria

(i) Inaugurando a análise crítica dos argumentos que fundamentaram a manutenção do IGP-M/FGV em detrimento do IPCA/IBGE, temos a constatação de que, feita a substituição, a parte contratual oposta sofreria prejuízos econômicos que o onerariam excessivamente. Em outros termos, antes de reequilibrar o contrato, a admissão da demanda resultaria em seu desequilíbrio em sentido inverso.

Observando o conteúdo das decisões colhidas, resta clara a existência de dois graus concernentes a essa onerosidade excessiva inversa. De um lado, o argumento se expressa de forma mais branda: como parte do contrato, o locador sairia prejudicado pela substituição de um índice que, inegavelmente, lhe traz ganhos, sendo impossível a revisão pleiteada. Em contrapartida, o grau de intensidade do argumento eleva-se, em certos julgados, a um grau similar à demonstração de um *periculum in mora* em juízo: efetuada a substituição, o prejuízo econômico sofrido pelo locador será tamanho

que prejudicará a manutenção de suas atividades e, no caso do *shopping center*, de seu estabelecimento, devendo ser, portanto, rechaçada. São exemplos jurisprudenciais claros das duas vertentes:

[...] surgiram diversas medidas administrativas impostas pelo Poder Executivo visando a conter a disseminação do vírus. Tais medidas afetaram não só os empresários que tiveram que manter fechados seus estabelecimentos, mas **todos os agentes econômicos (produtores, fabricantes, importadores, exportadores, comerciantes, transportadores, consumidores, locadores, locatários) e membros da sociedade..** [...] Essa complexidade inerente ao sistema econômico-financeiro não pode ser ignorada. Caso contrário, **estar-se-ia atribuindo à agravada o encargo de arcar com a totalidade ou a maior parte dos custos extraordinários decorrentes da pandemia.** Em outras palavras, prestigiar apenas uma das pontas da relação contratual poderia ocasionar onerosidade excessiva, pois todos sofrem as consequências dessa força maior (pandemia do Covid-19). (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2118181-91.2021.8.26.0000; Relator Carlos Dias Motta. Grifos nossos)

As medidas governamentais para controlar o avanço do vírus atingiram a sociedade como um todo, não se podendo afirmar, com absoluta certeza, que haverá recessão econômica apta a provocar a interferência do Judiciário nas relações privadas. Se por um lado a locatária sofreu os efeitos da redução dos seus negócios, o mesmo se pode dizer do outro polo da relação contratual, a locadora, que também foi prejudicada pelas restrições do Poder Público. Importante ressaltar que, a princípio, a locadora não pode ser compelida a arcar sozinha com o ônus da locação, ou mesmo receber seu crédito de forma parcelada, nos termos do art. 314 do Cód. Civil, já que a divisão da dívida atual e suas espécies ficam a critério do credor. Ademais, o contrato em análise encerra um sinalagma, com obrigações recíprocas aos contratantes. [...] Deveras, deve haver um mínimo de plausibilidade

do direito invocado, sob pena de se gerar situação futura irremediável, quiçá mais prejudicial do que a atualmente encontrada, além de implicar ofensa ao princípio da segurança jurídica. (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2189533-12.2021.8.26.0000; Relator Antonio Nascimento. Grifos nossos)

Em ambos os graus, o argumento em análise revela-se frágil. Na medida em que ambas as partes de um contrato empresarial ambicionam alcançar o melhor resultado econômico possível para si, resta claro que, havendo a possibilidade de renegociar o pactuado de modo positivo a ambos, tais modificações ocorreriam. É esperado, portanto, que o ingresso em juízo de uma pretensão modificativa resistida implique certo prejuízo econômico à parte oposta. Antes de se tomar o prejuízo em si como motivação para a manutenção do índice eleito pelas partes, o julgador deve considerar se há justificativas a favor da maior oneração da parte beneficiária⁴⁴⁰: incongruência entre o IGP-M/FGV e as obrigações contratuais, desvio de finalidade no que concerne à função da correção monetária.

A busca por tais fundamentos, inclusive, pode fazer frente ao grau mais intenso de onerosidade excessiva inversa, afinal, as partes não celebram um contrato para fixar um índice de correção monetária e, como cláusula acessória ao pagamento do aluguel, sua função não é a captação de lucros adicionais pela locadora – não se deve confundir a correção monetária com espécie de juros remuneratórios. Destarte, mesmo que se prove – o que, francamente, parece-nos improvável – que a fixação do IPCA/IBGE no contrato previamente celebrado seja suficiente para desequilibrá-lo inversamente, deve-se ter em mente que a oposição ao desequilíbrio original tinha em vista o respeito

⁴⁴⁰ É nesse sentido que tomamos, a título exemplificativo, a conceituação de *lesão enorme* por Álvaro Villaça Azevedo com base em um desequilíbrio contratual oriundo de “graves modificações no contrato”, isto é, que pressupõe “alea extraordinaria” (*Curso de Direito Civil, Volume III: Teoria Geral dos Contratos* - 4^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2019, p. 44).

à própria função econômica do que fora pactuado, afastando-se enriquecimento sem causa que lhe era adventício (vide 5.2, *infra*).

(ii) Em segundo lugar, como princípios tradicionais do Direito Contratual, a força vinculante dos contratos⁴⁴¹ e a liberdade das partes⁴⁴² em optar por contratar entre si sobre certas obrigações destacam-se como argumentos recorrentes em favor da manutenção do índice de correção monetária⁴⁴³. Mesmo possuindo conteúdos diversos, tais princípios tendem a vir cumulados e, no fundo, a invocação deles é complementar por natureza: a força obrigatória do pactuado condiciona-se à sua gênese a partir da livre vontade das partes⁴⁴⁴.

Em geral, quando não mencionados expressamente, ambos os princípios se manifestam na forma de qualidade imputada pelo julgador à cláusula de correção monetária. Assim, enquanto fosse

441 Celebrado o contrato, as partes criam ou extinguem uma obrigação e o direito subjetivo correlato, submetendo-se não só ao direito abstrato, mas também a normas individuais inexistentes anteriormente - como se as cláusulas fossem preceitos legais imperativos para os contratantes. Deriva dessa asserção a equiparação do contrato à norma (GOMES, Orlando. *Contratos* - 27^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2019. pp.13-14 e 32-34).

442 Consagra-se o que Enzo Roppo denomina “*a ideologia da liberdade de contratar*” exatamente na constatação de que toda pessoa capaz tem aptidão para provocar o nascimento de um direito, ou para obrigar-se, mediante declaração de vontade, produzindo efeitos reconhecidos e tutelados pela ordem jurídica (ROOPPO, Enzo. *O Contrato*. Trad. Ana Coimbra & Manuel Januário Costa Gomes. Coimbra: Almedina, 2021, pp. 32-36).

443 Fala-se em *princípios tradicionais* em oposição ao que Antônio Junqueira de Azevedo denomina *princípios do novo Direito Contratual*, categoria que comprehende a boa-fé objetiva, o equilíbrio econômico do contrato e a função social do contrato (*Princípios do Novo Direito Contratual e Desregulamentação do Mercado* - Direito de Exclusividade nas Relações Contratuais de Fornecimento - Função Social do Contrato e Responsabilidade Aquiliana do Terceiro que contribui para Inadimplemento Contratual. Revista dos Tribunais, Vol. 750. São Paulo: RT, 1998, pp. 113-120).

444 “*Isso porque a avença, à qual a agravante aderiu voluntariamente e que, até eventual revisão, possui força obrigatória, prevê expressamente a utilização do IGPM como índice de reajuste anual (cláusula 3.2, fl. 30 dos autos de origem).*” (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2190084-89.2021.8.26.0000; Rel. Gomes Varjão. Grifos nossos).

“lícita”⁴⁴⁵ ou “não abusiva”⁴⁴⁶, e “livremente pactuada pelas partes”⁴⁴⁷, tal cláusula estaria isenta de vícios, afastando qualquer pretensão no sentido de substituí-la por um índice não detentor de similar legitimidade e consenso.

Tais qualidades, em que pese relevantes para aferir eventual invalidade genética do negócio jurídico, não são suficientes para afastar a rediscussão, mesmo que em cognição sumária, do índice de correção monetária. Evidentemente, os índices explorados no item 2, *supra*, conformam-se ao ordenamento jurídico pátrio, porém, como qualquer outra cláusula contratual igualmente lícita, eles são capazes de gerar desequilíbrios durante o período de execução contratual. Daí falar-se em revisão, ao invés de invalidação do negócio jurídico.

A invocação da abusividade, ou não, do índice, por sua vez, revela-se inadequada como argumento favorável tanto à sua modificação, quanto à sua manutenção. Dada a súbita oscilação do IGP-M/FGV, elevando-o a níveis deveras maiores que o IPCA/IBGE, impossível traçar paralelos entre a cláusula que institui o primeiro e as cláusulas abusivas previstas pelo art. 424 do CC ou pelo art. 51 do CDC. A partilha iníqua de riscos em detrimento de uma parte hipossuficiente não guarda semelhança com uma cláusula em harmonia com o contrato em sua nascença e, inclusive, obscurece o caráter *a posteriori* do desequilíbrio contratual.

445 “Isso porque, em sede de cognição sumária, a aplicação do índice de correção monetária pactuado entre partes não ostenta traços de ilegalidade manifesta que justifiquem sua imediata suspensão.” (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2239343-53.2021.8.26.0000; Rel. Milton Carvalho. Grifos nossos).

446 “**Não vislumbro abusividade no índice eleito no contrato**, devendo se observar que nos anos seguintes poderá ele não ser superior a de outros índices mensuradores da taxa mensal da inflação.” (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2081957-57.2021.8.26.0000; Rel. Moraes Pucci. Grifos nossos).

447 “**O índice de reajuste - agora impugnado é legítimo e foi livremente pactuado entre as partes**, não se evidenciando que a agravante que se intitula “um dos mais importantes estabelecimentos privados de ensino do Rio de Janeiro” tenha suas atividades inviabilizadas com a manutenção dos termos do contrato até que se instaure o Tribunal Arbitral - o que deverá ocorrer em curto espaço de tempo.” (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2198242-36.2021.8.26.0000; Rel. Caio Marcelo Mendes de Oliveira. Grifos nossos).

De igual modo, uma atividade cognitiva sumária muitas vezes não é capaz de aferir a adequação do índice eleito às obrigações previstas em dado contrato. Enquanto seja especializado no manuseio de argumentos de cunho jurídico, o juiz dificilmente levará em consideração a real justificação econômica dos argumentos invocados pela parte locatária, daí derivando iminente supressão de similares colocações. Por evidente, esboçam-se certos raciocínios com base nos efeitos econômicos da pandemia e suscita-se a *onerosidade sofrida pelo locatário em razão da elevação do IGPM/FGV*.

Não obstante, tais fenômenos econômicos são sempre associados imediatamente a institutos jurídicos de renome - conforme analisado no presente tópico -, sendo a composição dos índices em discussão - real fundação econômica de sua congruência, ou não, ao contrato trazido a juízo (vide 5.2, infra) - apenas mediatamente situada na esfera jurídica, em razão da tecnicidade econômica que rodeia a temática⁴⁴⁸. Revela-se, nesse ponto, a insuficiência de rotulações jurídicas para fenômenos cuja compreensão plena irá se sujeitar a uma análise empírica que aproxime o julgador da realidade subjacente à categoria “*correção monetária*”, determinante da congruência do índice eleito a dado contrato empresarial.

Inescapável, destarte, a realização de prova pericial para o esclarecimento dos parâmetros aqui sustentados. Evidentemente, tal prova não corresponde à expressão de imperativo vinculante ao julgador. Entretanto, é esperado que a perícia econômica cumpra papel fundamental para a formação do convencimento do juiz, em

448 Escapa, portanto, a grande parte dos magistrados que dado índice correção monetário não surge esporadicamente para ser aproveitado pelos contratantes como simples cláusula lícita, sendo fruto de cálculos lastreados em setores bem determinados da realidade econômica. A preocupação descrita é bem delineada por Arnoldo Wald: “*Importa esclarecer que a correção monetária impõe, para sua aplicação à vida real, complexa e extensa colheita de dados concernentes à variação dos custos dos bens e serviços, assim como a sua posterior análise ponderada de modo a determinar, com a maior aproximação possível, o índice da inflação.*” (*O Novo Direito Monetário: Os Planos Econômicos, os Contratos, o FGTS e a Justiça* - 2^a ed. - São Paulo: Malheiros, 2002, p. 317)

especial na medida em que grande parte das apelações sobre a matéria se dirijam a seus respectivos julgamentos⁴⁴⁹.

Para todos os efeitos, resta incoerente com os princípios que orientam o Direito Contratual manter uma cláusula acessória – privilegiando, assim, a liberdade contratual em cumulação com o imperativo *pacta sunt servanda* – em desconformidade clara com o mercado de créditos imobiliários e cujos efeitos tenham gerado um desequilíbrio contratual que coloca o adimplemento do principal em risco. Não podemos nos olvidar da já aludida pioneira valorização de princípios contratuais de cunho social pelo Código Civil de 2002, com destaque ao equilíbrio contratual e à função social dos contratos – nesse caso, tem-se em vista o resultado econômico visado por partes atuantes, cotidianamente, em dado setor do mercado.

Semelhante incongruência do IGP-M/FGV vem sendo alegada por diversos locatários, restando negligenciado esse vínculo de adequação, com decisões que o suprimem em prol de princípios tradicionais, e que enxergam a própria revisão contratual por fato imprevisto e a onerosidade excessiva por via de certa *tunnel vision*, associando ambas à resolução contratual, em completo descompasso com o estímulo legal à conservação do negócio jurídico:

A autora recorre sustentando que o IGP-M tem muitas variáveis, pois foi demasiadamente afetado pelo dólar além de commodities, que fez com que houvesse essa diferença bruta, de aproximadamente 34%. Alega que os índices subiram de maneira destoante em relação aos anos anteriores, havendo uma grande alta na inflação e nos reajustes dos aluguéis. Aduz que o IPCA tem por objetivo medir a inflação a partir de um conjunto

⁴⁴⁹ Não obstante a vigência do princípio do livre convencimento motivado do magistrado (art. 371 do CPC), a doutrina pátria já reconheceu a qualidade indispensável da prova pericial em havendo “questão técnica controvérsia” (MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. **Prova e Convicção** - 5^a ed. - São Paulo: RT, 2019, p. 881). Assim, sem prejuízo de inexistir tarifação superior desse meio de prova em relação aos demais, inegável que ela será decisiva na conclusão final alcançada pelo juiz.

de produtos e serviços comercializados no varejo, referentes ao consumo pessoal das famílias, sendo o mais indicado para vigorar no contrato de locação firmado entre as partes. [...] Ademais, nos casos de força maior ou caso fortuito o direito positivo apenas autoriza a parte a resolver o contrato (artigo 478, do Código Civil). [...] Ainda, não vislumbro a abusividade no índice eleito no contrato, devendo se observar que nos anos seguintes esse percentual poderá cair. (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2238138-86.2021.8.26.0000; Rel. Cesar Luiz de Almeida. Grifos nossos).

Por fim, no que concerne à livre pactuação do índice de correção monetária em debate, novamente, devemos nos atentar à facticidade das qualidades que atribuímos à vontade das partes. Em geral, o entendimento dos desembargadores que invocam a liberdade contratual ou força vinculante dos contratos têm em vista uma qualificação tripla nos seguintes moldes:

Especificamente quanto à mudança ou substituição do índice de reajuste, no caso, do IGP-M para IPCA, ainda que a parte autora tenha ventilado a existência de abusividades ou desequilíbrio dos reajustes, não há, a princípio, falar em irregularidades pela parte agravada, até porque se acena que o índice aplicado, ou seja, o IGPM, se deu de forma bilateral, livre e consciente pelas partes. (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2231956-84.2021.8.26.0000; Rel. Mario A. Silveira. Grifos nossos)

A ausência de vícios genéticos atinentes à validade não é apta a afastar pretensões de revisão fundadas em desequilíbrios ulteriores⁴⁵⁰.

450 Por essa razão, Otávio Luiz Rodrigues Junior, ao analisar os pressupostos objetivos da teoria da imprevisão, extraí um pressuposto negativo, exatamente, na inexistência “das causas de extinção anormal do contrato: rescisão, resilição ou anulação, resolução por inexecução voluntária ou resolução inexecução involuntária (especificamente na hipótese de caso fortuito ou força maior” (**Revisão Judicial dos Contratos: Autonomia da Vontade e**

Portanto, o conhecimento do estado das coisas durante a formação de um negócio jurídico não implica o conhecimento pleno dos futuros riscos ou vicissitudes que as partes enfrentarão. O que parece que se está verificando em certas decisões, no fundo, é a hiperinflação da consciência das partes. O pleno conhecimento das circunstâncias que envolviam a celebração do contrato empresarial não se confunde com a manifestação concreta de sua incompletude no futuro⁴⁵¹. Atestada a excepcionalidade e imprevisibilidade da elevação do IGP-M/FGV – no grau visto, ao menos – é de se esperar a omissão de um contrato celebrado em tempos normais quanto ao estado pandêmico.

Logicamente, as partes poderiam ter previsto uma válvula de escape de cunho preventivo a um cenário excepcional como esse – v.g. um limite de variação para o IGP-M/FGV que, se atingido, afastaria esse índice em favor do IPCA/IBGE ou mesmo da média de ambos. No entanto, isso não ocorreu, bem como não constitui uma prática habitual de mercado. Dessa forma, antes de estender a consciência das partes a horizontes idôneos, o Poder Judiciário deve responder ao desequilíbrio verificado tendo como premissa o comportamento efetivo das partes.

(iii) Por último, há aqueles que argumentam que, como produto do consenso entre suas partes, o contrato empresarial deve orientar-se segundo suas disposições, respeitadas as normas jurídicas cogentes incidentes, situando-o nas práticas do setor econômico em que se insere. Assim, espera-se que o Poder Judiciário atue excepcionalmente na alteração de suas cláusulas. Nesse sentido, destaca-se a nova redação do par. un. do artigo 421 do CC, incluída pela Lei da Liberdade Econômica (Lei n. 13.874/2019): “*Nas relações contratuais privadas,*

Teoria a Imprevisão - 2^a ed. - São Paulo: Atlas, 2006, pp. 127-128). Trata-se de situar o cerne da revisão contratual na *alteração das circunstâncias*, não se cogitando, ao menos em um primeiro momento, na extinção do vínculo contratual.

451 Como vetor de funcionamento dos contratos empresariais, a incompletude contratual pode, ainda, se manifestar na ocorrência de fatos tidos como improváveis quando da celebração do contrato (afetando na consequente alocação de riscos originária), bem como na vagueza insita à linguagem do instrumento, decisiva em litígios oriundos de sua ulterior interpretação (FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais: Teoria Geral e Aplicação** - 6^a ed. - São Paulo: RT, 2021, pp. 163-164).

prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual.”

Não se deve confundir, no entanto, a excepcionalidade da interferência estatal com o rechaço total a ela, devendo ser sopesada a conservação do estipulado com a modificação fática que, no presente, estimula o contratante que se vê prejudicado a litigar.

Em se tratando da substituição do índice de correção monetária, igual juízo deve ser aplicado, não bastando a menção descontextualizada e abstrata à excepcionalidade – seja da intervenção estatal, seja da revisão contratual – para fundamentar a manutenção do IGP-M/FGV. Não obstante, entramos em contato com decisões análogas às seguintes:

Isso porque, não se desconsidera viger a liberdade contratual entre as partes, expressos no brocado pacta sunt servanda, de modo que o Poder Público, nas relações particulares, deve se pautar nos princípios da mínima intervenção e excepcionalidade da revisão contratual, conforme artigo 421, parágrafo único, do Código Civil com redação alterada pela Lei de Liberdade Econômica - Lei 13.874/2019. (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2214241-29.2021.8.26.0000; Relator Mario A. Silveira. Grifos nossos).

Não consta nos autos qualquer documento que demonstre que a requerente tenha tentado negociar os termos contratuais da locação com os credores. [...] O Poder Judiciário, como é cediço, não pode intervir de ofício nos contratos validamente entabulados, substituindo a vontade das partes, seja a do credor, seja a do devedor. É necessário que exista, ainda que forma indiciária, tentativas concretas de negociações que, de alguma forma, apontem para a possibilidade de futura transação, com vistas ao equilíbrio das obrigações contratuais. (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2060198-37.2021.8.26.0000; Rel. Jayme Queiroz Lopes. Grifos nossos).

Em síntese, depreende-se que: (i) não havendo a prévia integração da parte beneficiária do IGP-M/FGV no contraditório, não há razão para sua substituição em juízo, afinal, ele fora estabelecido bilateralmente; e (ii) sob pena de banalizar a revisão contratual, a parte insatisfeita com o avençado deve provar que realizou tentativas de renegociação extrajudicial. Conforme já afirmado, abstratamente, tais afirmações carecem de utilidade e acabam se revelando incoerentes com o ordenamento jurídico brasileiro.

Primeiramente, não é possível equiparar a substituição judicial do IGP-M/FGV em favor do IPCA/IBGE à manifestação de alguma forma de paternalismo estatal, com o julgador reformulando um contrato do qual não fez parte segundo sua ótica e suas prioridades. Na realidade, enquanto identificar certa incongruência entre o índice de correção monetária eleito pelas partes e as obrigações contratuais principais às quais se vincularam, pode-se afirmar que o Estado-Juiz interveio para fazer *jus* à função social do contrato⁴⁵². Trata-se, portanto, de se reconhecer em juízo um desvio do curso normal do contrato que, em vez de ser polarizado pelo adimplemento, está a promover o enriquecimento sem causa de um dos contratantes.

Evidentemente, tanto o provimento jurisdicional provisório, quanto o definitivo, exigirão a demonstração clara de que essa incongruência, em maior ou menor grau, se concretizou em um desequilíbrio manifesto entre as partes – esse é um pressuposto objetivo de qualquer revisão contratual (artigos 317 e 478 do CC/2002). Entretanto, quanto mais se aproximar ao valor econômico das prestações principais – digamos, gerando um desequilíbrio que exceda 25% –, mais flagrante será o desvirtuamento funcional da correção monetária e, consequentemente, mais fraca será a mera invocação

452 Tem-se em vista, nesse caso, a vinculação teleológica existente entre a revisão contratual e a manutenção da causa precípua do pactuado, mantendo-se factível e economicamente harmônica sua concretização. Daí decorre a associação feita por José Fernando Simão entre o art. 317 do CC (teoria da imprevisão) e a eficácia interna da função social do contrato, isto é, sua justiça interna por meio da equivalência de suas prestações (SIMÃO, José Fernando: **Direito Civil: Contratos** - 3^a ed. - São Paulo: Atlas, 2005, p.13).

do papel mínimo do Estado na redefinição do conteúdo contratual. O que resta certo, à luz do exposto, é que o Poder Judiciário não carece de fundamentos legítimos para determinar a substituição do IGP-M/FGV pelo IPCA/IBGE em decorrência da pandemia ora enfrentada. Tamanha foi a elevação do primeiro índice que, na realidade, parecemos que seria excepcional a manutenção do índice fundada apenas no intervencionismo estatal mínimo. Em contrapartida a alguns julgadores que alegaram ter sido previsível a variação do IGP-M/FGV nos moldes verificados⁴⁵³, cremos que sua exposição prévia (vide 1.2, *infra*) tenha demonstrado com clareza sua imprevisibilidade, de modo a formar um cenário excepcional à par da atuação igualmente excepcional do Estado-Juiz.

Quanto à necessária comprovação de tentativa extrajudicial de renegociação, surpreende-se a ampla imposição desse requisito extralegal pelos desembargadores do TJSP⁴⁵⁴. Como garantia fundamental, o direito de ação aceita limites ao seu exercício quando expressamente previstos em lei. Daí, inclusive, se extrai a constitucionalidade das condições da ação. De qualquer modo, não é possível integrar ao interesse de agir um óbice formulado *in concretu* por alguns julgadores, o que resultaria em manifesta insegurança jurídica, pois ele careceria da legitimidade democrática e generalidade características da legislação. Igualmente, sendo a tutela provisória precária por natureza, a arguição superveniente de ofertas pela locadora, como matéria de defesa, não encontra óbice, tendo já se

453 À título de exemplo, temos: “*Como bem ressaltou o magistrado, ainda não é possível observar, em análise perfunctória, o efetivo rompimento do equilíbrio contratual. Isso porque é de conhecimento geral que o IGP-M, eleito livremente pelas partes, é índice de maior volatilidade em relação ao IPCA, de modo que as oscilações de maior proporção, para mais ou para menos, não são imprevisíveis.*

454 Além do julgado assinalado, percebe-se a imposição desse óbice no julgamento de: Agravo de Instrumento n. 2127835-05.2021.8.26.0000, Rel. Luís Roberto Reuter Torro; Agravo de Instrumento n. 2034027-43.2021.8.26.0000, Rel. Vianna Cotrim; Agravo de Instrumento n. 2059402-46.2021.8.26.0000, Rel. Hugo Crepaldi.

revogado tutela provisória então concedida em favor do locatário após a concessão de descontos em seu favor⁴⁵⁵.

Mesmo que se invoque a boa-fé objetiva e um potencial dever anexo de renegociação, esse dependeria da comprovação dessa iniciativa pelo locador, não sendo possível presumir sua existência e, somado a ela, seu descumprimento pela parte oposta. Em outros termos, o ordenamento jurídico brasileiro dispõe explicitamente sobre os requisitos básicos para exigir a revisão contratual em juízo, ora sendo necessária a comprovação de desequilíbrio contratual tendente a onerar excessivamente uma das partes, ora atraindo a teoria da imprevisão⁴⁵⁶.

Destarte, enquanto não restar inequívoco ao juiz de 2º grau - em natural posse dos dados relativos ao trâmite do caso em 1ª instância - que o titular da pretensão revisional atentou contra a boa-fé objetiva, afastando-se do *standard* comportamental esperado de quem celebrou contrato de execução continuada, impossível aceitar em abstrato um dever de renegociar. Seguindo tendência contrária, o Poder Judiciário correria o risco, inclusive, de impor prévio dever de renegociação a partes que já se sujeitaram a fracassada tentativa de autocomposição.

4.2. MUDANÇA DO ÍNDICE

Feita a análise dos argumentos que elegeram a manutenção do IGP-M/FGV, resta verificar as razões arguidas pela vertente oposta (Gráfico 14), que defende a substituição do índice por outro que corresponda melhor às pretensões das partes, a partir das (*i*) teorias

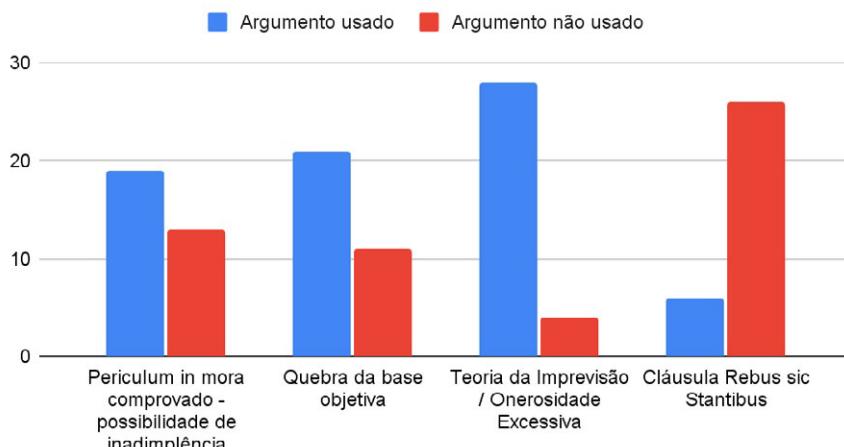
455 Agravo de Instrumento n. 2130885-39.2021.8.26.0000; Rel. Ana Lucia Romanhole Martucci.

456 Mesmo que se admitisse o que Francisco Marino denomina “*a recusa de uma oferta equitativa*”, ao final, ela restaria inócuia em juízo para efeito de revisão contratual: se abusiva a oferta, a recusa da parte contrária seria supérflua; se equitativa, ela seria reconhecida como tal em juízo (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. **Revisão Contratual: Onerosidade Excessiva e Modificação Contratual Superveniente**. São Paulo: Almedina, 2020, pp. 121-122).

da imprevisão e da onerosidade excessiva e (ii) da quebra da base objetiva do negócio jurídico.

Gráfico 14 - argumentos utilizados para alteração do índice

Argumentos - mudança do índice



Fonte: Autoria Própria

(i) Primeiramente, como é cediço, a regra do nosso sistema legal é a liberdade contratual. Entretanto, em face de eventos imprevistos ou previstos, mas com consequências imprevistas, e de eventos que causem desvantagem excessiva a uma das partes, abre-se a possibilidade de rediscussão dos contratos de execução continuada ou diferida⁴⁵⁷. Na doutrina, existe discussão sobre a distinção entre teoria da imprevisão e a da onerosidade excessiva. Entretanto, ao analisar as decisões, percebe-se que não há rigorosa diferenciação

457 Em virtude de acontecimento extraordinário, imprevisível e superveniente, que altera radicalmente as condições econômicas nas quais o contrato foi celebrado, é possível a sua resolução ou revisão. Situa-se tal fenômeno, portanto, no plano da eficácia do negócio jurídico, expressando-se em desequilíbrio contratual superveniente (SCHREIBER, Anderson *et al.* **Código Civil Comentado: Doutrina e Jurisprudência** - 2^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 197).

entre as duas teorias na prática⁴⁵⁸, ambas invocadas na ocorrência de prejuízo excessivo a uma das partes, decorrente de fato superveniente, extraordinário e imprevisível.

Igual equiparação foi verificada entre a teoria da imprevisão e a cláusula *rebus sic stantibus*⁴⁵⁹, que são dois termos intimamente relacionados entre si, mas não são sinônimos, pois a cláusula *rebus sic stantibus* corresponde a uma cláusula implícita, segundo a qual os contratantes possuem a obrigação de cumprir o negócio jurídico pactuado quando as circunstâncias vigentes à época da estipulação permaneçam até o momento de sua execução⁴⁶⁰.

A inflação, há muito, não é considerada um fato imprevisível, conforme o Informativo de Jurisprudência n. 352 do STJ. Igualmente, a Lei 14.010/2020, em seu art. 7º, *caput*, afastaria a aplicação da teoria da imprevisão aos casos colhidos (vide 5.1, *infra*). Dessa forma, *a priori*, restariam inadequadas decisões favoráveis à modificação de índice livremente pactuado pela sua simples elevação imprevisível, como observado no seguinte acórdão:

É notório que o IGP-M, nos últimos tempos, tem alcançado patamares elevados, na esteira dos abalos econômicos causados pela pandemia de COVID-19. Esse aumento expressivo do índice (31,12% em agosto/2021, considerando o acumulado de 12 meses) aconteceu de forma imprevisível, ao menos do ponto de vista das pessoas que celebraram contrato de locação antes da

⁴⁵⁸ “A teoria da imprevisão está prevista no art. 478 e seguintes do CC/2002, autorizando a resolução do contrato por onerosidade excessiva, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis.” (TJSP, Agravo de Instrumento nº 2214213-61.2021.8.26.0000. Relator Alfredo Attié.)

⁴⁵⁹ “Já a teoria da quebra da base objetiva do negócio jurídico é fundada na boa-fé objetiva (art. 422 do CC/2002), sendo uma evolução e aperfeiçoamento das antigas teorias da pressuposição e imprevisão (cláusula *rebus sic stantibus*), insuficientes para solucionar as controvérsias envolvendo a onerosidade excessiva e o desequilíbrio contratual.” (TJSP. Agravo de Instrumento nº 2259672-86.2021.8.26.0000. Rel. Alfredo Attié.)

⁴⁶⁰ Segundo preleciona Nelson Borges, trata-se de construção pioneira de Bártolo que, mais recentemente, teria sido levado em consideração pela Comissão Coordenadora do que veio a se tornar o Código Civil de 2002 (**A Teoria da Imprevisão no Direito Civil e no Processo Civil**. São Paulo: Malheiros, 2002, pp. 165-169 e 670-673).

deflagração da pandemia, como é o caso (fls. 32/45 dos autos de origem), ensejando a aplicação do art. 317 c/c arts. 478 a 480 do CC/02. (TJSP. Agravo de Instrumento nº 2209055-25.2021.8.26.0000. Rel. Adilson de Araujo. Grifos nossos)

Entretanto, caso haja outros fatos supervenientes e imprevisíveis, é possível que os sujeitos da relação jurídica pleiteiem a mitigação dos efeitos da força obrigatória do contrato para adequar as obrigações contratuais à realidade vigente. A pandemia de Covid-19, indubitavelmente, é um evento imprevisível que afetou todas as relações sociais e econômicas do país, gerando consequências inesperadas, como o isolamento social, a paralisação (total ou parcial) das atividades econômicas mundiais e o aumento abrupto do preço das *commodities*.

Convém lembrar que o coronavírus não causou fatos supervenientes e imprevisíveis somente para os devedores, mas também para os credores. Dessa forma, é necessário fazer uma análise casuística, sendo a intervenção do Estado nas relações contratuais possível quando observada a desproporção manifesta entre as partes, e não pelo simples fato de estarem no contexto de pandemia. Ademais, para que haja modificação da cláusula de correção monetária, o referido desequilíbrio deve ter causa diretamente relacionada com o índice adotado. Porém, vê-se que foram prolatadas decisões que alegam genericamente os efeitos da pandemia na sociedade e o aumento do IGP-M, sem explicitar o motivo da inadequação do índice nesse novo cenário, para as partes envolvidas no litígio:

O pedido revisional foi pleiteado [...] em razão dos impactos econômicos causados pela pandemia (COVID-19) que afetaram o faturamento da agravante (fls.21 origem), considerando as determinações do poder público desde o início das restrições de abertura dos “shopping centers”, restringindo seu funcionamento, diante das medidas de distanciamento

social, o que certamente gerou situação imprevisível, atingindo o correto cumprimento da obrigação pela agravante de forma abrupta. Assim, considerando, os fundamentos expostos e a documentação apresentada, considerando, ainda, o elevado aumento do índice de reajuste contratado (IGP-M), que não reflete a realidade econômica atual, causando desequilíbrio entre as partes, dada a impossibilidade de utilização plena do imóvel locado, embora em decorrência das determinações do Poder Público [...] . (TJSP, Agravo de Instrumento nº 2056744-49.2021.8.26.0000. Rel. Fernando Melo Bueno Filho. Grifos nossos.)

Ora, é fato notório que foram determinadas restrições ao funcionamento de estabelecimentos, como também houve a perda do fluxo de clientes em lojas físicas devido ao isolamento social. Essa queda na receita por fato imprevisível pode ser fundamento para, por exemplo, modificar o valor do aluguel. Entretanto, não deve ser aproveitada para a alteração do índice de correção monetária, cuja função é a manutenção do poder aquisitivo da moeda - finalidade que não foi afetada pela pandemia -, ao invés de gerar benefício financeiro para uma das partes. Não obstante, vê-se que no caso de atualização monetária por meio de IGP-M/FGV, há manifesta desigualdade entre a finalidade pretendida (manutenção do poder de compra) e a inflação observada no mercado de consumo brasileiro - não por causa da pandemia, de forma genérica, mas *pelo aumento extraordinário de IPA*, que possui íntima vinculação com as medidas restritivas implementadas no contexto pandêmico, vide 1.2, *supra*. É nesse sentido que se pode invocar as teorias da imprevisão e da onerosidade excessiva.

Para afastar a possibilidade de revisão do índice de atualização monetária, foi utilizado o argumento de que a imprevisão e onerosidade

excessiva permitem somente a resolução do contrato⁴⁶¹, interpretação essa nitidamente equivocada à luz do ordenamento pátrio.

Isso porque, o Código Civil de 2002 é pautado, mesmo que implicitamente, nos princípios do equilíbrio contratual e da conservação dos negócios jurídicos, e seus arts. 479 e 480 preveem a aplicabilidade de revisão contratual quando presentes os requisitos apontados pelo art. 478⁴⁶². Em se verificando onerosidade que abala o equilíbrio contratual, pode ter como consequência a resolução ou a revisão dos termos do contrato - para que seja restabelecida a justiça contratual e a equivalência entre prestações e contraprestações, sendo extraível de tais dispositivos a existência implícita de verdadeiro *princípio do equilíbrio contratual*⁴⁶³, inclusive durante a sua execução⁴⁶⁴ -, sendo que a última deve prevalecer.

A preferência pela revisão deriva-se do princípio da conservação de negócio jurídico, já que os contratos possuem a finalidade de

461 “Ademais, nos casos de força maior ou caso fortuito o direito positivo apenas autoriza a parte a resolver o contrato (artigo 478, do Código Civil).” (TJSP, Agravo de Instrumento nº 2238138-86.2021.8.26.0000. Rel. Cesar Luiz de Almeida)

462 No plano genético do negócio jurídico, outro exemplo do acolhimento implícito do princípio do equilíbrio contratual pela codificação vigente está na própria previsão da *lesão* como vício de consentimento (art. 157 do CC), pautado pelo rompimento da equivalência das prestações contratuais (v.g. MELLO, Marco Bernardes de. *Teoria do Fato Jurídico: Plano da Validade* - 14^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 247-248).

463 Um dos maiores defensores da existência de tal princípio, com base nos arts. 478 a 480 do CC, bem como de dispositivos do CDC e da Lei do Inquilinato, é Antônio Junqueira de Azevedo, que vislumbra margem para a revisão judicial dos contratos, exatamente, no rompimento superveniente do sinalagma contratual (premissa adotada nesse estudo em 5.2 *infra*) (*Relatório Brasileiro sobre Revisão Contratual apresentado para as Jornadas Brasileiras da Associação Henri Capitant*. In: Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 182-198. Mais recentemente, Anderson Schreiber explora os mesmos dispositivos para, de forma mais detida, sustentar a existência de um princípio do equilíbrio contratual expresso no “controle de caráter interno e objetivo (econômico) do contrato”. (*Equilíbrio Contratual e Dever de Renegociar* - 2^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2020, p. 73).

464 Segundo Francesco Camilletti, o princípio do equilíbrio contratual cumpre o dever de analisar se a escolha das partes é válida, ou seja, se não sofre coação que possa gerar redução ou invalidez do poder volitivo ou se não está baseada na desigualdade; se está de acordo com a Constituição e a lei e, por último, se não ocorre às partes fator imprevisível, que acarrete modificação contratual, impossível de conhecimento no momento da celebração do negócio (CAMILLETTI, Francesco. *Profilo del Problema dell'equilibrio Contrattuale*. Milano: Giuffrè, 2004. Apud ZANETTI, Andrea Cristina. *Princípio do Equilíbrio Contratual*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 172).

circular bens e serviços que geram riquezas aos contratantes e contribuem para o desenvolvimento econômico e social. Com efeito, devido à essencialidade dos contratos para o progresso econômico da sociedade e para a melhor manutenção da estrutura econômica das empresas, quando ocorrer alguma situação de desequilíbrio neles, o operador do Direito deve propor medidas capazes de remediar, reduzir ou sanar os desvios nos contratos, tentar mantê-los e não rescindi-lo⁴⁶⁵, assim como afirmado no Enunciado n.176 da III Jornada de Direito Civil, em contraposição à interpretação estrita do art. 479 do CC, que condiciona a conservação do contrato a anterior oferta do credor⁴⁶⁶.

(ii) Outro fundamento legal para legitimar a intervenção judicial nos negócios jurídicos celebrados pelas partes é a quebra da respectiva base objetiva, manifesta na modificação da realidade subjacente ao contrato. Devido à composição da base de cálculo do IGP-M/FGV e ao seu aumento fortemente influenciado pelo preço de *commodities*, o índice tornou-se desproporcional para realizar o reajuste anual do valor da locação:

Todavia, se por motivos imprevisíveis, fora da habitualidade e álea esperada, sobrevier em razão de excessivo aumento ou diminuição, fora do vislumbrado nos outros índices de medição inflacionária, desproporção manifesta, poderá se avaliar a adequação da alteração, e, eventualmente, não havendo justificativa para tanto, corrigi-lo, extraordinariamente, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação. No caso em tela (locação comercial), tem-se que o principal causador do aumento extraordinário do IGP-M (câmbio) não influencia, ao menos diretamente, nas atividades do locador. (TJSP.

465 ZANETTI, Andrea Cristina. *Princípio do Equilíbrio Contratual.*, p. 246. São Paulo: Saraiva, 2012.

466 Enunciado nº 176, III Jornada de Direito Civil do do Conselho da Justiça Federal: “Em atenção ao princípio da conservação dos negócios jurídicos, o artigo 478 do Código Civil de 2002 deverá conduzir, sempre que possível, à revisão judicial dos contratos e não à resolução contratual”.

A base objetiva compreende o conjunto de circunstâncias necessárias para que o contrato celebrado possa subsistir conforme as intenções iniciais dos contratantes⁴⁶⁷. Diversamente das teorias da imprevisão e da onerosidade excessiva, a superveniência de um fato imprevisível não é pressuposto para a quebra da base objetiva do negócio jurídico.

É certo que os contratos supõem uma certa estabilidade, já que um dos objetivos buscados pelas partes - com o instrumento escrito - é a eliminação de incertezas e possíveis conflitos⁴⁶⁸. Entretanto, o contrato não é estático, mas sim dinâmico, sendo suas prestações mutáveis e executadas ao longo do tempo, polarizadas pelo adimplemento⁴⁶⁹. Uma alteração da realidade subjacente a um contrato comutativo pode acarretar a anormalidade na alocação de riscos entre suas partes. Assim, para a subsistência do equilíbrio contratual, é necessária a alteração das cláusulas pré-estabelecidas para prestigiar a vontade genética das partes.

Nos contratos de locação de imóvel comercial, a função da cláusula de correção monetária é, sem dúvida, a recomposição do valor real da moeda. Entretanto, o aumento demasiado do IGP-M/FGV não decorreu somente da inflação - variação de preços percebido pelos consumidores -, mas também da variação cambial e o consequente aumento dos insumos importados pelo Brasil, o que acabou elevando o valor de IPA - variação de preços percebido pelos produtores -, que compõe 60% de IGP-M/FGV. Ora, nos últimos anos, o IGP-M/FGV sempre variou em torno de 5% por ano. Ademais, durante a pandemia, os outros índices continuaram a apresentar uma taxa

⁴⁶⁷ LARENZ, Karl. *Base del Negocio Jurídico y Cumplimiento de los Contratos*. Albolote: Comares, 2002. p. 34.

⁴⁶⁸ GOMES, Orlando. *Contratos* - 27^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2019. pp. 18-19..

⁴⁶⁹ COUTO E SILVA, Clóvis V. do. *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: FGV, 2006, pp. 20-22.

de aproximadamente 5% de variação no período de 12 meses, em comparação com IGP-M/FGV que atingiu um recorde de 37,04%.

As partes, quando pactuam a locação, desconsideram vários fatores que possuem peso no IGP-M/FGV mas não no IPCA/IBGE, como a variação do dólar, mas é certo que pretendiam somente garantir o equilíbrio contratual diante da perda do poder aquisitivo da moeda pela inflação. Mas o reajuste de aluguel de acordo com as taxas do IGP-M/FGV vai além da recomposição do poder econômico. Em muitos casos, o cumprimento do contrato ainda é possível⁴⁷⁰, entretanto, pode ser dificultado para o locatário e criar um ganho financeiro extraordinário ao locador⁴⁷¹ - consequência não intencionada pelas partes na celebração do contrato. Assim, o reajuste de aluguel pelo IGP-M/FGV nesse contexto caracteriza, de fato, a quebra da base objetiva do contrato empresarial previamente celebrado.

5. ANÁLISE CRÍTICA DOS RESULTADOS

Transitando à parte final do presente trabalho, cabe a análise de cunho global (Tabelas 1 e 2) dos resultados colhidos na pesquisa realizada.

470 “Por outro lado, não se há falar em *periculum in mora*, uma vez que **a agravante se encontra adimplente em relação às obrigações pecuniárias vencidas até então**, além de não demonstrar a ausência de liquidez, não se vislumbrando até o presente momento nenhuma situação clara de possibilidade de perda do espaço locado.” (TJSP, Agravo de Instrumento nº 2224580-47.2021.8.26.0000. Rel. Andrade Neto. Grifos nossos.)

471 “**O índice de correção monetária se justifica para a preservação do poder aquisitivo da moeda, em razão da inflação, e não para proporcionar o enriquecimento indevido da parte contrária (art. 884 do CC/2002) e a alteração, sob via transversa, do aluguel pactuado entre as partes.**” (TJSP. Agravo de Instrumento nº 2209798-35.2021.8.26.0000. Rel. Alfredo Attié. Grifos nossos.)

Tabela 1 - Processos que mantiveram o índice pactuado pelas partes

Câmara	Nº Processo	Recurso	Comarca	Relator	Lei nº 14.010 / 2020	Onerosidade Excessiva Inversa	Perigo não comprovado	Liberdade Contratual	Reversibilidade dos efeitos	Intervenção mínima
25ª Câmara	2054293-51.20 21.8.26.0000	Agin	Taboão da Serra	Carmen Lucia da Silva	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim
	2059402-46.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Hugo Crepaldi	Não	Não	Sim	Não	Não	Sim
	2129937-97.20 21.8.26.0000	Agin	Guarulhos	Carmen Lucia da Silva	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Não
	2215195-75.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Claudio Hamilton	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim
	2239157-30.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Carmen Lucia da Silva	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim
26ª Câmara	1002332-55.20 21.8.26.0011	Apelação	São Paulo	Carlos Dias Motta	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não
	2034027-43.20 21.8.26.0000	Agin	Itupeva	Vianna Cotrim	Não	Sim	Não	Não	Não	Sim
	2118181-91.20 21.8.26.0000	Agin	São Caetano do Sul	Carlos Dias Motta	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não
	2168728-38.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Carlos Dias Motta	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Não
	2189533-12.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Antonio Nascimento	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
27ª Câmara	2127835-05.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Luis Roberto Reuter Torro	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
28ª Câmara	2055527-68.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Cesar Lacerda	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2076560-17.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Cesar Lacerda	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Não
	2112708-27.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Cesar Luiz de Almeida	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
	2193614-04.20 21.8.26.0000	Agin	Santo André	Cesar Luiz de Almeida	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
	2215606-21.20 21.8.26.0000	Agin	São José do Rio Preto	Cesar Luiz de Almeida	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
	2238138-86.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Cesar Luiz de Almeida	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
	2239358-22.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Cesar Luiz de Almeida	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
29ª Câmara	2171292-87.20 21.8.26.0000	Agin	Caçapava	Fábio Tabosa	Não	Não	Sim	Sim	Não	Sim
30ª Câmara	2165120-32.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Andrade Neto	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2191744-21.20 21.8.26.0000	Agin	Ribeirão Preto	Andrade Neto	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2224580-47.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Andrade Neto	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2231920-42.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Andrade Neto	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
31ª Câmara	2028870-89.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Adilson de Araujo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
	2168995-10.20 21.8.26.0000 (2)	Agin	São Paulo	Antonio Rigolin	Não	Não	Sim	Sim	Não	Sim
	2229889-49.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Paulo Ayrosa	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não
	2246239-15.20 21.8.26.0000	Agin	Barueri	Adilson de Araujo	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Não

32ª Câmara	2062340-14.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Ruy Coppola	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim
	2190335-10.20 21.8.26.0000	Agin	Jundiaí	Luis Fernando Nishi	Não	Sim	Não	Não	Não	Não
	2198242-36.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Caio Marcelo Mendes de Oliveira	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim

Câmara	Nº Processo	Recurso	Comarca	Relator	Lei nº 14.010 / 2020	Onerosidade Excessiva Inversa	Perigo não comprovado	Liberdade Contratual	Reversibilidade dos efeitos	Intervenção mínima
33ª Câmara	2173907-50.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Luiz Eurico	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim
	2214241-29.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Mario A. Silveira	Não	Não	Não	Sim	Não	Não
	2220579-19.20 21.8.26.0000	Agin	Mogi das Cruzes	Mario A. Silveira	Não	Não	Não	Sim	Não	Não
	2231956-84.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Mario A. Silveira	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
34ª Câmara	2061848-22.20 21.8.26.0000	Agin	Sorocaba	Gomes Varjão	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2190084-89.20 21.8.26.0000,	Agin	Sorocaba	Gomes Varjão	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Não
35ª Câmara	2081957-57.20 21.8.26.0000	Agin	São Caetano do Sul	Morais Pucci	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2118144-64.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Morais Pucci	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
36ª Câmara	2059494-24.20 21.8.26.0000	Agin	Piracicaba	Walter Exner	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2060198-37.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Jayme Queiroz Lopes	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim
	2109073-38.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Milton Carvalho	Não	Não	Sim	Sim	Não	Sim
	2147145-94.20 21.8.26.0000	Agin	Araçatuba	Pedro Baccarat	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim
	2228265-62.20 21.8.26.0000	Agin	Mogi das Cruzes	Arantes Theodoro	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
	2239343-53.20 21.8.26.0000	Agin	São Paulo	Milton Carvalho	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não

472

Fonte: Autoria Própria

472 As decisões seguidas por (2) correspondem ao voto vencido do respectivo processo.

Tabela 2 - Processos que substituíram o índice para IPCA

Câmara	Nº do Processo	Recurso	Comarca	Relator	Evitar inadimplemento do locatário	Base Objetiva	Teoria da Imprevisão / onerosidade excessiva	Cláusula Rebus sic Stantibus
25ª Câmara	2232650-53.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Marcondes D'Angelo	Sim	Não	Sim	Não
27ª Câmara	2150571-17.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Alfredo Attié	Não	Sim	Sim	Sim
	2159439-81.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Angela Lopes	Sim	Não	Sim	Sim
	2209798-35.2021-8.26.0000	AgIn	Campinas	Alfredo Attié	Não	Sim	Sim	Sim
	2214213-61.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Alfredo Attié	Não	Sim	Sim	Sim
	2259672-86.2021-8.26.0000	AgIn	Indaiatuba	Alfredo Attié	Não	Sim	Sim	Sim
	2273121-14.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Alfredo Attié	Não	Sim	Sim	Sim
29ª Câmara	1123032-21.2020-8.26.0100	Apelação	São Paulo	Silvia Rocha	Não	Sim	Não	Não
	2113951-06.2021-8.26.0000	AgIn	Osasco	Mário Daccache	Sim	Sim	Sim	Não
	2171292-87.2021-8.26.0000 (2)	AgIn	Cabreúva	Fabio Tabosa	Sim	Sim	Sim	Não
	2230281-86.2021-8.26.0000	AgIn	Guarulhos	Mário Daccache	Sim	Sim	Sim	Não
	2030888-83.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Maria Lúcia Pizzotti	Sim	Sim	Sim	Não
	2130910-52.2021-8.26.0000 (2)	AgIn	São Paulo	Marcos Ramos	Sim	Sim	Sim	Não
30ª Câmara	2165120-32.2021-8.26.0000 (2)	AgIn	São Paulo	Andrade Neto	Não	Sim	Não	Não
	2224580-47.2021-8.26.0000 (2)	AgIn	São Paulo	Andrade Neto	Não	Sim	Não	Não
	2231920-42.2021-8.26.0000 (2)	AgIn	São Paulo	Andrade Neto	Não	Sim	Não	Não
	2131403-29.2021-8.26.0000	AgIn	Sorocaba	Rosangela Telles	Sim	Sim	Sim	Não
31ª Câmara	2161269-82.2021-8.26.0000	AgIn	Lins	Francisco Casconi	Sim	Não	Sim	Não
	2168995-10.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Antonio Rigolin	Sim	Não	Sim	Não
	2179200-98.2021-8.26.0000	AgIn	São Paulo	Antonio Rigolin	Sim	Não	Sim	Não
	2209055-25.2021-8.26.0000	AgIn	São José dos Campos	Adilson de Araujo	Não	Sim	Não	Não

33 ^a Câmara	2214241-29.2021- 8.26.0000 (2)	Agn	São Paulo	Mario A. Silveira	Sim	Sim	Sim	Não
	2220579-19.2021- 8.26.0000 (2)	Agn	Mogi das Cruzes	Mario A. Silveira	Sim	Sim	Sim	Não
	2231956-84.2021- 8.26.0000 (2)	Agn	São Paulo	Mario A. Silveira	Sim	Sim	Sim	Não
	2232307-57.2021- 8.26.0000	Agn	Campinas	Ana Lucia Romanhole Martucci	Sim	Sim	Sim	Não
34 ^a Câmara	2111801-52.2021- 8.26.0000 /50001	Ag Interno	São José dos Campos	Ligia Araujo Bisgoni	Não	Não	Sim	Não
	2132489-35.2021- 8.26.0000/50000	Ag Interno	Diadema	Ligia Araujo Bisgoni	Não	Não	Sim	Não
	2134200-75.2021- 8.26.0000/50000	Ag Interno	São Paulo	Ligia Araujo Bisgoni	Não	Não	Sim	Não
35 ^a Câmara	2056744-49.2021- 8.26.0000	Agn	São Paulo	Fernando Melo Bueno Filho	Sim	Não	Sim	Não
	2081957-57.2021- 8.26.0000 (2)	Agn	São Caetano do Sul	Morais Pucci	Sim	Não	Sim	Não

Fonte: Autoria Própria

5.1. LEI 14.010/2020 E O RACIOCÍNIO TÓPICO DOS JULGADOS

De início, há de ser destacada a dissocição entre as decisões colhidas e a legislação voltada à regulação das relações jurídicas privadas durante a pandemia de COVID-19, com destaque à Lei nº 14.010/2020 (RJET). Dentre as disposições deste diploma legal, seu art. 7º⁴⁷³ menciona expressamente a substituição do índice de correção monetária, impossibilitando-a mediante a teoria da imprevisão ou da onerosidade excessiva. Tal vedação geral, inegavelmente atinente à matéria em análise, sequer foi mencionada pelos desembargadores do TJSP, seja no sentido de manter o IGP-M/FGV, seja como óbice a ser transcorrido para modificá-lo em favor do IPCA/IBGE. As únicas

473 Art. 7º *Não se consideram fatos imprevisíveis, para os fins exclusivos dos arts. 317, 478, 479 e 480 do Código Civil, o aumento da inflação, a variação cambial, a desvalorização ou a substituição do padrão monetário.*

§ 1º *As regras sobre revisão contratual previstas na Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor), e na Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991, não se sujeitam ao disposto no caput deste artigo.*

§ 2º *Para os fins desta Lei, as normas de proteção ao consumidor não se aplicam às relações contratuais subordinadas ao Código Civil, incluindo aquelas estabelecidas exclusivamente entre empresas ou empresários.*

menções encontradas sobre o RJET relacionavam-se ao aluguel⁴⁷⁴, inaplicáveis à correção monetária – cláusula acessória por excelência –, de modo que a desatenção ao texto legal figura surpreendente.

De um lado, a leitura literal do art. 7º revela-se de utilidade primorosa ao magistrado que decidir em favor da manutenção do IGP-M/FGV, bastando a subsunção da pretensão fundada na teoria da imprevisão ou da onerosidade excessiva para se julgar improcedente o pedido do locatário. Por outro lado, não se pode considerar fundamentada uma decisão que acolhe a substituição do índice e, ao mesmo tempo, ignora uma norma jurídica cujo conteúdo parece contrariar a convicção do relator. Não se está negando uma interpretação do art. 7º no sentido de permitir a rediscussão do índice sob certos requisitos adicionais – esse é, inclusive, o posicionamento do presente trabalho –, porém, tal interpretação deve ser claramente contemplada na decisão judicial, não presumida por seus leitores.

Os motivos pela desconsideração do dispositivo legal em comento restam desconhecidos, ao menos de forma exata. Podem ser aventadas razões para explicar esse fenômeno: talvez os julgadores que mantiveram o índice tivessem interpretado o RJET como uma lei provisória de modo geral – afinal, diversos de seus artigos saíram de vigência em outubro de 2020 –, olvidando-se do escopo maior que caracteriza o art. 7º; em sentido oposto, é provável que o desembargador simplesmente desconhece a norma, ou a conhece mas opta voluntariamente por outro curso argumentativo, visando a acolher a substituição do índice.

Não podemos nos olvidar que a análise empírica empreendida atesta claramente a conversão das normas jurídicas invocadas pelos julgadores em verdadeiras “*sedes argumentativas*”, implicando na prevalência do método tópico sobre a sistemática, comumente associada ao debate de cunho jurídico.

474 Respectivamente: Agravo de Instrumento n. 2168728-38.2021.8.26.0000, Rel. Carlos Dias Motta e Apelação Cível n. 1000622-30.2021.8.26.0292, Rel. Arantes Theodoro; e Agravo de Instrumento n.º 2028870-89.2021.8.26.0000, Rel. Adilson de Araujo.

Em outros termos, enquanto os juízes de 1º e 2º grau continuarem a entender que a aplicação da teoria da imprevisão ou da base do negócio jurídico, a título exemplificativo, melhor reflete os impactos monetários e comerciais trazidos pela pandemia, dificilmente a alternativa argumentativa privilegiada será o art. 7º. Inegável, portanto, a preocupação de certos juízes na eliminação de injustiça concreta, antes de oferecer uma solução sistemática⁴⁷⁵.

É compreensível que a decidibilidade seja a prioridade precípua de um dado magistrado. No entanto, tal preocupação não deve se converter na formulação de juízos de equidade. Infelizmente, grande parte das decisões colhidas revelam essa distorção: independentemente da suficiência, ou não, de argumentos processuais, são introduzidos argumentos de cunho material que, ao invés de oferecer uma resolução sistemática à controvérsia, revelam olhares subjetivos acerca do que é justo. É raro encontrar julgados em que, efetivamente, *a função da correção monetária foi explorada* e o desequilíbrio por ela ocasionada foi devidamente situado no contexto pandêmico, *com atenção à legislação produzida nesse período*.

Antes de um esforço sistematizador, promoveu-se verdadeiro encadeamento argumentativo de cunho tópico, preferindo-se a formulação de uma decisão persuasiva sobre uma análise que, a despeito de ser necessariamente casuística – não se pode olvidar que o desequilíbrio contratual há de ser vislumbrado *in concretu* –, consegue oferecer uma resposta cujo raciocínio é generalizável. Não há maior expressão do caráter tópico que permeia o debate judicial da substituição do índice de correção monetária eleito pelas partes

475 Tal tendência foi bem identificada por José Fernando Simão no que pertine à invocação banalizada da força maior e do caso fortuito fundada no cenário pandêmico, não obstante o desequilíbrio econômico provocado pelas restrições governamentais decretadas não se confundirem com a impossibilidade de se executar o contrato, necessária para a aplicação das figuras assinaladas (“**O contrato nos tempos da COVID-19. Esqueçam a força maior e pensem na base do negócio.** Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/arquivos/2020/4/8CF00E104BC035_covid.pdf>. Acesso em 21 abr. 2023.

que a cumulação argumentativa que perpassa a maioria das decisões colhidas⁴⁷⁶.

Além de não ser específica a um dos polos da presente discussão⁴⁷⁷, a postura tópica manifestada possui inegável particularismo – que, conforme já afirmado, revela juízos de equidade próprios a cada magistrado –, impossibilitando uma uniformização jurisprudencial mínima da matéria em discussão no TJSP. No fundo, em uma concretização distópica do princípio da colegialidade⁴⁷⁸, o posicionamento da maioria das câmaras de Direito Privado do TJSP vem se mantendo constante pela reprodução de decisões cujo cunho é tópico. Consequentemente, temos certa uniformidade no interior

476 Ao final, a concatenação de institutos jurídicos com pressupostos diversos entre si e que seriam, mesmo incompatíveis de serem aplicáveis simultaneamente em um dado caso apenas prejudica a legitimidade social da decisão judicial, fundada sobre um discurso inconsistente e sistematicamente questionável. Em renomado estudo sobre a teoria da argumentação, Chaïm Perelman e Lucie Olbrechts-Tyteca já ressaltaram que “os novos argumentos introduzidos num debate podem parecer incompatíveis, quer com as asserções do orador, o que o torna ridículo ou faz duvidar de sua sinceridade, quer com as teses já admitidas pelo auditório, o que, se der algum crédito a esses novos argumentos, o deixa na penosa situação de ter por sua vez de procurar ajustes para essa incompatibilidade”. Não bastasse, acrescentam os autores: “Independentemente de qualquer incompatibilidade entre eles ou com as opiniões do auditório, um magote de argumentos faz crer que não se tem confiança suficiente em nenhum deles” (*Tratado da Argumentação: A Nova Retórica*. Trad. Maria Ermantina de Almeida Prado Galvão. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2020, pp. 546 e 548).

477 No sentido de manter o índice estipulado, temos a invocação simultânea da livre pactuação do contrato; da excepcionalidade da intervenção estatal nele; da oneração excessiva de todos pelos efeitos da pandemia; do princípio da conciliação em sentido próximo à imposição de prévia tentativa de renegociação extrajudicial; e da omissão da Lei n. 14.010/2020 quanto à redução obrigatória do aluguel em: Agravo de Instrumento n. 2028870-89.2021.8.26.0000, Rel. Adilson de Araujo.

No sentido de substituir o índice estipulado, temos a invocação simultânea da teoria da base objetiva; da teoria da imprevisão; da onerosidade excessiva; do equilíbrio contratual; da conservação do negócio jurídico; e da função social dos contratos em: Agravo de Instrumento n. 2030888-83.2021.8.26.0000, Rel. Maria Lúcia Pizzotti. Dado o exposto no presente trabalho, perceber-se-á que é possível oferecer um raciocínio apto a sistematizar os argumentos trazidos pela desembargadora. Em sua decisão, no entanto, eles restam soltos, desconexos e descontextualizados pelo texto, revelando claro intento tópico.

478 A invocação desse princípio, no trato da matéria em análise, foi efetuada expressamente em sede de agravo interno (TJSP; Agravo Interno nº 2187797-56.2021.8.26.0000/50000; Rel. Kioitsi Chicuta). Cremos, no entanto – segundo demonstrou o agrupamento das decisões colhidas em suas respectivas câmaras –, que tal fenômeno perpassou a discussão do tema no TJSP como um todo.

de cada câmara, no sentido de cumularem os mesmos argumentos em certa direção, ou nos vemos diante da perpetuação das mesmas divergências entre os mesmos magistrados⁴⁷⁹.

Em uma visão panorâmica do TJSP, no entanto, reina a desarmonia, com cada câmara, *lato sensu*, atuando como uma “*ilha isolada das demais*” – traçando-se um paralelo à disfuncionalidade da colegialidade no interior do STF –, o que, por sua vez, impossibilita a integração de pretensões substitutivas do índice de correção monetária no sistema brasileiro e, ao final, a estabilização de expectativas quanto à resolução dessa matéria no TJSP.

5.2. CONGRUÊNCIA DO ÍNDICE DE CORREÇÃO MONETÁRIA COM O CONTRATO EMPRESARIAL

Exposta a atual desarmonia prevalecente no TJSP, o Poder Judiciário, antes de afastar as lides resultantes com um raciocínio tópico, deve vislumbrar dois aspectos da controvérsia analisada continuamente ressaltados no presente trabalho: a função que a correção monetária exerce em um contrato empresarial e sua distorção em razão da elevação do IGP-M/FGV.

A análise atenta desses fatores denota a relevância de se operar um juízo de congruência entre o índice eleito e as obrigações assumidas pelas partes. Em outros termos, com base na cesta de variáveis constituinte do índice eleito (vide 1.2, *supra*), pode ser aferida a amplitude do mercado que é abarcada por ele e, assim, as relações contratuais que lhe são mais próximas.

Enquanto atuam habitualmente em seus respectivos setores, os contratantes vinculam-se a obrigações neles inseridas, carregando consigo os riscos e oscilações do setor. Como cláusula acessória de um

⁴⁷⁹ Esse cenário é visto com clareza na 33^a Câmara de Direito Privado do TJSP, onde a reprodução da mesma cumulação argumentativa favorável à manutenção do índice estipulado (Des. Mario A. Silveira) é seguida, em todas as hipóteses, por voto vencido cujo cunho tópico é igualmente objeto de recorrentes reproduções (Des. Ana Lucia Romanhole Martucci).

contrato empresarial, o índice de correção monetária, igualmente, pode melhor situar-se em certo setor econômico, como é o caso do IGP-M/FGV, mais suscetível à variação do preço de *commodities*. Por outro lado, um índice como o IPCA/IBGE possui uma cesta de variáveis mais genérica, refletindo a inflação mais ampla do país. Ambos os índices, por serem geneticamente diversos, são congruentes com diferentes obrigações contratuais.

Tomando-se um contrato de locação comercial, temos que ele se baseia no aproveitamento econômico de um imóvel pelo locador, vinculando-o ao mercado de créditos imobiliários. Por evidente, o IGP-M/FGV não foi criado para atender às demandas de agentes atuantes no setor imobiliário, como afirmou um de seus coordenadores, o economista André Braz: “*O IGP-M nunca foi adequado para nenhum tipo de aluguel, ele não foi construído para isso e nunca foi política da FGV recomendá-lo*”⁴⁸⁰. Conforme já exposto, a correção monetária tem como função a recomposição do poder aquisitivo da moeda e deveria promover o equilíbrio entre as prestações dos pólos contratantes. Contudo, quando o IGP-M/FGV for muito superior à inflação real no país - por ser um índice suscetível a oscilações de dólar e do mercado internacional -, seus efeitos se estendem e vão além da manutenção do valor da moeda: torna-se um instrumento de aumento do lucro do locador, que passa a receber um aluguel com maior poder de compra e superior ao “*preço*” da locação de seu imóvel.

Dessa forma, além de sua elevação atentar contra o equilíbrio contratual, a falta de congruência com as obrigações contratuais resulta na desvinculação do índice de correção monetária do principal, desvirtuando-o funcionalmente. Os efeitos dessa incongruência são claros: a violação da função social da cláusula e o enriquecimento sem causa do locador.

480 Entrevista disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/igp-m-a-30-por-que-especialistas-recomendam-trocar-indice-que-reajusta-aluguel/>. Acesso em 06/12/2021. Inclusive, ressalte-se a iniciativa atual da FGV em construir um índice de correção monetária específico ao mercado imobiliário, conforme se vê em <https://www.cnnbrasil.com.br/business/com-igp-m-nas-alturas-fgv-quer-criar-novo-indice-para-reajuste-do-aluguel/>. Acesso em 06/12/2021.

Tais efeitos, por sua vez, revelam-se intimamente ligados, na medida em que a função econômica assumida por um dado contrato bilateral se revela, exatamente, em sua *causa sinalagmática*, entendida como finalidade que motiva o deslocamento patrimonial entre suas partes⁴⁸¹. Nesse sentido, em uma locação comercial, o locatário exerce a posse direta sobre o bem locado em razão de pagar regularmente o aluguel pactuado, enquanto o locador percebe valores periodicamente por ter cedido à posse direta de um bem que lhe pertence. Melhor expressão do sinalagma contratual não há do que as prestações principais devidas pelas partes.

Consequentemente, quando uma cláusula acessória a tais prestações - voltada, no presente caso, a impedir que os reflexos extrínsecos da variação inflacionária redundem no desequilíbrio superveniente do contrato - converte-se em fonte autônoma de capital monetário ao locador, muitas vezes sobrepondo-se economicamente ao aluguel e prejudicando a continuidade da execução contratual ao empobrecer o locatário, é inegável que se está a vislumbrar um enriquecimento desconexo à causa sinalagmática, isto é, um enriquecimento carente da causa jurídica da prestação principal, pois não visa a igual finalidade que ela⁴⁸².

Destarte, a incongruência do índice de correção monetária com o contrato originalmente celebrado - ao menos na intensidade presenciada na pandemia do COVID-19 -, em não sendo reconhecida como fundamento suficiente para a revisão judicial do avençado, concretizará hipótese manifesta de enriquecimento sem causa⁴⁸³.

481 Para o conceito adotado de causa sinalagmática, vide: PENTEADO, Luciano de Camargo. *Doação com Encargo e Causa Contratual*. São Paulo: Milenium, 2004, pp. 75-79.

482 Adere-se, na descrição dessa hipótese específica de enriquecimento sem causa, aos critérios gerais de identificação da ausência de causa justificativa de um dado enriquecimento por prestação, descritos por Luís Manuel Teles de Menezes Leitão em: *O Enriquecimento sem Causa no Direito Civil: Estudo Dogmático sobre a Viabilidade da Configuração Unitária do Instituto, face à Contraposição entre as Diferentes Categorias de Enriquecimento sem Causa*. Coimbra: Almedina, 2005, pp. 862-864.

483 Veja-se que a conclusão alcançada pode ser complementada pela própria função conferida à correção monetária na prevenção do enriquecimento sem causa motivado por oscilações inflacionárias: “*Em suma, em prestígio ao princípio que*

A despeito de inexistir uma decisão nesses exatos moldes, há de se louvar o raciocínio da Des. Rosângela Telles, que corretamente captou seus fundamentos nos seguintes termos:

Como é cediço, o índice eleito pelas partes vem acumulando alta excessiva e até mesmo inesperada. Ora, nesta proporção, o fator de correção monetária deixa de representar mera atualização do valor da moeda e passa a representar verdadeiro plus obrigacional, pois a majoração supera, em muito, a evolução do poder de compra dos consumidores. Haveria extrema vantagem econômica para a locadora, ora agravante em um cenário que as dificuldades econômicas de inúmeras classes sociais e categorias de trabalhadores vêm se agravando significativamente. (TJSP; Agravo de Instrumento n. 2131403-29.2021.8.26.0000, Rel. Rosângela Telles)

A realização concreta do juízo de congruência descrito revela-se imperativa à apreciação judicial de pretensões substitutivas do índice de correção monetária em razão do estado pandêmico, atuando sua verificação negativa como pressuposto básico para eventual intervenção judicial. No caso da locação comercial, ausente um índice específico ao mercado imobiliário, resta inadequado o IGP-M/FGV, específico a um setor econômico estranho aos contratantes, cabendo sua substituição por um índice de cunho geral - o mais abrangente possível e, portanto, menos sensível ao comportamento de um setor específico (e não diretamente relacionado com as obrigações das partes no contrato de locação) do mercado -, isto é, pelo IPCA/IBGE.

veda o enriquecimento injustificado à custa alheia, não deve preponderar o desequilíbrio nas relações contratuais causado por influência da inflação, razão pela qual a correção monetária deve recompor o valor da moeda, consoante as previsões do novo Código Civil" (NANNI, Giovanni Ettore. **Enriquecimento sem Causa** - 2^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2010, p. 377). Aplicando-se intuitivo raciocínio *a contrario sensu*, se a adoção de certo índice de correção monetária, antes de recompor o valor da moeda em favor do equilíbrio contratual, é fonte autônoma do desequilíbrio das prestações, impõe-se o reconhecimento de enriquecimento sem causa.

Ao final, que não seja afirmada a formulação e aplicação desse juízo como conveniente solução apenas aos desequilíbrios presenciados em inúmeros contratos de locação comercial.

Como pressuposto básico para a substituição do índice pactuado, a congruência pode ser tomada como condição para a aplicação do art. 7º do RJET, já analisado, conferindo maior coerência à sua vedação – ao afastar a negação generalizada e apriorística à revisão judicial do índice pactuado –, de modo a impor a manutenção de uma cláusula que atue como acessório do contrato celebrado. Assim, o art. 7º pode, efetivamente, assumir sua função preventiva com essa interpretação, impedindo o congestionamento do Poder Judiciário no caso de um juízo positivo de congruência. Preenchido esse pressuposto e restando incontroversa a imprevisibilidade da elevação do IGP-M/FGV, seguir-se-ia à apreciação concreta do desequilíbrio contratual manifesto, há muito empreendida pelos tribunais brasileiros.

Por fim, pode-se generalizar o juízo proposto a outras espécies de contratos empresariais, destacando-se aqueles em que, mesmo em face da elevação do IGP-M/FGV, esse índice encontra-se congruente com as obrigações assumidas pelos contratantes, levando à incidência da vedação constante no art. 7º do RJET, como contratos de construção, de *built to suit* ou de fornecimento de matéria-prima. Havendo vínculo claro entre a cesta de variáveis do IGP-M/FGV (em especial, *commodities*) e certas obrigações das espécies assinaladas, não há que se cogitar, a princípio, da inadequação do índice pactuado.

6. CONCLUSÃO

A pandemia do COVID-19 afetou gravemente as relações sociais e jurídicas, e as medidas tomadas para o seu enfrentamento repercutiram indiretamente sobre o IGP-M/FGV, índice adotado por muitos empresários em contratos de locação. Diante do manifesto desequilíbrio contratual, os locatários recorreram ao Poder Judiciário, a fim de buscar um índice que melhor atendesse à necessidade da manutenção do poder aquisitivo da moeda.

Vários acórdãos foram proferidos acerca de uma nova problemática. De um lado, parte considerável sustenta a necessidade de manutenção do índice, devido à necessidade de impedir a onerosidade excessiva inversa, assegurar os princípios da *pacta sunt servanda* e da intervenção mínima do Estado. Por outro lado, não são raras as afirmações sobre a indispensabilidade da substituição do IGP-M/FGV, que se tornou inadequado perante a nova realidade imprevista e extraordinária, capaz de criar onerosidade excessiva a uma das partes e não atender à finalidade de efetuar simples correção monetária.

Em ambos os posicionamentos, identificaram-se decisões que carecem de base jurídica e factual, por se limitarem a enumerar argumentos vagos e genéricos. Não obstante, percebe-se que o IGP-M/FGV não é o índice ideal para reajustar os contratos de locação, já que enfatiza a variação de preços percebidos por produtores. Também não se pode afirmar que o IPCA/IBGE é perfeito para o reajuste anual do aluguel de uma locação comercial, pois não é pautado em dados exclusivos do mercado imobiliário. No entanto, frente à inexistência de um índice próprio a esse setor econômico, a adoção de um índice mais amplo adequa-se mais às pretensões das partes contratantes de uma locação comercial e oferece um raciocínio de congruência generalizável ao trato da matéria estudada em outros contratos empresariais.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Princípios do Novo Direito Contratual e Desregulamentação do Mercado* - Direito de Exclusividade nas Relações Contratuais de Fornecimento - Função Social do Contrato e Responsabilidade Aquiliana do Terceiro que contribui para Inadimplemento Contratual. Revista dos Tribunais, Vol. 750. São Paulo: RT, 1998.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Relatório Brasileiro sobre Revisão Contratual apresentado para as Jornadas Brasileiras da Associação Henri Capitant*. In: *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 182-198.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Curso de Direito Civil, Volume III: Teoria Geral dos Contratos* - 4^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2019.

BORGES, Nelson. *A Teoria da Imprevisão no Direito Civil e no Processo Civil*. São Paulo: Malheiros, 2002.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Por que há tantos índices de preços no Brasil?*. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/indicepreco>>. Acesso em 21 abr. 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Price Indices in Brazil*. Frequently Asked Questions Series - Information up to March 2016. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-en/FAQs/FAQ%2002-Price%20Indices.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023.

CNN BRASIL. *IGP-M a 30%: Por que especialistas recomendam trocar índice que reajusta aluguel*. Disponível em <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/igp-m-a-30-por-que-especialistas-recomendam-trocar-indice-que-reajusta-aluguel/>> Acesso em 21 abr. 2023.

CNN BRASIL. **Com IGP-M nas alturas, FGV quer criar novo índice para reajuste do aluguel.** Disponível em <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/com-igp-m-nas-alturas-fgv-quer-criar-novo-indice-para-reajuste-do-aluguel/>>. Acesso em 21 abr. 2023.

COUTO E SILVA, Clóvis V. do. **A obrigação como processo.** Rio de Janeiro: FGV, 2006.

FGV/IBRE. **Metodologia do Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna.** Disponível em <<https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-04/metodologia-igp-di-abr21.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023.

FGV/IBRE. **Metodologia do Índice Geral de Preços - Mercado.** Disponível em <<https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-03/metodologia-igp-m-jul-2019.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023.

FIPE. **IPC - Índice de Preços ao Consumidor.** Disponível em <<https://www.fipe.org.br/pt-br/indices/ipc/>>. Acesso em 21 abr. 2023.

FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais: Teoria Geral e Aplicação** - 6^a ed. - São Paulo: RT, 2021.

GLOBO. **Como o IGP-M, ‘jabuticaba’ brasileira e herança da hiperinflação, virou um fardo para inquilinos e empresas.** Disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/como-igp-jabuticaba-brasileira-heranca-da-hiperinflacao-virou-um-fardo-para-inquilinos-em-presas-24990862>>. Acesso em 21 abr. 2023.

GOMES, Orlando. **Contratos** - 27^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2019.

GOMES, Orlando. **Obrigações** - 19^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2019.

IBGE. **IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.** Disponível em <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/>>

[precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplio.html?=&t=o-que-e](https://www.ipea.gov.br/indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplio.html?=&t=o-que-e). Acesso em 21 abr. 2023.

IPEA. **Panorama da economia mundial**. 23/11/2022. Disponível em <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/tag/precos-de-commodities>>. Acesso em 21 abr. 2023.

LACERDA, Antonio Corrêa de; REEGO, José Márcio; MARQUES, Rosa Maria. **Economia brasileira** - 4^a. ed. - São Paulo: Saraiva, 2010.

LARENZ, Karl. **Base del Negocio Jurídico y Cumplimiento de los Contratos**. Trad. Carlos Fernandez Rodriguez. Albolote: Comares, 2002.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **O Enriquecimento sem Causa no Direito Civil: Estudo Dogmático sobre a Viabilidade da Configuração Unitária do Instituto, face à Contraposição entre as Diferentes Categorias de Enriquecimento sem Causa**. Coimbra: Almedina, 2005.

MARGARIDO, Mario A.; MARTINS, Vagner A.; BUENO, Carlos R. F. **Análise da Evolução de Índices de Preços Pós-Plano Real: digressões sobre a propalada “âncora verde”**. Informações Econômicas, SP, v.36, n.8, ago. 2006. Disponível em <<http://www.iea.sp.gov.br/ftpiea/ie/2006/tec4-0806.pdf>>. Acesso em 21 abr. 2023.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. **Revisão Contratual: Onerosidade Excessiva e Modificação Contratual Superveniente**. São Paulo: Almedina, 2020.

MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. **Prova e Convicção** - 5^a ed. - São Paulo: RT, 2019.

MELLO, Marco Bernardes de. **Teoria do Fato Jurídico: Plano da Validade** - 14^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2015.

NANNI, Giovanni Ettore. *Enriquecimento sem Causa* - 2^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2010.

PENTEADO, Luciano de Camargo. *Doação com Encargo e Causa Contratual*. São Paulo: Milenium, 2004.

PERELMAN, Chaïm; OLBRECHTS-TYTECA, Lucie. *Tratado da Argumentação: A Nova Retórica*. Trad. Maria Ermantina de Almeida Prado Galvão. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2020.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil, Volume II: Teoria Geral das Obrigações* - 31^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2019.

RODRIGUES JUNIOR, Otávio Luiz. *Revisão Judicial dos Contratos: Autonomia da Vontade e Teoria a Imprevisão* - 2^a ed. - São Paulo: Atlas, 2006.

ROOPPO, Enzo. *O Contrato*. Trad. Ana Coimbra & Manuel Januário Costa Gomes. Coimbra: Almedina, 2021.

SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio Contratual e Dever de Renegociar* - 2^a ed. - São Paulo: Saraiva, 2020.

SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; SIMÃO, José Fernando; MELO, Marco Aurélio Bezerra de; DELGADO, Mário. *Código Civil Comentado: Doutrina e Jurisprudência* - 2^a ed. - Rio de Janeiro: Forense, 2020.

SIMÃO, José Fernando: *Direito Civil: Contratos* - 3^a ed. - São Paulo: Atlas, 2005.

SIMÃO, José Fernando. “*O contrato nos tempos da COVID-19*”. *Esqueçam a força maior e pensem na base do negócio*. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/arquivos/2020/4/8CF00E104BC035_covid.pdf>. Acesso em 21 abr. 2023.

UOL ECONOMIA. *Ciclo de commodities já causa mais problemas do que benefícios ao Brasil, apesar de ser potência agro.* 22/09/2021. Disponível em <<https://economia.uol.com.br/noticias/rfi/2021/09/22/ciclo-de-commodities-ja-causa-mais-problemas-do-que-beneficios-brasil-apesar-de-ser-potencia-agro.htm>>. Acesso em 21 abr. 2023.

WALD, Arnaldo. *O Novo Direito Monetário: Os Planos Econômicos, os Contratos, o FGTS e a Justiça* - 2^a ed. - São Paulo: Malheiros, 2002.

ZANETTI, Andrea Cristina. *Princípio do Equilíbrio Contratual*. São Paulo: Saraiva, 2012.

VALIDADE E EFICÁCIA DA CLÁUSULA DENOMINADA PRÓ-SANDBAGGING NOS CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA SUJEITOS AO DIREITO BRASILEIRO

Maíra de Melo Vieira Temple⁴⁸⁴

Título em inglês: The validity and enforceability of the pro-sandbagging clause in M&A agreements subject to Brazilian Law

RESUMO: discute-se, neste artigo, a validade e eficácia das cláusulas denominadas *pró-sandbagging*, usuais na prática norte-americana de compra e venda de participações societárias, com o ordenamento jurídico brasileiro. A análise é feita, em particular, à luz de normas centrais ao direito brasileiro dos contratos e dos negócios jurídicos, consideradas cogentes, ainda que se esteja no campo dos direitos patrimoniais disponíveis. São elas as normas atinentes ao dolo e à boa-fé objetiva. Inicia-se a investigação pela origem, definição e tratamento da cláusula contratual em questão nos Estados Unidos. Na sequência, explora-se o panorama normativo à luz do qual essa disposição contratual deve ser examinada no Brasil. Ao final, conclui-se que essa cláusula é, em tese (ou seja, ressalvado o exame das circunstâncias do caso concreto), válida e eficaz sob o direito brasileiro.

Palavras-chave: Direito societário – Compra e venda – Participação societária – Declarações e garantias – *Sandbagging* – Dolo – Boa-fé objetiva.

⁴⁸⁴ Doutoranda em Direito Comercial, USP. Pós-graduada em Direito Empresarial, Escola Paulista da Magistratura. Master (I) em Direito dos Negócios, Université d'Aix-Marseille (bolsa do *Programme de Bourses d'Excellence Eiffel*, do Ministério das Relações Exteriores da França). Bacharel em Direito, USP. Autora de livro e de artigos publicados no Brasil e no exterior, nas áreas de Direito Societário, Arbitragem, Direito Internacional e Direito das Empresas em Crise. Há 18 (dezoito) anos em resolução de disputas, foi advogada associada de algumas das principais bancas do Brasil e do exterior na área de arbitragem, em São Paulo e Paris, e é assessora de Desembargador integrante da 2a. Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

Abstract: in this article, the author discusses the validity and effectiveness, under Brazilian Law, of the US common-practice pro-sandbagging clause in M&A agreements. The analysis is particularly undertaken in light of so-deemed mandatory key rules of Brazilian Private and Contract Law, even with regard to disposable rights, concerning willful misrepresentation and good faith. Initially, the author addresses the origins, the definition and the treatment of the pro-sandbagging clause in the United States. Further, the author examines the legal framework to which such contractual clause is subject in Brazil. Finally, the author concludes that the so-called pro-sandbagging clause is, as a rule, valid and effective under Brazilian Law, provided that the circumstances of the specific case shall always be considered.

Keywords: Corporate Law – Mergers and acquisitions – Representations and warranties – Sandbagging – Fraud – Misrepresentation – Good faith.

INTRODUÇÃO

É incontroversa a influência da prática contratual norte-americana em negócios sofisticados de compra e venda de participação societária realizados no Brasil ou envolvendo parte brasileira⁴⁸⁵.

Nessa esteira, muito se tem ouvido falar, nos últimos anos, entre os estudiosos e praticantes do direito societário no Brasil, sobre o denominado “sandbagging”, figura oriunda do direito norte-americano, em contratos dessa natureza. Questiona-se, em particular, sua compatibilidade com o direito brasileiro, à luz, essencialmente, de um lado, do princípio da autonomia da vontade, e, de outro, das normas atinentes ao dolo e à boa-fé objetiva. A questão se mostra um tanto mais complexa ao se constatar que, nos Estados Unidos, donde se

485 Sobre essa constatação: PARGENDLER, Mariana; GOUVÉA, Carlos Portugal. **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 9-10. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022.

origina o debate, a discussão permanece atual e não encontra resposta uníssona nos diferentes estados e tribunais que a enfrentaram.

O tema foi pouco tratado na literatura brasileira até o momento⁴⁸⁶, e se mostra espinhoso, também, por ter certo viés moral⁴⁸⁷, cuja

486 A pesquisa de bibliografia brasileira realizada, embora não exaustiva, revelou, especificamente sobre esse tema, até a data de fechamento deste artigo (16.07.2022), alguns poucos artigos e dissertações de mestrado, não publicadas até então: PARGENDLER, Mariana; GOUVÉA, Carlos Portugal. **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022 (também em GOUVÉA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e Aquisições.** Pareceres. São Paulo: Almedina, 2022); TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging e as falsas declarações em alienações empresariais*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik.** v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 91-103; GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “sandbagging provisions”). **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários.** n. 11. São Paulo: Almedina, p. 105-132, 2020; KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições (M&A). In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (org.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance.** v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 145-153; NISHI, Camila Otani. **A cláusula de sandbagging em contrato de alienação de participação societária: uma análise a respeito dos efeitos do conhecimento do comprador sobre a inveracidade de declarações e garantias prestadas pelo vendedor.** Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. Orientador: Prof. Manoel de Queiroz Pereira Calças. São Paulo, 2022; TONIN, Ricardo Morais. **Efeitos do conhecimento para fins de indenização em contratos de alienação de participações societárias no Brasil: uma análise da regulação contratual do sandbagging.** Dissertação de Mestrado (Profissional). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. São Paulo, 2022; OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de Oliveira. **A cláusula pro-sandbagging (conhecimento prévio) em contratos de alienação de participação acionária.** Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. Orientadora: Prof. Juliana Krueger Pela. São Paulo, 2020.

487 Gabriel Saad Kik Buschinelli noticia que, no direito francês, por exemplo, defende-se que a extensão do dever de informar, em negócios jurídicos de compra e venda de participação societária, deve ser determinada por um “elemento material, concernente à pertinência da informação”, e por um “elemento moral, consistente na circunstância de a informação relacionar-se a fato que não poderia ter sido omitido legitimamente pelo outro contratante” (**Compra e Venda de Participações Societárias de Controle.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 330). Especificamente sobre “sandbagging” na prática contratual, no sentido discutido neste artigo, Charles K. Whitehead aponta tratar-se, para muitos, de conduta “eticamente questionável” (*Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. Delaware Journal of Corporate Law.* v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1103).

interferência no direito, sobretudo em matéria de direito empresarial, e em que termos, é discutível.

Observa-se, também, que o tema é pertinente não apenas quanto a contratos regidos pelo direito brasileiro, mas pode, outrossim, ser levado ao crivo do Poder Judiciário nacional, ainda que a avença seja regida por lei estrangeira, no âmbito de contestação a pedido de homologação de sentença judicial ou arbitral estrangeira, em que se pode, ao menos em tese, invocar a exceção da ordem pública, com fulcro em normas atinentes ao dolo e à boa-fé objetiva, para obstar a homologação, caso a decisão homologanda reconheça validade e eficácia à cláusula contratual como a que aqui será discutida.

O estudo do tema é relevante, portanto, não apenas para o advogado que atua na negociação e elaboração do contrato, mas, também, para aquele que atua com solução de disputas, e para aqueles a quem incumbe decidi-las, na esfera judicial e arbitral.

Na Parte 1, aborda-se a origem, definição e o tratamento da cláusula usualmente denominada *pró-sandbagging* nos Estados Unidos. Na Parte 2, explora-se o panorama normativo à luz do qual tal disposição contratual deve ser examinada no Brasil. Conclui-se, ao final, que a cláusula em questão é, em tese (diz-se “em tese”, porque, no direito, as circunstâncias do caso concreto sempre hão de ser consideradas), válida e eficaz sob o ordenamento jurídico brasileiro.

1. ORIGEM, DEFINIÇÃO E TRATAMENTO DA CLÁUSULA DENOMINADA PRÓ-SANDBAGGING NO DIREITO NORTE-AMERICANO

A origem do termo “sandbagging” remonta aos Estados Unidos do século XIX. Gangues utilizavam meias cheias de areia (“sandbags”), aparentemente inofensivas, como armas, que poderiam causar dano substancial às vítimas. A expressão também é usada no golfe, para se referir a jogador que finge ser pior do que é, a fim de obter vantagem

sobre o competidor que o desconhece (“sandbagger”). Essa prática, no jogo, é considerada espúria, inadmissível⁴⁸⁸.

A ideia de “sandbagging” se desenvolveu, nos Estados Unidos, a partir do denominador comum a ambas essas figuras: ocultação da verdadeira posição, potencial ou intuito de alguém, a fim de obter vantagem sobre outrem. Na prática norte-americana de aquisição de participações societárias, o termo é utilizado para se referir à situação em que o comprador tem ou vem a ter ciência, por meio de sua própria diligência ou conhecimento superior, quando da assinatura ou entre a assinatura e o fechamento do contrato, de que alguma das declarações ou garantias do vendedor, na avença, não é verdadeira, mas, a despeito desse conhecimento, prossegue com a transação, e, depois do fechamento, busca indenização do vendedor por referida violação⁴⁸⁹.

Com efeito, o comprador, em paralelo à negociação de cláusulas de declarações e garantias, pode ter conduzido auditoria na sociedade em que pretende adquirir a participação societária, antes da assinatura do contrato, ou entre a assinatura e o fechamento. Pode ocorrer que o comprador, no curso da auditoria, tome conhecimento de que alguma das declarações ou garantias prestadas pelo vendedor não corresponde à realidade⁴⁹⁰. O pleito indenizatório formulado após o fechamento serviria, na prática, como um ajuste de preço pós-fechamento⁴⁹¹, embora esse ajuste esteja sujeito, em regra, a limites previstos no contrato quanto ao valor de eventual indenização.

As cláusulas que se denominam pró-*sandbagging* são aquelas que, nessa situação, favorecem o comprador, permitindo que se

488 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, 2007, p. 3.

489 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, 2007, p. 3.

490 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 353.

491 WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1085.

valha da declaração ou garantia negociada e contratada e que soube, de antemão (notadamente, no curso da auditoria pré-assinatura ou pré-fechamento⁴⁹²), não ser verdadeira, sem que tenha a obrigação de revelar essa “descoberta” ao vendedor⁴⁹³. Há, por outro lado, cláusulas contrárias ao “sandbagging”, que, nessa situação, protegem o vendedor, afastando os remédios contratuais previstos em favor do comprador em caso de violação de cláusula de declaração e garantia

492 Há quem entenda que o conhecimento do comprador prévio à assinatura do contrato, e aquele obtido entre a assinatura e o fechamento, daria ensejo a tratamento diverso, sendo o acolhimento de posterior pleito indenizatório do comprador particularmente difícil no primeiro caso (WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1083, nota 5.)

493 Exemplos concretos de cláusulas que seriam “pró-sandbagging” em benefício do comprador, em contrato de compra e venda de participação societária regido pelo direito brasileiro, podem ser encontrados em parecer elaborado por Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa, em resposta a consulta formulada por uma das partes em procedimento arbitral (**As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. p. 22-23. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022.). Tais cláusulas, transcritas no parecer, tinham a seguinte redação:

“6.1.5. Auditoria. A Compradora declara, neste ato, que realizou, por meio de seus administradores, empregados ou terceiros por ela contratados, uma auditoria contábil, financeira, administrativa, legal, regulatória, fiscal, trabalhista, operacional e ambiental das Companhias Alvo e das Subsidiárias, de maneira considerada adequada e satisfatória, de forma a permitir a celebração deste Contrato. No entanto, tal auditoria feita pela Compradora e seus representantes não terão efeito sobre (e deverão ser desconsideradas para fins de) as declarações, garantias, avenças e outras obrigações das Vendedoras, e todos os direitos da Compradora (incluindo direitos de indenização), nos termos deste Contrato.”

“6.1.7. Conhecimento. A Compradora possui conhecimento e experiência em assuntos financeiros e comerciais que lhe permitem avaliar os méritos e riscos da Operação e, sem limitar a abrangência dos termos do presente, é capaz de arcar com os riscos econômicos da Operação, tendo sido devidamente orientada por consultores financeiros e jurídicos. No entanto, o conhecimento e a experiência por parte da Compradora (e a respectiva orientação por consultores) não terão qualquer efeito sobre (e deverão ser desconsideradas para fins de) todas as declarações, garantias, avenças e outras obrigações das Vendedoras, e todos os direitos da Compradora (incluindo os direitos de indenização), nos termos deste Contrato.”

“6.1.8. Decisão da Compradora. A Compradora declara que sua decisão de celebrar o presente Contrato não se baseia em outras declarações, garantias, afirmações, orientações, documentos, previsões ou outras informações de qualquer natureza fornecidas pelas Vendedoras, pelas Companhias-Alvo, pelas Subsidiárias ou por seus representantes, exceto pelas declarações e garantias contidas neste Contrato.”

(em regra, indenização) de que já tinha conhecimento o comprador antes da assinatura ou do fechamento do contrato⁴⁹⁴.

O que se refere por “sandbagging” do comprador, então, pode ser assim resumido: “knowing of the breach, closing, and then asserting a post-closing claim”⁴⁹⁵.

Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa afirmam que “[a] bem da verdade, tal conduta é implausível em um contexto negocial sério”⁴⁹⁶. Pondera-se, porém, que várias podem ser as razões do comprador, não necessariamente imbuído de dolo ou má-fé, para, nessa hipótese, em vez de ser forçado a escolher entre tentar uma renegociação do preço ou desistir do negócio, seguir com a transação e, posteriormente, pleitear indenização, com base nas declarações e garantias negociadas e contratadas⁴⁹⁷. Questiona-se, inclusive, nos Estados Unidos, a própria denominação do comprador, na hipótese tratada, de “sandbagger”, cujo cunho negativo é indiscutível⁴⁹⁸:

Sandbagging in the M&A world is the claimed existence of knowledge on the part of the buyer of an existing breach by the seller of one or more of the bargained for representations and warranties, prior to date the buyer completes its purchase. But

⁴⁹⁴ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 353.

⁴⁹⁵ WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. *Delaware Journal of Corporate Law*. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1081.

⁴⁹⁶ **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 26. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022. Em que pese essa ponderação, o debate, sobretudo jurisprudencial, existente a respeito da matéria, especialmente nos Estados Unidos, sugere que não se trata de situação inexistente, ou quase, na prática negocial.

⁴⁹⁷ Nesse sentido: WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? *The M&A Lawyer*. v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 3.

⁴⁹⁸ WEST, Glenn D. **A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?** Out./2018. p. 3. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022.

does a buyer with such purported knowledge in such a context really deserve to be assigned such a harsh moniker as ‘sandbagger’? In most cases the answer is decidedly no.

Isso não significa que a boa-fé objetiva, no direito contratual norte-americano, tenha papel meramente marginal e/ou de muito menor relevância do que tem em ordenamentos de “civil law”, em razão da importância que se reconhece à autonomia privada, como parece ser o senso comum.

O exame da jurisprudência norte-americana em matérias associadas a contratos de compra e venda de participação societária aponta que a boa-fé e deveres a ela atrelados podem ter papel importante e, quiçá, determinante, na solução de litígios entre comprador e vendedor. O que se observa, nesse exame, não é uma negação da boa-fé como elemento importante nas relações contratuais, mas formulações mais específicas ou sofisticadas, que podem ser consideradas mais restritivas, quanto ao escopo desses deveres em determinadas situações concretas, inclusive considerando o que foi ou poderia ter sido e não foi negociado e pactuado expressamente entre as partes na avença⁴⁹⁹. Ademais, também naquele país, em regra, não se reconhece eficácia a cláusulas contratuais que afastem ou limitem os remédios jurídicos cabíveis em casos de “fraud” e “negligent misrepresentation”, que seriam figuras análogas ao dolo antecedente ou contemporâneo à formação o contrato⁵⁰⁰.

499 Nesse sentido, veja-se, por exemplo, o exame de decisões envolvendo os denominados “implied duty of good faith and fair dealing” e “implied obligation to use reasonable efforts” em matéria de *earn-out*, em: CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. *Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments*. In: **M&A Journal**, v. 10, n. 10, p. 4-7 (reimpressão). Disponível em: https://www.mayerbrown.com/Files/Publication/5b829276-5f8b-4a5a-ad5f-a492e73d6574/Presentation/PublicationAttachment/a5e9717d-c9d1-4c00-be87-828ef83e4776/Earn-outs_MA.pdf. Último acesso em 09.07.2022.

500 MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 8/15. Na mesma linha, Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouveia observam que, “[n]o

A discussão sobre “sandbagging”, nos Estados Unidos, também perpassa esses elementos.

Nos casos baseados em responsabilidade extracontratual por fraude envolvendo omissão informacional ou fornecimento de informação inverídica ou inexata (“tort claim for fraud based on an intentional or reckless misrepresentation of fact”), exige-se que o comprador tenha confiado na informação garantida (“reliance”)⁵⁰¹, o que implicaria não ter conhecimento da violação antes do fechamento do contrato⁵⁰². Não há consenso, porém, na jurisprudência norte-americana, quanto à necessidade desse elemento para o acolhimento de pleito indenizatório fundado em violação de uma declaração ou garantia expressa no contrato⁵⁰³.

A doutrina norte-americana relata que as cortes de alguns estados aplicam, nessa hipótese, a mesma regra da responsabilidade extracontratual antes referida (exigência de “reliance”), ao passo que, em outros estados, exige-se tão somente a demonstração de que a violação à declaração ou garantia contratualmente pactuada existiu. Outros, ainda, embora examinem a questão sob a ótica contratual, consideram haver renúncia do comprador ao pleito indenizatório fundado em violação de declaração ou garantia do vendedor que já conhecia antes da assinatura ou do fechamento, salvo se tiver

common law, utilizam-se os institutos do *mistake*, *misrepresentation* e *fraud* para retirar a validade de negócios jurídicos fundados em premissas falsas que afetem a higidez da declaração de vontade, bem como para fins indenizatórios. Já a tradição continental lida com a mesma questão por meio dos institutos do erro (Código Civil, Art. 138 *et seq.*) e do dolo (Código Civil, Art. 145 *et seq.*)⁵⁰⁴. (As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. Ago./2020. p. 15. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022.)

501 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 4.

502 PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. Ago./2020. p. 23-24. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022.

503 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 4.

especificamente ressalvado, antes do fechamento, seu direito de buscar indenização.⁵⁰⁴

Observa-se, não obstante, que, mesmo nos estados em que o elemento de “reliance” é exigido como fundamento da pretensão calcada na violação de declaração ou garantia contratual expressa, uma cláusula usualmente considerada pró-sandbagging (também denominada “anti-anti-sandbagging” ou de “knowledge savings”) bem escrita pode ser efetiva⁵⁰⁵. Em outras palavras, qualquer que seja o entendimento das cortes locais quanto à regra geral, aplicável no silêncio das partes, denominada “default rule” (a “tradicional”, em que se exige “reliance”, ou a “moderna”, mais recente, que independe do conhecimento do comprador quando do fechamento), as partes podem contratar diversamente, de modo a afastá-la⁵⁰⁶.

Trata-se, portanto, nos Estados Unidos, segundo apontado na doutrina daquele país, de matéria sobre a qual as partes podem dispor; e, com grande frequência, efetivamente dispõem. Uma pesquisa realizada nos Estados Unidos apontou que, entre as transações tornadas públicas, entre julho de 2007 e junho de 2011, aproximadamente 45-55% dos contratos continham uma cláusula dessa natureza, ao passo que aproximadamente 40-50% eram silentes

504 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 5.

505 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 7, nota 16.

506 WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1084-1085. Anota-se que, no entendimento desse autor, baseado nessa premissa, uma regra geral anti-sandbagging, aplicável no silêncio das partes, seria mais eficiente, pois nem todos os compradores arcariam com os custos de negociar cláusula desta natureza, mas somente aqueles a quem ela efetivamente interessa, ao passo que seria mais fácil ao vendedor identificar o comprador que seria um “sandbagger” em potencial e que, portanto, demanda maior cautela quanto às declarações e garantias. Ademais, uma regra geral anti-sandbagging também seria mais eficiente nos casos em que o silêncio contratual refletiria uma concessão mútua, pois, sem essa, o comprador ganharia espaço para negociar outras (p. 1102-1106).

a respeito, independentemente da regra geral prevalecente nas diferentes jurisdições, consideradas pró ou anti-*sandbagging*⁵⁰⁷.

Considerando o uso amplamente disseminado do modelo contratual norte-americano em operações de compra e venda de participação societária envolvendo partes brasileiras e, até mesmo, em transações domésticas entre partes sofisticadas, cujos contratos são regidos pelo direito brasileiro ou, ainda que regidos por direito estrangeiro, devam produzir efeitos no Brasil, mostra-se útil e relevante examinar a compatibilidade desse tipo de cláusula contratual com nosso ordenamento jurídico, notadamente à luz de normas geralmente consideradas cogentes e de ordem pública.

2. A CLÁUSULA PRÓ-SANDBAGGING NO DIREITO BRASILEIRO: ANÁLISE DE COMPATIBILIDADE

Ainda na vigência do Código Civil de 1916, firmou-se, paulatinamente, o entendimento de que, a despeito de expressa imposição legal, ou de não integrar, de forma específica, a natureza de determinado contrato (como ocorreria, por exemplo, no contrato de seguro), existiria um dever de informar recíproco, “como consequência da lealdade contratual acerca dos pontos relevantes para a formação de um hígido consentimento”. A questão sobre “o que se deve falar”, porém, seria dificultosa e fortemente ligada às circunstâncias do caso concreto⁵⁰⁸.

No âmbito do Código Civil de 2002, segundo Giovana Benetti⁵⁰⁹, haveria um dever legal de informar, derivado do art. 147, que não se confundiria com o dever de informar da fase pré-contratual, derivado da boa-fé objetiva, em relação a elementos, fontes e consequências.

⁵⁰⁷ WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. *Delaware Journal of Corporate Law*. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1100.

⁵⁰⁸ MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 5-6/15.

⁵⁰⁹ **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações.** São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 176-177.

A falta da informação devida poderia ensejar, porém, tanto omissão dolosa, quanto violação culposa ao dever de informar pré-contratual. Tratar-se-ia de incidências diferentes, mas não conflitantes. A invocação de uma ou outra teria como consequência o cabimento ou não da invocação do regime de anulabilidade atinente exclusivamente ao dolo (essencial), e não apenas de pretensão indenizatória.

Foge ao escopo desse artigo explorar as minúcias dessa diferenciação. O relevante, aqui, é identificar que o exame da compatibilidade ou não da cláusula denominada *pró-sandbagging* com o direito brasileiro deve ser realizado sob a ótica de ambas as figuras: dever de agir conforme a boa-fé objetiva, positivado no art. 422 do Código Civil, e ilicitude da omissão dolosa⁵¹⁰, prevista no art. 147 do Código Civil (que envolveria tanto a má-fé, em contraposição à boa-fé subjetiva, quanto a violação de diretrizes impostas pela boa-fé objetiva⁵¹¹).

No que tange às normas relativas ao dolo, Giovanna Benetti afirma não lhe parecer, à luz do direito brasileiro, que “a pactuação de declarações e garantias leve ao prévio afastamento da disciplina do dolo”. Seu entendimento estaria baseado na premissa de que essas cláusulas “servem para reduzir a assimetria informativa e reforçar a assunção de responsabilidade pelas informações prestadas”⁵¹². No que tange ao tema deste artigo, destaca-se essa última função e indaga-se: não seria precisamente este um dos fundamentos que tornaria admissível a cláusula *pró-sandbagging* para proteger a pretensão indenizatória do comprador a despeito de eventual conhecimento discrepante de cláusula de declaração e garantia que venha a obter durante a “due diligence”?

510 “O dolo, [...], além de ‘vício do consentimento’, configura ato ilícito” (AZEVEDO, Antonio Junqueira de. **Novos estudos e pareceres de direito privado**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 97).

511 BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 178.

512 **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 147.

Como ensina Judith Martins-Costa, o dolo omissivo pressupõe silêncio intencional sobre fato ou circunstância que, de acordo com as regras da boa-fé no direito privado, deveria ter sido informada ou comunicada; ou seja, pressupõe violação dolosa de um dever de informar⁵¹³.

No que tange ao dever de informar derivado da boa-fé objetiva, Antonio Junqueira de Azevedo ensinava que a “exigência maior ou menor de boa-fé” varia conforme o tipo de contrato. Seria maior nos contratos por ele denominados de “contratos existenciais”, associados à subsistência da pessoa humana, como os contratos de consumo, trabalho, locação residencial e compra da casa própria), e menor nos “contratos empresariais ou profissionais”, embora, entre estes, devam-se distinguir entre os relacionais, em que a boa-fé deve ser mais intensa, e os não-relacionais⁵¹⁴.

Ainda que se assuma que a norma do art. 422 do Código Civil é de ordem pública e, portanto, inderrogável pela vontade das partes⁵¹⁵, e atentando-se às regras hermenêuticas dos arts. 112 e 113, *caput* e § 1º, III, pode-se admitir, a partir da lição de Junqueira de Azevedo, que, no âmbito dos contratos empresariais, o dever de informar derivado da boa-fé objetiva e subjacente ao art. 147 do Código Civil comporta variações de escopo e intensidade, de acordo com o contrato de que trate e, na mesma linha, com o que for negociado e inequivocamente nele pactuado entre as partes.

Nesse diapasão, se o suposto dever de informar do comprador, quanto a eventuais constatações de auditoria contrárias às declarações e garantias prestadas pelo vendedor, é contratualmente modulado ou dispensado pelas partes, expressa ou implícita, mas inequivocamente,

513 Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 4/15.

514 **Novos estudos e pareceres de direito privado**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 99-101.

515 Como defende, por exemplo, Judith Martins-Costa (Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 8/15).

não parece correto afirmar haver ofensa à boa-fé objetiva, nem dolo por omissão do comprador. Isso porque, na hipótese, não haveria dever de informar, nem estaria preenchido um dos pressupostos ou elementos essenciais do dolo, i.e., silêncio intencional sobre algo que deveria ter sido informado.

A cláusula pró-*sandbagging* não seria, nesta senda, uma espécie de cláusula de imunidade, limitação ou exoneração de responsabilidade do comprador que agira dolosamente, ao silenciar sobre achados de auditoria e valer-se, posteriormente, do remédio contratualmente previsto para a violação da cláusula de declaração e garantia⁵¹⁶. Ela excluiria a própria existência do dolo nessa hipótese, e teria, portanto, o condão de afastar as regras legais atinentes a esta figura. Do mesmo modo, tratar-se-ia de delimitação consensual do escopo e intensidade do dever de informar atrelado à boa-fé objetiva no caso concreto. Ou, para usar qualificação invocada por Judith Martins-Costa, espécie de “lícita e consentida ressalva de informações pontuais”, distinta da violação culposa de deveres informativos pré-contratuais e do estratagema enganoso⁵¹⁷.

Ademais, é reconhecida, em doutrina, para a investigação do grau assumido pelo dever de informar e pelo dever ou ônus de autoinformação, a necessidade de avaliar a posição de cada uma das partes em relação à possibilidade de buscar informações determinantes para o regulamento de interesses do negócio, à luz das circunstâncias

516 Ainda de acordo com Judith Martins-Costa, “[n]ão beneficia o autor do dolo a inserção, no contrato, de cláusulas visando limitar a responsabilidade ou restringir os remédios jurídicos disponíveis à parte lesada em razão do dolo antecedente ou contemporâneo à formação do contrato” (Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 8/15).

517 Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 7/15.

do caso concreto⁵¹⁸. Nesse sentido, Judith Martins-Costa⁵¹⁹, referência no tema da boa-fé objetiva no Brasil, ensina, colacionando doutrina espanhola, que

[n]ão há, em linha de princípio, o dever de informar concernente a elementos notórios e a dados que o lesado conhecia **ou devia razoavelmente conhecer**, por exemplo, em razão de sua profissão ou pelo ambiente econômico-social em que age. A exigência de uma conduta segundo a boa-fé “supõe que cada parte deva informar a outra sobre os dados que aquele ignora **e não está em condições de conhecer por si mesma**”.

[...]

[S]e o lesado puder ter acesso, razoavelmente, à informação, não há, para a contraparte, o dever de informar: a inércia própria não desloca a responsabilidade para a esfera alheia. [...] A possibilidade de obter a informação é apreciada à luz das particulares circunstâncias do caso. (Grifou-se.)

A mesma autora, desta feita tratando do dolo informativo, destaca que não há direito subjetivo absoluto à informação, nem “direito ilimitado e incondicionado à verdade”, “mormente nas relações entre comerciantes”. E aponta que o resguardo dos próprios interesses é verdadeiro dever ou ônus jurídico (“dever geral de diligência para com os próprios interesses, que a todos incumbe”⁵²⁰); elemento central na delimitação do escopo do dever de informar, em contraposição ao dever de se informar e ao ônus jurídico de autoinformação. Assim, a informação pode não ser devida – em outras palavras, não haveria

518 Assim ensina o italiano Giuseppe Grisi, citado por Giovana Benetti, em: **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 191.

519 **A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 592-593.

520 MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 591.

dever de informar – se o comprador já a conhece ou se ela é acessível – e, portanto, ele poderia conhecê-la – mediante atuação diligente para com os próprios interesses⁵²¹.

A mesma lógica parece aplicável na direção oposta, especialmente considerando que, em regra, é o vendedor quem está em melhor posição de conhecer todos os pormenores da empresa⁵²² (não se está aqui considerando a situação particular de “management buy-out”⁵²³).

A negociação de uma cláusula pró-sandbagging pode ter como premissa essa circunstância, e como objetivo, a ela associado, reforçar a responsabilidade do vendedor por bem conhecer e garantir o que está alienando, independentemente do que venha a apreender o comprador durante a auditoria. Haveria, em tal cláusula, para ambas as partes, incentivo e legitimação para o resguardo dos próprios interesses. Este objetivo não parece ser ilegal, nem mesmo imoral,

521 MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 3-4/15.

522 Como observa, também, Judith Martins-Costa, “nas operações de fusões e aquisições societárias, nem o mais diligente dos procedimentos de “due diligence” permitirão (sic) que o comprador, em um curto espaço de tempo, saiba mais sobre a empresa do que os seus administradores e controladores de longa data” (**A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 593, nota 118). No mesmo sentido, Giovana Benetti, segundo a qual os contratos de compra e venda de participação societária têm, como peculiaridade, o fato de que, “por mais completa que a auditoria seja, o comprador não alcançará conhecimento sobre a sociedade em nível equivalente ao do vendedor, que estava à frente dos negócios” (**Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 298-299).

523 A respeito, bem esclarece Gabriel Saad Kik Buschinelli: “[h]á, por fim, possibilidade específica que se reconhece no âmbito da compra e venda de participações societárias e que consiste em uma peculiar inversão do dever de informar, que passa a incumbrir ao comprador em benefício o vendedor. Trata-se da situação de aquisição de controle pela administração (*management buy-out*), hipótese em que a disciplina de deveres societários de lealdade impostos à administração propicia conformação específica ao dever de informar do vendedor” (**Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 325). Isso se deve ao fato de que, diversamente de um comprador estranho à sociedade, o administrador, em regra, detém ainda mais informações e conhecimento sobre a empresa do que o sócio que não ocupa cargo de administração. Como consequência, nessa hipótese, o comprador estaria em melhor posição informacional do que o vendedor.

se negociado e pactuado entre partes com paridade de forças, cientes da assimetria informacional quase sempre inerente a esse tipo de negócio, e mesmo em cenários de parcial simetria informacional. Tratar-se-ia de alocação consensual de riscos do negócio, tendo por objeto direitos patrimoniais disponíveis, que já encontrava amparo nos princípios da autonomia da vontade e da liberdade de contratar, e, hoje, encontra, ainda, suporte normativo-dogmático expresso no art. 421-A, II, do Código Civil.

Nesse sentido, as considerações de Glenn D. West e Kim M. Shah⁵²⁴, embora voltadas ao contexto transacional norte-americano, parecem perfeitamente aplicáveis à luz do ordenamento jurídico brasileiro:

[T]he seller almost always seeks to assure that the buyer has agreed to a 'non-reliance' provision pursuant to which the buyer is (hopefully) precluded from asserting claims based on breaches of representations and warranties made outside the written contract. The seller also seeks, pursuant to an 'exclusive remedies' clause, to make the seller's liability for any breaches of representations and warranties that are made in the written contract subject to specific, limited and contractual (as opposed to tort-based) remedies. These are all considered appropriate allocations of risk between the buyer and seller. When a buyer seeks to avoid subjecting itself to tort-like concepts that might deprive the buyer of the benefit of the exclusive and limited indemnification obligations it bargained for from the seller based on what the buyer knew, discovered or might be deemed to have known or discovered outside the four corners of the agreement, why should that be viewed differently. A buyer's refusal to agree to an 'anti-sandbagging' clause and its insistence on the inclusion of a 'knowledge

524 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, 2007, p. 4, 7.

savings' or 'anti-anti-sandbagging' clause is to the buyer what the seller's insistence on the inclusion of a non-reliance clause' is to the seller.

[...]

Both parties should be entitled to the benefit of the rights they bargained for in the agreement, and having bargained for those specific rights, neither party should thereafter be able to claim it was sandbagged.

Na dinâmica da relação contratual entre as partes, essa pactuação pode ter, ainda, outra função, que não parece se enquadrar nos rótulos pejorativos de “direito subjetivo à mentira contratual”⁵²⁵ ou de “licença para mentir”⁵²⁶.

Assim como as cláusulas de representação e garantia podem facilitar a prova do caráter determinante de determinados elementos para o negócio⁵²⁷, uma cláusula pró-sandbagging, negociada e precificada pelas partes, pode servir para dispensar ou contornar a dificuldade de provar que o comprador tomou conhecimento de determinado fato ou informação na auditoria e o omitiu e/ou prevenir litígios a respeito. A cláusula pró-sandbagging tornaria mais objetivo

525 Expressão utilizada por Judith Martins-Costa, para quem é incontroverso que tal direito não existe (Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 7/15).

526 Essa expressão é utilizada por Mariana Guerra Sabadin, que assim a define, no contexto de sua investigação: “investigar se as partes de negócios jurídicos empresariais celebrados à luz do ordenamento jurídico brasileiro podem evocar a autonomia privada para, por meio da inserção no contrato de mecanismos importados da *common law* – como as declarações e garantias, as regras de indenização e limitação de responsabilidades (frequentemente acompanhadas de disposição de remédio exclusivo), as cláusulas de entendimento integral e os dispositivos de *disclaimer of reliance* –, estabelecer limites à responsabilidade extracontratual por dolo prevista no Código Civil e, assim, criar contratualmente verdadeira licença para mentir” (**Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. São Paulo: 2015.)

527 Como se reconheceria no direito francês, segundo relata Giovana Benetti, com base em doutrina de Marie Caffin-Moi (**Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 149 e nota 553).

o exame da violação contratual e o cabimento do remédio contratual ou legal respectivo, o que pode ser positivo para ambas as partes, considerando os altos custos, diretos e indiretos, de um litígio.

Essa ideia, aplicada à cláusula pró-sandbagging, parece compatível com aquela de que as declarações e garantias são, em regra, elementos considerados para a precificação do negócio, ao menor custo possível para partes (sem prejuízo de algumas delas constituírem, também, elementos essenciais da formação da própria vontade de contratar e da conformação do contrato)⁵²⁸.

Nessa linha, como decidido, por maioria, pela Corte de Nova Iorque, em um caso, o que importaria, do ponto de vista jurídico, na hipótese, não seria a confiança do comprador de que a declaração ou garantia prestada pelo vendedor é verdadeira, mas o fato de ter adquirido a declaração ou garantia do vendedor sobre seu objeto⁵²⁹. No caso da cláusula pró-sandbagging, isso decorreria da alocação de riscos voluntariamente negociada e pactuada pelas partes no contrato.

Para Gabriel Saad Kik Buschinelli, em linha com o que se defendeu supra, admite-se, no direito brasileiro, que haja negociação

528 Nesse sentido, Ronald Gilson, citado por Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa, refere a “uma visão das declarações e garantias como meio de produzir a informação necessária à precificação da transação ao menor custo” (“a view of representations and warranties as a means of producing the information necessary to pricing the transaction at the lower cost”). In: **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 21-22, nota 38. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022. Outrossim, Charles K. Whitehead assevera que as garantias são meios pelos quais o vendedor pode fornecer informação a um custo mais baixo, o que serve como um substituto eficiente, em termos de custo, para a *due diligence* do comprador, e leva a um preço de aquisição mais alto (Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law.** v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1104). Também destacando o papel das declarações e garantias expressamente pactuadas na precificação do negócio, Glenn D. West e Kim M. Shah apontam que as declarações e garantias negociadas (“bargained for”), assim como os limites indenizatórios pactuados em caso de violação, foram considerados no preço que o comprador se dispôs a pagar (Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer.** v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 6).

529 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 354. O caso citado é CBS Inc. v. Ziff Davis Publishing Co. et al., 75 NY 2nd 496 (N.Y. 1990).

entre as partes sobre a amplitude do dever de informar. Não poderia o comprador alegar violação desse dever, quando tenha aceitado que fosse limitado⁵³⁰.

Em relação paritária, o mesmo deveria valer na direção oposta. Não obstante, o mesmo autor, no esteio de decisão judicial espanhola e do entendimento de doutrinador italiano, defende que, no direito brasileiro, a posição que parece mais adequada seria aquela segundo a qual

uma vez que se constate que o comprador conhecia a deformidade em relação ao quanto foi prometido pelo vendedor em cláusula de declaração e garantia, deve-se, a princípio, interpretar o contrato e, especificamente, a cláusula de garantia como não abrangendo uma situação conhecida pelo comprador e que poderia ser por ele utilizada para negociar eventual redução do preço⁵³¹.

Salvo melhor juízo, esse entendimento não parece considerar a hipótese de existir, no contrato, cláusula expressa que resguarde o direito do comprador de acionar os remédios contratuais em caso de declaração e garantia que não se mostre verdadeira, a despeito de qualquer conhecimento que o comprador porventura tenha obtido, ao realizar auditoria ou de outro modo, antes ou depois da assinatura do contrato (na segunda hipótese, antes do fechamento)⁵³², nem parece

530 **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 342.

531 **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 355.

532 Como é recomendável, a fim de que a vontade expressamente declarada reflita o que foi pactuado, em prol da certeza e da previsibilidade. Nesse sentido, mesmo nos Estados Unidos, diante das controvérsias sobre o tema lá existentes, Charles K. Whitehead pondera que “[b]uyers who particularly value a sandbagging right may develop standard solutions, relying on the certainty of express contractual language rather than the default rule” (*Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. Delaware Journal of Corporate Law.* v. 36, 2011, p. 1081; também, p. 1088). Também recomendando a adoção expressa de tal cláusula, ante a incerteza que o silêncio

enfrentar a legalidade, sob o direito brasileiro, de cláusula contratual com esse teor.

Essa análise, mais pormenorizada, foi feita por Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa, em parecer jurídico supra referido⁵³³.

Defendem esses autores que, ainda que se admita a validade, no direito brasileiro, em respeito à autonomia da vontade, de cláusula contratual que busca desconsiderar o conhecimento da compradora para fins indenizatórios (“sandbagging”), esta teria eficácia restrita a violações de “verdadeiras garantias contratuais de natureza objetiva (*warranties*)”. Não contemplaria, portanto, meras declarações (“representations”), que se refeririam a fatos passados ou presentes (os “principais pressupostos de fato com relação à empresa cujo controle é alienado”), em contraposição às garantias, que consistiriam em “afirmação de um fato ou [...] promessa feita pelo vendedor com relação ao bem objeto da negociação, assegurando que tal bem estaria de acordo com a afirmação ou promessa”, a qual pode se referir a eventos futuros⁵³⁴.

contratual a respeito pode gerar, em caso de litígio, a depender da jurisdição: WEST, Glenn D. **A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?** Out./2018. p. 4-5. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022. E, do mesmo autor, recomendando, adicionalmente, a rejeição, pelo comprador, da inclusão, no contrato, de cláusula “anti-sandbagging”: WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 6.

533 Vide, supra, nota 1.

534 **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 12-13, 26-27. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022. As declarações tutelariam um interesse negativo (“[a] indenização, se cabível, seria quantificada de forma a colocar a parte lesada na posição em que estaria se a declaração falsa não tivesse existido”), ao passo que as garantias tutelariam um interesse positivo (“eventual indenização deve buscar colocar a parte lesada na situação em que estaria se a qualidade garantida fosse verdadeira”) (p. 12, 17).

A diferença central entre ambas seria a dispensa, ou não, da perquirição de elemento subjetivo – estado psíquico, conhecimento ou culpa do declarante ou garante⁵³⁵:

[U]ma diferença central é que a garantia elimina a discussão acerca do elemento subjetivo (estado psíquico, conhecimento ou culpa) de quem faz a afirmação. No caso de mera declaração, para obter um remédio jurídico, é necessário provar que (i) o declarante sabia (ou, no mínimo, deveria saber, em caso de *negligent misrepresentation*) que a declaração era falsa ou deliberadamente induziu a outra parte a agir com base em um erro sobre os fatos e (ii) que o destinatário confiou na informação falsa (elemento de *reliance*). Daí decorre que, sempre que a declaração estiver condicionada à averiguação do estado subjetivo do declarante, estar-se-á diante de simples declaração, e não de verdadeira obrigação de garantia.

Ainda segundo Pargendler e Gouvêa, a cláusula que busca desconsiderar o conhecimento da compradora para fins indenizatórios tampouco poderia ser utilizada, pelo comprador, como uma “carta na manga”, ocultada da contraparte, a ser invocada apenas após o fechamento, a despeito do conhecimento anterior sobre a inexatidão ou inveracidade da garantia prestada, a fim de pleitear indenização. Isso porque, segundo entendem, isso afrontaria a boa-fé objetiva, que teria maior proeminência nos ordenamentos de “civil law”. Esse

535 As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. Ago./2020. p. 17. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022. Para os autores, no direito brasileiro, a diferença entre as declarações e as garantias em um contrato de compra e venda de participações societárias seria ainda mais evidente: “[e]n quanto eventuais declarações no âmbito de um contrato têm função conformadora da vontade negocial, a garantia contratual configura, no jargão civilístico, verdadeira obrigação de garantia – obrigação essa que, mais forte e protetiva do que as obrigações de meio e de resultado que preponderam na tradição romanista, depende para o seu surgimento de determinação legal ou expressa pactuação pelas partes” (p. 18).

também seria o entendimento prevalecente, por exemplo, nas cortes de Nova Iorque, que, entre as norte-americanas, estaria, ao lado de Delaware, entre as jurisdições mais favoráveis ao “sandbagging”⁵³⁶.

Há que se considerar, contudo, que, como observam esses mesmos autores, mesmo nos Estados Unidos, onde as cláusulas de declarações e garantias têm seu berço, muitos advogados usam esses termos como sinônimos (ainda que equivocadamente), e que, no Brasil, há confusão quanto à natureza jurídica dessas cláusulas⁵³⁷. Nos Estados Unidos, há, inclusive, quem defende que a distinção entre “representations” e “warranties” nos contratos já não existe, se é que um dia existiu⁵³⁸.

Em suma, a distinção técnica que fazem Pargendler e Gouvêa entre o que seria declaração e o que seria garantia, inclusive para fim de eventual cláusula pró-*sandbagging* prevista no contrato, pode não corresponder a algo que foi efetivamente pensado e negociado entre as partes, e, portanto, à real intenção delas, ao pactuar a cláusula em questão.

A real intenção das partes, como já aventado supra, é critério hermenêutico central no direito brasileiro, como prevê o art. 112 do Código Civil, que não deve ser desconsiderado. A intenção das partes, ao negociar e pactuar as cláusulas de declarações e garantias, bem como cláusula que prevê a irrelevância de eventual conhecimento do comprador quanto à inexatidão ou inveracidade de qualquer delas para fins indenizatórios, pode ter sido, precisamente, tornar objetiva a responsabilidade do vendedor – e, portanto, sua apuração – em relação ao conteúdo de todas elas. Nesse sentido, segundo o pactuado, todas consubstanciam uma garantia de veracidade do vendedor, e

⁵³⁶ **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 24-26, 40. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022.

⁵³⁷ **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 10-12. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022.

⁵³⁸ WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer.** v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 5.

ensejariam a responsabilidade dele, independentemente de elemento subjetivo, em caso de não correspondência com a realidade⁵³⁹.

A ideia de “carta na manga”, em afronta à boa-fé objetiva, a seu turno, parece não considerar que a cláusula pró-sandbagging pode ter sido negociada e expressamente avençada entre partes com paridade de forças, à vista de funções legítimas que essa cláusula pode exercer na dinâmica contratual, acima aventadas. O precedente novaiorquino colacionado por Pargendler e Gouvêa para defender aquela ideia parece, no próprio excerto citado, ressalvar a possibilidade de expressa pactuação em sentido diverso, em benefício do comprador⁵⁴⁰:

Where a buyer closes on a contract in the full knowledge and acceptance of facts disclosed by the seller which would constitute a breach of warranty under the terms of the contract, the buyer should be foreclosed from later asserting the breach. In that situation, **unless the buyer expressly preserves his rights under the warranties (...), we think the buyer has waived the breach.** (Grifos nossos.)

Se tal ressalva foi feita, expressa e inequivocamente, no próprio contrato, não teria havido renúncia, notadamente sob a ótica do direito

539 Essa parece ser, também, a observação feita por James C. Freund, em lição colacionada por Pargendler e Gouvêa: “usualmente, o comprador está simplesmente buscando uma garantia, e se torna indiferente se o vendedor realmente tem ou não o necessário conhecimento”. Cabível, porém, mesmo em cenário em que as partes não teriam contemplado distinção entre as declarações e as garantias, a ressalva feita por Pargendler e Gouvêa quanto à inserção, em alguma ou algumas dessas cláusulas, da qualificadora de “melhor conhecimento do vendedor”. Esta torna imprescindível a prova, a ser feita pelo comprador, de elemento subjetivo para a responsabilização do vendedor, i.e., de que ele tinha conhecimento e consciência da inveracidade ou inexatidão da declaração quando a exarou. (**As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 19-20, 27, e nota 31. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022.)

540 O caso citado é *Gusmao v. GMT Group, Inc.*, 2008 WL 2980039 (S.D.N.Y. Aug. 1, 2008), que cita, a seu turno, *Galli v. Metz*, 973 F.2d 145 (2d Cir. 1992).

brasileiro, em que essa figura se sujeita a interpretação estrita (art. 114 do Código Civil).

Pargendler e Gouvêa também reportam decisão da Suprema Corte de Delaware, de 2018, na qual o Relator, em voto vencedor, teria observado ainda não haver decisão sobre se o acolhimento do pleito indenizatório do comprador por violação de garantia contratualmente pactuada dependeria da confiança do comprador de que ela era verdadeira⁵⁴¹.

A observação feita sugere, entretanto, que, também naquela jurisdição, pode-se considerar válida e eficaz cláusula contratual que resguarda os direitos do comprador na hipótese, independentemente do que o comprador sabia antes do fechamento. É o que também observa Glenn D. West, que entende ser tal cláusula plenamente justificada e, ante a incerteza que referida observação pode gerar, para alguns, quanto à linha a ser seguida pelas cortes de Delaware em caso de silêncio contratual, reitera anterior sugestão de redação para ela⁵⁴²:

No Waiver of Contractual Representations and Warranties – Seller has agreed that Buyer's rights to indemnification for the express representations and warranties set forth herein are part of the basis of

541 As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. Ago./2020. p. 24, notas 46 e 47. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022. A decisão citada é do caso Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell, No. 399, 2017 (Del. Supr., May 24, 2018), e este, o teor da observação referida: “We acknowledge the debate over whether a party can recover on a breach of warranty claim where the parties know that, at signing, certain of them were not true. Campbell argues that reliance is required, but we have not yet resolved this interesting question. (...) We need not decide this interesting issue because such claims are not before the court”.

542 A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again? Out./2018. p. 4-5. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022. Referida redação, que o autor denomina de cláusula “anti-anti-sandbagging” ou “knowledge savings”, havia sido sugerida, anteriormente, pelo mesmo autor, em: WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer.** v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 5.

the bargain contemplated by this Agreement; and Buyer's rights to indemnification shall not be affected or waived by virtue of (and Buyer shall be deemed to have relied upon the express representations and warranties set forth herein notwithstanding) any knowledge on the part of the Buyer of any untruth of any such representation or warranty of Seller expressly set forth in this Agreement, regardless of whether such knowledge was obtained through Buyer's own investigation or through disclosure by Seller or another person, and regardless of whether such knowledge was obtained before or after the execution and delivery of this Agreement.

Sem prejuízo da pactuação de cláusula com essa redação, West e Shah destacam a importância, também, da escolha da lei de regência do contrato, considerando os questionamentos que podem surgir quanto à sua validade e eficácia⁵⁴³.

Ante o exposto ao longo deste trabalho, cláusula contratual com esse teor, que seria, de acordo com a terminologia usualmente adotada na matéria, considerada pró-sandbagging, parece-nos, em tese, compatível, seja no plano da validade, seja no da eficácia, com o direito brasileiro, inclusive à luz das regras atinentes ao dolo e à boa-fé

543 WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, Jan. 2007, p. 6. Charles K. Whitehead entende que a adoção de formas contratuais padronizadas pode aumentar a segurança, qualquer que seja a lei de regência. Mas parte da premissa de que a regra geral, aplicável no silêncio das partes, é dispositiva (Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1089-1090 e nota 33). A adoção de cláusulas padronizadas não será fonte de maior segurança jurídica para as partes se a cláusula em questão for considerada ofensiva a norma cogente (de ordem pública) do ordenamento jurídico que rege o contrato. Whitehead também observa que a escolha da lei aplicável seria mais usualmente influenciada por considerações relacionadas a indenização, efetividade de restrições à concorrência e outras não diretamente relacionadas ao "sandbagging" (p. 1090, nota 34). A questão associada ao "sandbagging", tal como posta e debatida, está, porém, diretamente relacionada a eventual direito do comprador a indenização, após a conclusão da transação (pós-fechamento). O destaque de West e Shah quanto à importância da escolha da lei aplicável à avença se mostra, portanto, justificado.

objetiva, sem prejuízo do sempre necessário exame do caso concreto. Posicionamo-nos, assim, na boa companhia de Marcelo Trindade, para quem “[a]mbas as cláusulas, pro e anti-sandbagging, são [...] válidas, de maneira geral, à luz do direito brasileiro, lidando apenas com direitos disponíveis”⁵⁴⁴.

CONSIDERAÇÕES CONCLUSIVAS

Embora breve e longe de ser exauriente, pretende-se, com este artigo, contribuir com a discussão sobre o tema tratado sob a ótica do direito brasileiro, visando à maior segurança jurídica nos negócios de compra e venda de participação societária regidos pela lei brasileira ou que devam produzir efeitos no Brasil. Espera-se, ainda que modestamente, ter logrado esse objetivo..

⁵⁴⁴ *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Azevedo; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik.** v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 97.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. **Novos estudos e pareceres de direito privado.** São Paulo: Saraiva, 2012.

BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações.** São Paulo: Quartier Latin, 2019.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle.** São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments. **M&A Journal.** v. 10, n. 10. Disponível em: https://www.mayerbrown.com/Files/Publication/5b829276-5f8b-4a5a-ad5f-a492e73d6574/Presentation/PublicationAttachment/a5e9717d-c9d1-4c00-be87-828ef83e4776/Earn-outs_MA.pdf. Último acesso em 09.07.2022.

MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais.** v. 923. Set. 2012. p. 115-143. Versão *online*.

_____. **A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391. Último acesso em: 12.07.2022. E: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e Aquisições.** Pareceres. São Paulo: Almedina, 2022.

SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação**

contratual da responsabilidade por dolo. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. 2015.

TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging e as falsas declarações em alienações empresariais*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Azevedo; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 91-103.

WEST, Glenn D. **A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?** Outubro de 2018. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022.

WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. Debunking the Myth of the Sandbagging. Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. v. 11, n. 1, p. 1-9, Jan. 2007.

WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011.

PLATAFORMA DE DOIS LADOS E REGRA DA RAZÃO: O CASO OHIO VS. AMERICAN EXPRESS

TWO-SIDED PLATFORM AND THE RULE OF REASON: OHIO VS. AMERICAN EXPRESS CASE

Guilherme dos Santos

RESUMO: O caso Ohio vs. American Express é sobre a aplicação da regra da razão para uma plataforma de dois lados, qual seja, a Amex. Nesse caso, a Suprema Corte dos EUA concluiu pela inclusão dos dois lados da plataforma na mesma definição de mercado relevante, de modo que o autor da ação deveria ter demonstrado os efeitos anticoncorrenciais da conduta imputada nesses dois lados já na primeira fase da regra da razão. Essa conclusão foi determinante para a absolvição da Amex. A partir de uma análise na literatura antitruste brasileira, estadunidense e europeia, o presente artigo visa demonstrar as incoerências nessa definição de mercado relevante, bem como seus efeitos negativos na distribuição do ônus probatório às partes. A fim de solucionar esses problemas, propõe-se uma definição de mercado relevante que inclua somente o lado da plataforma onde houve a restrição imposta pelo réu.

Palavras-chave: antitruste; regra da razão; plataforma de dois lados; Ohio vs. American Express; distribuição do ônus probatório.

ABSTRACT: The case Ohio vs. American Express is about the application of the rule of reason to a two-sided platform, namely, Amex. In this case, the U.S. Supreme Court concluded for the inclusion of both sides of the platform in the same definition of relevant market, so that the plaintiff should have demonstrated the anti-competitive effects of the imputed conduct on these two sides already in the first step of the rule of reason. This conclusion was decisive for the acquittal of Amex. Based on an analysis of the Brazilian, American, and European antitrust literature, this article aims to demonstrate the inconsistencies

in this definition of relevant market, as well as its negative effects on the distribution on the burden of proof to the parties. To solve these problems, it is proposed a definition of relevant market that includes only the platform side where there was a restriction imposed by the defendant.

Keywords: antitrust; rule of reason; two-sided platform; Ohio vs. American Express; burden of proof distribution.

1. INTRODUÇÃO.

A pandemia da COVID-19 demonstrou o grande poder econômico e político das plataformas de dois ou de múltiplos lados. Esse fato ficou evidente pelas acusações, perguntas e respostas feitas na audiência realizada pela Comissão de Direito Antitruste, Comercial e Administrativo do Congresso dos EUA em 29 de julho de 2020, quando foram colhidos os depoimentos dos CEOs das empresas Amazon, Apple, Facebook e Google⁵⁴⁵. Além disso, a pandemia também evidenciou que as plataformas vieram para ficar⁵⁴⁶. É até mesmo difícil imaginar nossa sociedade e as diversas atividades que hoje desenvolvemos sem os

545 As acusações, perguntas e respostas feitas pelos congressistas aos CEOs das citadas empresas tinham como objeto os seguintes temas: poder de mercado dessas empresas, abuso de posição dominante, proteção de dados, interferências políticas, hate speech e fake news. Para a íntegra da audiência, vide: U.S. HOUSE COMMITTEE ON THE JUDICIARY. **Online Platforms and Market Power, Part. 6: Examining the Dominance of Amazon, Apple, Facebook, and Google.** Disponível em: <https://judiciary.house.gov/subcommittees/antitrust-commercial-and-administrative-law-116th-congress/>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

546 Devo esse insight a Humberto Cunha dos Santos, vide: SANTOS, Humberto Cunhas dos. “Pós-crise da Covid-19: consolidação da era das plataformas digitais e e-commerce?”. **JOTA**. 21 de abr. de 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/pos-crise-da-covid-19-consolidacao-da-era-das-plataformas-digitais-e-e-commerce-21042020>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. Sobre esse assunto, veja também: VIANA, Diego. “Jean Tirole, Prêmio Nobel de Economia, aponta saída para a crise”. **Valor Econômico**. 17 de abr. de 2020. São Paulo. Disponível em: <https://valor-globo-com.cdn.ampproject.org/c/s/valor.globo.com/google/amp/eu-e/noticia/2020/04/17/jean-tirole-premio-nobel-de-economia-aponta-saidas-para-a-crise.ghml>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. HARARI, Yuval Noah. “Yuval Noah Harari: the world after coronavirus”. **Financial Times**. 20 de mar. de 2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/19d90308-6858-11ea-a3c9-1fe6fedcca75>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

mercados de plataformas. Em um certo sentido, nossa sociedade está firmemente ligada às plataformas, especialmente aquelas do mercado digital. Mas é também nesse mesmo ponto que corremos perigo, pois o poder, especialmente o econômico, passa a se concentrar e os usuários ou a própria economia tornam-se possíveis vítimas do abuso desse poder. Para evitar ou punir esse abuso, diversos ordenamentos jurídicos criaram um ramo do direito chamado de Direito Antitruste. Assim, a fim de aprimorar a análise concorrencial destes mercados e garantir a concorrência entre seus agentes, tornou-se ainda mais necessário discutir a definição de seus mercados relevantes e suas implicações na distribuição do ônus probatório e no “enforcement” da lei antitruste. Para isso, é imprescindível repensar um caso paradigmático sobre o assunto: o caso *Ohio vs. American Express*⁵⁴⁷. Esse caso, após ser julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos, reacendeu a controvérsia antitruste sobre a aplicação da regra da razão a plataformas de dois ou de múltiplos lados.

A companhia de cartões de crédito American Express (“Amex”) foi acusada em uma ação civil antitruste pela Divisão Antitruste do Departamento de Justiça dos EUA (“DOJ”) e por mais dezessete Estados por ter praticado uma restrição vertical entre marcas⁵⁴⁸, com o objetivo de impedir que os comerciantes direcionassem (“steering”) os consumidores a utilizarem outros cartões de crédito que não da

547 U.S. SUPREME COURT. **Ohio vs. American Express Co.** N.º 16-1454. 2018. Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/search.aspx?fileName=/docket/docketfiles/html/public/16-1454.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

548 Cláusula de exclusividade, preferência, MFN (“Most Favored Nation”) e venda casada são alguns exemplos de restrições verticais entre marcas, pois são restrições impostas por uma marca sobre a venda, pelo revendedor, de outras marcas. Já as restrições “intra-marca”, como “resale price maintenance” ou limitações territoriais, tratam-se de restrições impostas por uma marca sobre as vendas de seus próprios produtos pelo revendedor. Para maiores explicações, vide: HOVENKAMP, Herbert. “Platforms and the Rule of Reason: The American Express Case”. **Columbia Business Law Review**. v. 35, 2019, p. 36, note 3. Disponível em: <https://doi.org/10.7916/d8-3bfd-3856>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. PEREIRA NETO, Caio M. da Silva; LANCIERI, Filippo M. “Towards a Layered Approach to Relevant Markets in Multi-Sided Transaction Platforms”. **Antitrust Law Journal**. No prelo. 2020, p. 35. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3408221. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

Amex e que cobravam taxas menores por cada transação realizada entre comerciante e consumidor. Por ter praticado essa conduta restritiva “antidirecionamento” (“antisteering”), a Amex foi acusada⁵⁴⁹ de ter violado o § 1º do Sherman Antitrust Act, que veda desarrazoadas restrições ao comércio⁵⁵⁰.

A conduta restritiva “antidirecionamento” era imposta pela Amex aos comerciantes a partir de uma cláusula contratual firmada por ambas as partes, impedindo que os comerciantes: (1) oferecessem aos consumidores descontos ou incentivos não monetários para usarem cartões de crédito menos custosos para os comerciantes; (2) expressassem preferência por qualquer cartão, ou (3) divulgassem informações sobre os custos de diferentes cartões (PEREIRA NETO; LANCIERI, 2020, p. 6). Embora essa disposição “antidirecionamento” não se aplicasse às transações onde não se envolvia a utilização de cartões de crédito, como pagamento em dinheiro, cheque ou cartão de débito, os autores alegaram que tal disposição, indiretamente, aumentou os preços dos produtos, pois, efetivamente, forçava os clientes a permanecerem com o cartão com preços mais altos e que também tinham as maiores taxas aos comerciantes (HOVENKAMP, 2019, p. 44).

Em fevereiro de 2015, a Corte Distrital de Nova York julgou procedente a acusação, definindo o mercado de cartão de crédito como uma plataforma de dois lados, sendo que a cláusula “antidirecionamento” da Amex seria anticoncorrencial ao resultar em altas taxas para um dos lados dessa plataforma, qual seja, o lado

549 As companhias Visa e Mastercard também usaram suas próprias versões dessas disposições, mas assinaram acordos judiciais de consentimento concordando em abandonar a prática (HOVENKAMP, 2019, p. 44).

550 Esses são os termos do § 1º do Sherman Antitrust Act: “Every contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce among the several States, or with foreign nations, is declared to be illegal.”. Embora em momento algum fale em desarrazoadas (“unreasonable”) restrições ao comércio, a Suprema Corte entende que somente essas restrições são ilegais, não todas. Vide: FEDERAL TRADE COMISSION. **Guide to Antitrust Laws – The Antitrust Laws.** Washington, DC. Disponível em: <https://www.ftc.gov/tips-advice/competition-guidance/guide-antitrust-laws>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

dos comerciantes. Estes são os termos do resumo da decisão da Corte Distrital feita pela Suprema Corte:

(...) o mercado de cartão de crédito deve ser tratado como dois mercados separados – um para comerciantes e um para portadores de cartão – e que as disposições de antidirecionamento da Amex são anticompetitivas, porque elas resultam em taxas mais altas para os comerciantes. (U.S. SUPREME COURT, 2018, *Syllabus*, p. 2, tradução nossa).⁵⁵¹

Entretanto, em setembro de 2016, a Corte de Apelação do Segundo Circuito dos Estados Unidos reverteu a decisão da Corte Distrital, afirmando que o mercado relevante deveria ser definido como apenas um, não dois, de modo que não teria sido avaliado corretamente a interdependência necessária entre ambos os lados da plataforma: comerciantes e portadores de cartão de crédito (RENZETTI; FERNANDES, 2018, p. 254).

Somente em junho de 2018 o caso Amex foi definitivamente resolvido, quando a Suprema Corte dos Estados Unidos, por 5 votos a 4, manteve a decisão do Segundo Circuito. Sendo este um julgamento, como a própria Suprema Corte reconheceu, de aplicação da regra da razão a uma alegada conduta anticompetitiva praticada por uma plataforma de dois lados, faz-se necessário analisar detidamente como se deu a aplicação dessa regra.

2. A REGRA DA RAZÃO NO CASO OHIO VS. AMERICAN EXPRESS PELA SUPREMA CORTE DOS EUA.

Os membros da Suprema Corte, embora tenham divergido sobre a aplicação da regra da razão nesse caso, concordaram que, para

⁵⁵¹ No original: “(...) the credit-card market should be treated as two separate markets – one for merchants and one for cardholders – and that Amex’s antisteering provisions are anticompetitive because they result in higher merchant fees”.

concluir que uma conduta restritiva violou essa regra, seria necessário se passar por três fases de uma estrutura de distribuição do ônus da prova (“burden-shifting framework”), que seriam as fases de aplicação da regra da razão. A primeira fase consistiria no ônus inicial do autor provar que a conduta restritiva imputada como anticoncorrencial possui, de fato, efeitos anticompetitivos substanciais que ferem os consumidores no mercado relevante. Suprido esse ônus inicial, passa-se à segunda fase, em que o ônus probatório é transferido para o réu demonstrar a racionalidade pró-competitiva da restrição. Caso o réu faça essa demonstração, chega-se à terceira fase, em que o ônus probatório é retornado ao autor para provar que as eficiências pró-competitivas da restrição praticada pelo réu poderiam ter sido razoavelmente alcançadas por meios menos anticompetitivos.⁵⁵²

A Suprema Corte afirmou que estava diante de um caso de restrição vertical, não horizontal, de modo que seria demandada a aplicação dessa regra. Sendo assim, a maioria, seguindo Justice Clarence Thomas, decidiu que seria imprescindível, primeiramente, a definição do mercado relevante para aferir se o agente possuía poder de mercado, pois só assim seria possível concluir, em seguida, se sua conduta restringiu ou não a concorrência⁵⁵³. Portanto, a Corte decidiu que, sendo um caso de restrição vertical, seria necessário a definição do mercado relevante, mesmo que houvesse prova direta do dano anticoncorrencial (HOVENKAMP, 2019, p. 48). Consequentemente, o primeiro passo foi a definição do mercado relevante.

A Corte identificou que as companhias de cartão de crédito, como a Amex, constituem plataformas de dois lados, mais especificamente, plataformas de transação (“transaction platforms”). Plataforma de

552 Vide: U.S. SUPREME COURT, Op. cit. (nota 3), *Opinion of the Court*, p. 9-10.

553 Neste ponto, Justice Breyer divergiu do entendimento majoritário. Ele afirmou que os autores, no caso Amex, trouxeram ao processo provas diretas do dano anticoncorrencial. Havendo tais provas diretas, seria legalmente desnecessário traçar a definição do mercado relevante, já que, se há provas diretas do dano anticoncorrencial, segue-se que o agente possuía poder de mercado para abusar dessa sua posição e, com isso, ferir a concorrência. Vide: U.S. SUPREME COURT. Op. cit (nota 3), Breyer, J., dissenting, p. 13-14. Defendendo esse mesmo entendimento, vide: HOVENKAMP, Herbert. Op. cit (nota 4), p. 47-48.

dois lados é um “ambiente” que presta serviços ou produtos para dois diferentes grupos (v.g.: portadores de cartão e comerciantes), sendo esse “ambiente” um facilitador de interação entre ambos os lados, reduzindo os custos de transação desses lados. No caso de cartões de crédito, essa interação é a transação entre os agentes desses dois grupos⁵⁵⁴. Além disso, a maioria afirmou que uma característica especial das plataformas de dois lados, diferenciando-as dos mercados tradicionais, é o fato de exibirem efeitos indiretos de rede:

(...) que existem onde o valor da plataforma para um grupo depende de quantos membros do outro grupo participam. Plataformas de dois lados devem levar em conta esses efeitos antes de fazer uma mudança no preço em ambos os lados, ou eles correm o risco de criar um ciclo de feedback de demanda em declínio. Assim, encontrar o equilíbrio ideal de preços cobrados para cada lado da plataforma é essencial para plataformas de dois lados maximizarem o valor de seus serviços e competirem com seus rivais. (U.S. SUPREME COURT, 2018, Syllabus, p. 1, tradução nossa).⁵⁵⁵

Embora os efeitos indiretos de rede sejam característicos de todas as plataformas de dois lados⁵⁵⁶, existem duas espécies de

554 Nesse sentido, vide: U.S. SUPREME COURT, Op. cit. (nota 3), Opinion of the Court, p. 2. RENZETTI, Bruno P.; FERNANDES, Gabriel de C. “Concorrência no Mercado de Meios de Pagamento Após Ohio v. American Express”. **Revista do IBRAC**. v. 24, n. 2, 2018, p. 246-266.

555 No original: “(...) which exist where the value of the platform to one group depends on how many members of another group participate. Two-sided platforms must take these effects into account before making a change in price on either side, or they risk creating a feedback loop of declining demand. Thus, striking the optimal balance of the prices charged on each side of the platform is essential for two-sided platforms to maximize the value of their services and to compete with their rivals”.

556 Para análises sobre as características das plataformas de dois ou de múltiplos lados, bem como suas possíveis eficiências, como a redução dos custos de transação, vide: ROCHE, Jean-Charles; TIROLE, Jean. “Platform Competition in Two-Sided Markets”. **Journal of the European Economic Association**. vol. 1, issue 4, 2003, p. 990-1029. Disponível em: <https://doi.org/10.1162/154247603322493212>. Acessado em: 28 de

plataformas: de transação e de não-transação (“non-transaction”)⁵⁵⁷. A Suprema Corte enquadrhou as companhias de cartão de crédito como plataformas de transação, pois a principal característica desta espécie de plataforma é o fato de elas não conseguirem realizar uma venda para o usuário de um de seus lados sem, simultaneamente, fazer a venda para o outro lado de sua plataforma. Por exemplo, se o comerciante e o portador do cartão combinam usar a mesma rede de cartão de crédito, então, a transação entre eles por meio deste cartão envolverá, simultaneamente, na venda de um serviço de transação pelo cartão ao seu portador e na venda de um serviço de transação pelo cartão ao comerciante (U.S. SUPREME COURT, 2018, Opinion of the Court, p. 2-3).

Diante dessas considerações, a maioria da Suprema Corte acabou definindo o mercado relevante, que funciona como o espectro a partir do qual se faz a análise da conduta, como “o mercado de dois lados das transações de cartão de crédito como um todo” (U.S. SUPREME COURT, 2018, Opinion of the Court, p. 15. Tradução nossa).⁵⁵⁸ Essa análise da conduta à luz do mercado relevante de dois lados “como um todo” quer dizer que os dois lados da plataforma (comerciantes e os portadores de cartão de crédito) devem ser considerados conjuntamente para que se possa concluir se, de fato, a conduta configura um ilícito anticoncorrencial.

Entretanto, a Corte ressalvou que essa análise “como um todo” não seria aplicável a todas as plataformas de dois lados, mas apenas para plataformas de transação, como o mercado de cartão de crédito⁵⁵⁹.

agosto de 2022, EVANS, David S.; SCHMALENSEE, Richard. “The Antitrust Analysis of Multisided Platform Businesses”. In.: BLAIR, R. D.; SOKOL, D. D. (Eds.). **The Oxford Handbook of International Antitrust Economics**. Vol. 1. Oxford: Oxford University Press, 2015, p. 404-447.

557 Essa distinção também é traçada no seguinte texto: FILISTRUCCHI, Lapo. “Market definition in multi-sided markets”. In: OECD. **Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms**. 2018. p. 38-39. Disponível em: www.oecd.org/competition/rethinking-antitrust-tools-for-multi-sided-platforms.htm. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

558 No original: “(...) the two-sided market for credit-card transactions as a whole”.

559 Nas palavras de Justice Clarence Thomas: “To be sure, it is not always necessary to consider both sides of a two-sided platform. A market should be treated as one sided

As justificativas para essa ressalva estão relacionadas ao fato de que a plataforma de transação facilita uma única transação simultânea entre os agentes de cada lado. Logo, o consumo do produto fornecido pela plataforma é de modo necessariamente conjunto pelas partes, ou seja, não é possível vender um serviço de transação para portadores de cartão ou comerciantes individualmente, sendo imprescindível que ambos aceitem utilizar aquela plataforma para que a transação seja realizada. Em razão desses fatores, Justice Clarence Thomas concluiu que as “plataformas de transação de dois lados exibem mais fortes efeitos indiretos de rede e preços e demandas interconectados” (U.S. SUPREME COURT, 2018, Opinion of the Court, p. 13, tradução nossa).⁵⁶⁰ Além dessas duas características, a Corte ressaltou que a competição entre as companhias de cartão de crédito se dá pela transação, a qual envolve necessariamente os comerciantes e os portadores de cartão de crédito. Assim, para que haja uma avaliação acurada da competição entre essas companhias, os dois lados da plataforma devem ser analisados conjuntamente (U.S. SUPREME COURT, 2018, Opinion of the Court, p. 14).⁵⁶¹

when the impacts of indirect network effects and relative pricing in that market are minor. (...) Newspapers that sell advertisements, for example, arguably operate a two-sided platform because the value of an advertisement increases as more people read the newspaper. (...) But in the newspaper-advertisement market, the indirect networks effects operate in only one direction; newspaper readers are largely indifferent to the amount of advertising that a newspaper contains. (...) Because of these weak indirect network effects, the market for newspaper advertising behaves much like a one-sided market and should be analyzed as such". (U.S. SUPREME COURT, 2018, Opinion of the Court, p. 12).

560 No original: “(...) two-sided transaction platforms exhibit more pronounced indirect network effects and interconnected pricing and demand”.

561 Diversos juristas e economistas defendem essa posição adotada pela Suprema Corte, qual seja, de que se deve incluir os dois lados da plataforma em uma mesma definição de mercado relevante quando esse mercado de plataforma possuir fortes efeitos indiretos de rede. Vide: U.S. SUPREME COURT. Brief for Amici Curiae Antitrust Law & Economics Scholars in Support of Respondents. **Ohio vs. American Express Co.** N.º 16-1454. 2018. Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/search.aspx?fileName=/docket/docketfiles/html/public/16-1454.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. EVANS, David S.; SCHMALENSSEE, Richard. “Applying the Rule of Reason to Two-Sided Platform Businesses”. **University of Miami Business Law Review**. Vol. 26, 2018. Disponível em: <https://repository.law.miami.edu/umblr/vol26/iss2/3/>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. EVANS, David S.; SCHMALENSSEE, Richard.

Nesse sentido, o mercado relevante estava definido e a análise dos efeitos anticoncorrenciais deveria incluir os dois lados da plataforma (comerciantes e portadores de cartão de crédito). Dessa forma, a Corte passou para a primeira fase da regra da razão, qual seja, o exame do ônus probatório inicial do autor em demonstrar que a restrição alegada tinha efeitos anticompetitivos substanciais que feriam os consumidores dos dois lados da plataforma. Ao realizar esse exame, a Corte considerou insuficiente a demonstração dos autores de que a restrição vertical causada pela cláusula “antidirecionamento”, que impedia que outros cartões de crédito com menores taxas fossem preferidos em uma transação, levou ao aumento de preços aos comerciantes. Deveria ter sido demonstrado, também, já nessa primeira fase, qual seria o efeito anticoncorrencial aos portadores de cartão de crédito para que, só assim, se procedesse à segunda fase. Nos termos do voto condutor de Justice Clarence Thomas:

Para demonstrar os efeitos anticompetitivos no mercado de cartão de crédito de transação como um todo, os autores devem provar que as disposições de antidirecionamento da Amex aumentaram o custo das transações com cartão de crédito acima do nível competitivo, reduziram o número de transações com cartão de crédito, ou, de outro modo, sufocaram a competição no mercado de cartão de crédito. (...) [Ainda,] os autores não ofereceram nenhuma evidência de que o preço das transações com cartão de crédito fosse maior que o preço que se esperaria encontrar em um mercado competitivo. (...) [Não obstante] o aumento das taxas comerciais da Amex reflete aumentos no valor de seus serviços e no custo

Op. cit. (nota 12). FILISTRUCCHI, Lapo. Op. cit. (nota. 13). PEREIRA NETO, Caio M. da Silva; LANCIERI, Filippo M. Op. cit. (nota 4). Neste último artigo citado, os autores estabelecem um critério mais qualificado para que os dois lados da plataforma sejam definidos em um mesmo mercado relevante. Embora afirmem que a força dos efeitos indiretos de rede deva continuar sendo o parâmetro para realizar essa definição, nem todas as plataformas de transação devem ter seus mercados relevantes definidos com a inclusão de seus dois lados.

de suas transações, não na capacidade de cobrar acima de um preço competitivo (U.S. SUPREME COURT, 2018, Opinion of the Court, p. 15-16, tradução nossa).⁵⁶²

Portanto, a maioria da Suprema Corte entendeu que, no caso Amex, a primeira fase da regra da razão demandava que os autores apresentassem provas de que a conduta gerou efeitos anticoncorrenciais para os dois lados da plataforma, por se tratar de uma plataforma de transação com cartão de crédito, na qual a análise dos efeitos concorrenciais da conduta deve se dar como um todo. Como os autores não ultrapassaram esse grande ônus probatório inicial, a Suprema Corte concluiu que a Amex não havia praticado qualquer ilícito antitruste, razão pela qual deixaram de trilhar os passos seguintes da aplicação da regra da razão.⁵⁶³

562 No original: “To demonstrate anticompetitive effects on the two-sided credit-card as a whole, the plaintiffs must prove that Amex’s antisteering provisions increased the cost of credit-card transactions above a competitive level, reduced the number of credit-card transactions, or otherwise stifled competition in the credit-card market. (...) [Moreover] [t]he plaintiffs did not offer any evidence that the price of credit-card transactions was higher than the price one would expect to find in a competitive market. (...) [Notwithstanding,] Amex’s increased merchant fees reflect increases in the value of its services and the cost of its transactions, not an ability to charge above a competitive price”.

563 Embora não seja o objetivo deste artigo analisar se haviam ou não provas suficientes para a condenação da Amex, merece ser mencionado que os dissidentes, representados no voto de Justice Breyer, afirmaram existir contundentes provas diretas dos efeitos anticoncorrenciais da conduta aos dois lados da plataforma, vide: U.S. SUPREME COURT. Op. cit. (nota 3), Breyer, J., dissenting, p. 9. Herbert Hovenkamp teceu diversas críticas contra a maioria da Suprema Corte por não ter valorizado os “records”, isto é, as provas sobre os efeitos da conduta trazidas pelas partes. Vide: HOVENKAMP, Herbert. Op. cit. (nota 4), 2019, p. 68-71.

A repercussão negativa dessa decisão foi tremenda⁵⁶⁴. Diversos jornais e instituições se posicionaram criticamente⁵⁶⁵, afirmando, de forma geral, que esse precedente da Suprema Corte elevou drasticamente o ônus probatório do autor na primeira fase de

564 Mesmo antes desse julgamento pela Suprema Corte, diversos juristas, na posição de Amici Curiae, já se posicionavam criticamente à decisão tomada pelo Segundo Circuito, que acabou sendo replicada pela Suprema Corte. Vide: U.S. SUPREME COURT. Brief of 28 Professors of Antitrust Law as Amici Curiae Supporting Petitioners. **Ohio vs. American Express Co.** N.º 16-1454. 2018. Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/search.aspx?fileName=/docket/docketfiles/html/public/16-1454.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. Com o julgamento do caso pela Suprema Corte, houve uma profusão de publicações de artigos críticos ao resultado. Vide: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4). HOVENKAMP, Herbert. "The Looming Crisis in Antitrust Economics". **University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics.** Research Paper 20-15, 2020. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3508832>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. HOVENKAMP, Erik. "Platform Antitrust". **Journal of Corporation Law**, vol. 44. No prelo. 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3219396>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. "Contemporary Critique: Ohio v. American Express". **Journal of Antitrust Enforcement**. v. 7, issue 1, 2019, p. 117-127. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/jaenfo/jnz003>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. BRUNELL, Richard M. "Ohio v. Amex: Not So Bad After All?". **Antitrust Magazine**. v. 33, n. 1, 2018. Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/antitrust_law/publications/antitrust_magazine/2018/atmag-fall2018/. Acessado em: 28 de agosto de 2022. Embora o seguinte artigo não critique explicitamente, a conclusão a que se chega é contrária ao posicionamento firmado pela Suprema Corte, vide: DUCCI, Francesco. "Rule of Reason Analysis in Two-Sided Markets". **NYU ASCOLA Conference**. Draft. 5 de jun. de 2018. Disponível em: https://www.law.nyu.edu/sites/default/files/upload_documents/Ducci.pdf. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

565 Vide: WU, Tim. "The Supreme Court Devastates Antitrust Law". **The New York Times**. 26 de jun. de 2018 Disponível em: <https://www.nytimes.com/2018/06/26/opinion/supreme-court-american-express.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. Will the Supreme Court's Amex Decision Shield Dominant Tech Platforms From Antitrust Scrutiny? **Forbes**. 18 de jul. de 2018. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/washingtonbytes/2018/07/18/antitrust-enforcement-of-dominant-tech-platforms-in-the-post-american-express-world/#1e0d77b2f76e>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. Open Markets Statement on Ohio v. American Express Decision. **Open Markets – Press Release**. 25 de jun. de 2018. Disponível em: <https://openmarketsinstitute.org/releases/open-markets-statement-ohio-v-american-express/>. Acessado em: 28 de agosto de 2022. A seguinte notícia traz o interessante dado de que tem sido frequentemente alegado, por parte das defesas, nos casos antitruste dos EUA, o precedente Ohio vs. American Express a fim de se enquadrarem como plataformas de transação, definindo o mercado relevante nos moldes desse precedente e, com isso, aumentar o ônus probatório ao autor. GRAHAM, Victoria. "Goldman, NCAA Test Limits of AmEx Two-sided Antitrust Defense". **Bloomberg Law - Mergers & Antitrust Law News**. 26 de fev. de 2020. Disponível em: <https://news.bloomberglaw.com/mergers-and-antitrust/goldman-ncaa-test-limits-of-amex-two-sided-antitrust-defense>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

aplicação da regra da razão, tornando-o praticamente intransponível. Algumas dessas críticas afirmavam que esse grande ônus probatório inicial acabaria por favorecer grandes empresas de tecnologia, como Google, Microsoft, Facebook, Uber, Ifood, Amazon, Apple. Isso porque, como a Amex, elas são classificadas como plataformas de dois ou múltiplos lados. Essas críticas possuem parcial razão. De fato, o precedente do caso Amex elevou o ônus probatório inicial, tornando-o quase intransponível para o autor de uma ação antitruste. Entretanto, esse ônus probatório inicial só seria demandado quando o mercado relevante fosse definido como uma plataforma de transação, na qual é imprescindível, no entendimento da Corte, sua análise como um todo, em razão dos fortes efeitos indiretos de rede. Logo, conforme tem sido ressaltado por diversos juristas⁵⁶⁶, a aplicabilidade desse precedente estaria limitada às plataformas de transação. Como as grandes empresas de tecnologia, com exceção talvez da Uber⁵⁶⁷, Amazon e Ifood, são plataformas de não-transação, o citado precedente não seria aplicável a essas plataformas que possuem baixos efeitos indiretos de rede. Assim, para esses casos, não seria necessário analisar, já na fase inicial da regra da razão, os efeitos da conduta nos dois lados da plataforma, mas, sim, somente em um dos lados, onde houve a restrição, implicando, pois, em menor ônus probatório inicial aos autores.

Diante do caso Amex, tem-se o seguinte cenário: para que o autor cumpra seu ônus probatório da primeira fase da regra da razão, ele deverá demonstrar os efeitos anticoncorrenciais da conduta nos dois lados da plataforma, quando o mercado relevante for definido como uma plataforma de transação. Entretanto, se se tratar de uma plataforma de não-transação, basta que o autor demonstre, na primeira fase da regra da razão, os efeitos anticoncorrenciais da conduta no lado onde a restrição foi praticada. No primeiro caso,

566 Vide: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 81-88. MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. Op. cit. (nota 20), p. 124-125. BRUNELL, Richard M. Op. cit. (nota 20), p. 17-18.

567 Vide: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 41-42. PEREIRA NETO, Caio M. da Silva; LANCIERI, Filippo M. Op. cit. (nota 4), p. 52-53. MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. Op. cit. (nota 20), p. 125-126. HOVENKAMP, Erik. Op. cit. (nota 20), p. 14-15.

existe um elevado ônus probatório ao autor, quase intransponível, devido a uma ideia equivocada de que, em plataformas de transação, esse mercado deveria ser analisado como um todo já na primeira fase da regra da razão. O presente artigo defende que seria mais correto aplicar, mesmo em plataformas de transação, a análise empregada no segundo caso, por ser economicamente mais coerente e implicar uma distribuição do ônus da prova mais equânime.

3. REPENSANDO A REGRA DA RAZÃO PARA PLATAFORMAS DE DOIS LADOS

Existe uma relação direta entre a amplitude da definição do mercado relevante com o ônus probatório: quanto maior a definição do mercado relevante, maior será o ônus probatório. Esse truismo antitruste deve ser mantido em mente quando um mercado relevante é definido, pois é a partir dessa delimitação em um caso particular que se passa à pergunta: quais provas são necessárias para demonstrar os efeitos concorrenciais de uma conduta? A resposta para essa pergunta irá depender da amplitude da definição do mercado relevante. Logo, é necessário que sempre se tenha em vista qual será o impacto da definição do mercado sobre a distribuição do ônus probatório⁵⁶⁸.

Diante dessas premissas, caberia analisar, então, qual seria uma definição de mercado relevante para plataformas de dois lados economicamente coerente e que possibilitasse uma adequada distribuição do ônus probatório pelas três fases da regra da razão. Adiante se concluirá que, além de ser economicamente injustificado, a definição do mercado relevante que inclua os dois lados da plataforma,

568 Francesco Ducci (2018, p. 29-30) compartilha desta ideia quando afirma o seguinte: “(...) burdens are allocated and calibrated to minimize the sum of costs of using the legal process and the cost of erroneous resolution of claims, and because enforcers cannot anticipate defences, it is inefficient and unfair to assign to them the burden of pre-emptively disproving defences. (...) A broad market definition and the determination of market powers risks being conflated with the question of anticompetitive effects, where the burden of proof for anticompetitive effects requires proof of net anticompetitive effects on all sides, making it de facto harder to bring a successful antitrust case.”.

como no caso Amex, gera um ônus probatório não equânime e excessivo ao autor da ação antitruste. Por essa razão, propõe-se uma outra definição de mercado relevante, similar àquela defendida pelos dissidentes no caso Amex⁵⁶⁹, por ser economicamente mais coerente e distribuir o ônus probatório de forma mais equânime entre as partes. Assim, primeiramente, serão analisadas as incoerências da definição do mercado relevante daquela forma para, em seguida, apresentar a proposta de solução.

3.1. INCOERÊNCIAS ECONÔMICAS NA INCLUSÃO DOS DOIS LADOS DA PLATAFORMA NA MESMA DEFINIÇÃO DO MERCADO RELEVANTE.

Os bens (produtos ou serviços) que devem ser incluídos em uma definição de mercado relevante são aqueles conhecidos pela economia como bens “substitutos”. Ao se colocar apenas esses bens em uma mesma definição de mercado relevante, será possível realizar uma adequada análise do comportamento dos concorrentes no mercado, pois permitirá aferir quanto o aumento de preço de um bem, por parte de uma empresa, fará com que os consumidores passem a consumir um bem substituto, de uma empresa concorrente, em razão daquele aumento de preço⁵⁷⁰.

569 Vide: U.S. SUPREME COURT, 2018, Op. cit. (nota 3), Breyer, J., dissenting, p. 8-23. A definição de mercado relevante adotado pelos dissidentes é igual àquela utilizada pela Corte Distrital, transcrita na seção 1 supra.

570 Essa ideia é básica, em especial, nas análises de atos de concentração, onde “[a] delimitação do MR [Mercado Relevant] é o processo de identificação do conjunto de agentes econômicos (consumidores e produtores) que efetivamente reagem e limitam as decisões referentes a estratégias de preços, quantidades, qualidade (entre outras) da empresa resultante da operação. (...) Na definição do MR, serão consideradas as dimensões produto e geográfica. (...) Sob a ótica da demanda, a dimensão do produto do MR compreende bens e serviços considerados, pelo consumidor, substituíveis entre si devido a suas características, preços e utilização. Para auferir essa substitutibilidade, examina-se a possibilidade de os consumidores desviarem sua demanda para outros produtos.”. (CADE, 2016, p. 13).

Sendo assim, como apontaram os dissidentes no caso Amex e diversos juristas e economistas⁵⁷¹, seria um equívoco colocar os dois lados de uma plataforma, seja de transação ou não, em uma mesma definição de mercado relevante quando esses dois lados não são de bens substitutos⁵⁷². No caso Amex, esse fato é evidente ao se considerar os portadores de cartão de crédito e os comerciantes em um mesmo mercado relevante, quando para ambos são fornecidos serviços diferentes, não substitutos um do outro. Esse argumento já se encontrava expresso nas palavras do voto dissidente de Justice Breyer:

Comerciantes descontentes com o aumento de preço para os serviços relacionados ao comerciante não podem evitar esse aumento de preço se tornando portadores de cartões, no sentido que, digamos, um comprador de publicidade em jornal pode mudar para publicidade na televisão ou “direct mail” em resposta ao aumento de preço nos anúncios em jornais. As duas categorias de serviços servem a propósitos fundamentalmente diferentes. (...) [É] difícil de ver qualquer maneira em que o preço dos serviços relacionados ao comprador poderia funcionar como um “check” no preço de venda da empresa de cartões de serviços relacionados ao comprador. Se muito, uma diminuição no preço nos serviços de cartão relacionados ao comprador provavelmente fará com

571 Vide: HOVENKAMP, Herbert. Op. cit. (nota 4), p. 57-65. HOVENKAMP, Erik. Op. cit. (nota. 20), p. 21-24. U.S. SUPREME COURT. Brief of 28 Professors of Antitrust Law as Amici Curiae Supporting Petitioners. Op. cit. (nota 20), p. 17-20. MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. Op. cit. (nota 20), p. 122. HOVENKAMP, Herbert. Op. cit. (nota 20), p. 15-22

572 Esse ponto é relativamente controverso, pois a própria definição do mercado relevante em mercados de plataformas é complexa, especialmente nas plataformas digitais, havendo discordâncias entre as agências antitruste de diversos países sobre tal definição, pois diversos fatores influenciam e, por isso, devem ser levados em conta nessa definição. Vide: CADE. **Documento de Trabalho nº 05/2020 – Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados.** Conselho Administrativo de Defesa Econômico, 2020. Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/publicacoes-dee/DocumentodeTrabalho5_Concorrenciaemmercadosdigitaisumarevisaodosrelatoriosespecializados.pdf. Acessado em: 28 de agosto de 2022, p. 19-21.

que mais compradores usem o cartão, e o aumento da popularidade entre os compradores deve tornar mais fácil para a empresa de cartão aumentar os preços aos comerciantes, não *mais difícil*, como seria o caso se os serviços fossem substitutos. (U.S. SUPREME COURT, 2018, Breyer, J., dissenting, p. 11. Itálico do original, tradução nossa).⁵⁷³

Esse mesmo raciocínio se aplicaria a todas as espécies de plataformas, de transação ou de não-transação, já que, na definição da maioria da Suprema Corte, tais plataformas apenas criam um “ambiente” em que é fornecido bens para dois diferentes grupos, com diferentes demandas, sendo esse ambiente um facilitador de interação entre ambos. Logo, os lados de uma plataforma não podem ser tratados como substitutos, motivo pelo qual não podem ser definidos em um mesmo mercado relevante.

Na realidade, a forma mais coerente de se caracterizar os lados de uma plataforma de transação, como no caso Amex, seriavê-los como bens ou serviços complementares na produção, não no uso. Bens ou serviços complementares na produção são aqueles produzidos juntos, como petróleo e gás natural, serviços de voz e serviços de mensagens. Já os bens e serviços complementares no uso seriam a geleia e a torrada, jardineiros e sementes (HOVENKAMP, 2019, p. 65). Embora ambos os bens complementares se comportem de forma semelhante na relação oferta e demanda, nos bens complementares na produção, a geração de um produto, em razão da elevação da demanda que gera também aumento de seu preço, leva naturalmente à geração de outro

573 No original: “Merchants upset about a price increase for merchant-related services cannot avoid that price increase by becoming cardholders, in the way that, say, a buyer of newspaper advertising can switch to television advertising or direct mail in response to a newspaper’s advertising price increase. The two categories of services serve fundamentally different purposes. (...) [I]t is difficult to see any way in which the price of shopper-related service could act as a check on the card firm’s sale price of merchant-related services. If anything, a lower price of shopper-related card services is likely to cause more shoppers to use the card, and increased shopper popularity should make it easier for a card firm to raise prices to merchants, not harder, as would be the case if the services were substitutes”.

produto. Por exemplo, gás natural é um subproduto do petróleo, de modo que, quanto maior a produção de petróleo em razão de uma alta nos preços devido a elevada demanda, maior será a produção de gás natural. É exatamente dessa forma que se comportam as plataformas de transação, já que cada transação do titular do cartão é necessariamente (ou “simultaneamente”) compensada por uma igual transação para o comerciante⁵⁷⁴. De toda maneira, esse simples fato de que a produção de um bem implica necessariamente a produção de dois ou mais outros bens não torna necessário que a definição do mercado relevante abarque todos eles. Não se trata de bens substitutos, de modo que não seriam concorrentes entre si, razão pela qual, nas palavras dos dissidentes da Suprema Corte, seria um “nonsense” econômico incluí-los em uma mesma definição de mercado relevante (U.S. SUPREME COURT, 2018, Breyer, J., dissenting, p. 11).

3.2. REDEFININDO O MERCADO RELEVANTE PARA PLATAFORMAS DE DOIS LADOS E A DISTRIBUIÇÃO DO ÔNUS PROBATÓRIO

Além da mencionada incongruência econômica, a inclusão dos dois lados da plataforma em uma mesma definição de mercado relevante causa outro problema muito mais grave, qual seja, uma distribuição do ônus da prova não equânime e excessivamente onerosa ao autor. Assim, como a definição de mercados não é um fim em si

⁵⁷⁴ Essa ideia já se encontrava expressa na manifestação “Brief of 28 Professors of Antitrust Law as Amici Curiae Supporting Petitioners”, endereçada à Suprema Corte no julgamento do caso Ohio vs. American Express. Vide: nota 01. Justice Breyer, relatando o voto dos dissidentes, reprisou essa mesma posição, no entanto, sem falar expressamente em “complementariedade na produção”, embora seus exemplos fossem deste tipo de complementariedade, vide: U.S. SUPREME COURT, 2018, Breyer, J., dissenting, p.15-16 e 19. A maioria da Corte acabou não acolhendo essa perspectiva, mas, aparentemente, não compreenderam que se estava falando de complementariedade na produção, não no uso. Vide: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 64-65. Para uma perspectiva contrária à “complementariedade na produção”, defendendo que plataformas que oferecem “similar jointly consumed services” são substitutas uma da outra; vide: EVANS, David S.; SCHMALENSEE, Richard. Op. cit. (nota 17), p. 12-15. MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. Op. cit. (nota 20), p. 106-108.

mesmo, mas apenas uma ferramenta útil para a correta avaliação do mercado e, por conseguinte, para o correto “enforcement” da lei antitruste⁵⁷⁵, seria imprescindível uma diferente definição de mercado relevante para plataformas de dois lados, seja de transação ou não, que melhor distribua o ônus probatório pelas fases da regra da razão e que seja economicamente mais coerente.

Algumas premissas devem ser esclarecidas. Primeiro, não se recusam as três fases da estrutura de distribuição do ônus probatório, que seriam as fases de aplicação da regra da razão (seção 2 supra), aceitas tanto pela maioria quanto pela minoria da Suprema Corte. Segundo, a presente proposta de definição de mercado relevante e a consequente distribuição do ônus probatório pelas três fases da regra da razão seriam aplicáveis às plataformas de transação e às de não-transação. No entanto, como os pontos controvertidos são a definição do mercado relevante em plataformas de transação e como ela implica na distribuição do ônus probatório, os argumentos aqui apresentados serão direcionados, especialmente, a esse tipo de plataforma, mas também sendo aplicáveis às plataformas de não-transação. A controvérsia é muito menor em relação a esta última espécie de plataforma, em razão de seus efeitos indiretos de rede serem muito menores, como tem sido salientado pela maioria da Corte (seção 2 supra) e por diversos juristas e economistas⁵⁷⁶.

Rememorando: a Suprema Corte concluiu que a necessidade de agrupar os dois lados da plataforma em uma mesma definição de mercado relevante se deve, no final das contas, ao fato de existirem fortes efeitos indiretos de rede (seção 2 supra). Como tais efeitos são altos em plataformas de transação, mas menores em plataformas de não-transação, logo, apenas naquelas plataformas será necessário realizar tal tipo de definição de mercado relevante. Isso implica que a distribuição do ônus probatório pelas fases da regra da razão será feita da seguinte forma: na primeira fase da regra da razão, o autor deverá (a) demonstrar os efeitos anticoncorrenciais da conduta, tanto

575 Vide: CADE. Op. cit. (nota 28), p. 20-21.

576 Vide: referências da nota 17.

no lado diretamente restrinido quanto no outro lado da plataforma. Na segunda fase da regra da razão, a defesa deverá demonstrar que sua conduta não gerou efeitos anticoncorrenciais, mas sim pró-competitivos, seja para (b) qualquer um dos lados da plataforma, seja para (c) ambos os lados. Por fim, na terceira fase, o autor deverá demonstrar que (d) os efeitos pró-competitivos da conduta poderiam ter sido razoavelmente alcançados por meios menos restritivos (anticompetitivos)⁵⁷⁷.

O excessivo ônus probatório, quase intransponível, encontra-se no item (a)⁵⁷⁸. Provar o efeito anticoncorrencial aos dois lados da plataforma já na primeira fase da regra da razão é extremamente oneroso para o autor, o qual dificilmente terá total conhecimento de como se comporta a estrutura de preços que a plataforma define entre ambos os lados ou, ainda, de como certos incentivos positivos ou negativos fornecidos a um lado da plataforma implicarão no outro lado. A parte que possui esse conhecimento é exatamente o réu, já que é ele quem distribui tais incentivos aos lados da plataforma e, com isso, cria sua estrutura de preços de acordo com a elasticidade da demanda de cada lado. É ele quem possui total conhecimento sobre os efeitos indiretos de rede de sua plataforma e sobre a justificação da estrutura de preços de seus lados, isto é, se ela está justificada pela relação entre oferta e a elasticidade da demanda ou se ela objetiva unicamente inibir ou ferir a concorrência.⁵⁷⁹ Assim, o elevado ônus probatório na forma do item (a) inibiria o próprio “enforcement” antitruste. Além

577 A descrição que foi traçada da distribuição do ônus probatório pelas três fases da aplicação da regra da razão é a mesma que aquela descrita pela Suprema Corte. Vide: seção 2 supra e HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 46. A fórmula apresentada apenas se encontra esmiuçada para a definição de mercado relevante que inclua os dois lados da plataforma de transação.

578 Nesse sentido, vide: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 56-57. MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. Op. cit. (nota 20), p. 119-123. HOVENKAMP, Erik. Op. cit. (nota 20), p. 48-49.

579 Os seguintes textos trazem diversos julgados e doutrinas que reconhecem que a distribuição do ônus probatório deve ser feita de acordo com a capacidade e disponibilidade probatória de cada uma das partes de um processo: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 56-57. HOVENKAMP, Erik. Op. cit. (nota 20), p. 44-46. DUCCI, Francesco. Op. cit. (nota 20), p. 29-30.

disso, há uma significativa iniquidade nessa distribuição do ônus probatório pela regra da razão. Como se pode ver do item (b), o ônus para a defesa é bem menor do que para o autor, já que ela poderia somente demonstrar os efeitos pró-competitivos para um dos lados da plataforma, enquanto, para o autor, é demandado provas de efeitos anticoncorrenciais para os dois lados.

A solução desses problemas seria abandonar a definição de mercado relevante que inclua os dois lados da plataforma, passando, então, para uma definição que inclua somente o lado da plataforma em que a restrição foi diretamente praticada pelo réu (U.S. SUPREME COURT, 2018, Breyer, J., dissenting, p. 9). Com essa definição, poderia distribuir-se o ônus da prova de forma mais equânime às partes, respeitando também a necessidade de se olhar os dois lados da plataforma, pois não se pode deixar de lado os efeitos indiretos de rede, essência do funcionamento das plataformas. No entanto, deve-se analisar seus lados no momento correto de cada uma das fases de aplicação da regra da razão. Assim, com essa redefinição do mercado relevante, a primeira fase dessa regra consistiria em demandar que o autor (e) demonstrasse os efeitos anticoncorrenciais da conduta no lado diretamente atingido pela restrição⁵⁸⁰ ou (f) demonstrasse esses efeitos a ambos os lados da plataforma. Na segunda fase, a defesa deverá demonstrar que existem efeitos pró-competitivos (g) para qualquer um dos lados da plataforma ou (h) para a ambos os lados. Por fim, na terceira fase da regra da razão, seria demandado que o autor provasse que (i) os efeitos pró-competitivos da conduta poderiam ter sido razoavelmente alcançados por meios menos restritivos (anticompetitivos).⁵⁸¹

580 No caso Amex, conforme Justice Breyer esclareceu, isso levaria à seguinte conclusão: “(...) the District Court was correct in considering, at step 1, simply whether the agreement had diminished competition in merchant-related services” (U.S. SUPREME COURT, 2018, Breyer, J., dissenting, p. 10).

581 Tanto o item (d) quanto o item (i) possuem certas complicações. Tratam sobre a compensação entre um efeito anticoncorrencial, para um lado da plataforma, com um efeito pró-competitivo, para o outro lado. Essa análise comparativa, no entanto, poderá ser de difícil medição, pois pode não existir um denominador comum, como um valor monetário. Por exemplo, não se tem um denominador comum claro para se

A partir desse panorama, verifica-se que os efeitos concorrenceis da conduta são analisados, nos dois lados da plataforma, durante a aplicação das fases da regra da razão. É exatamente nesse ponto que a proposta aqui defendida de definição de mercado relevante para plataformas se diferencia das implicações da definição de mercado relevante no caso Amex. Como neste caso judicial a definição do mercado levou à inclusão de ambos os lados da plataforma de transação, então, foi demandado que todos os efeitos concorrenceis da conduta imputada fossem sopesados e demonstrados pelo autor já na primeira fase da regra da razão. A proposta aqui defendida, qual seja, de que a definição de mercado relevante inclua somente o lado da plataforma onde a restrição foi diretamente praticada pelo réu, traz essa análise e demanda a demonstração dos efeitos concorrenceis a ambos os lados da plataforma⁵⁸², tanto pelo autor quanto pelo réu, mas durante a aplicação da regra da razão⁵⁸³. Isso garante o correto “enforcement” da lei antitruste, evitando falsos positivos ou negativos e levando em conta também a especial característica dos efeitos indiretos de rede das plataformas.

Essa redefinição de mercado relevante para plataformas de dois lados, com a consequente estrutura de distribuição do ônus probatório pelas fases da regra da razão, é aplicada já em diversos países e blocos

analisar quanto uma restrição vertical discriminatória sobre propagandas, imposta por uma plataforma, compensa ou não, concorrencialmente, o benefício auferido pelo lado dos usuários desta mesma plataforma. Entretanto, haverá casos em que se terá um denominador comum que permita aferir essa compensação. O caso Amex é um deles. Vide: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 76-78.

582 Herbert Hovenkamp (2019, p. 60) compartilha desse entendimento quando afirma: “What the Supreme Court Majority was apparently trying to do is force the plaintiff to consider burdens and benefits on both sides of the platform as part of its *prima facie* case. The district court seem to have done that quite adequately, but it did not add the verbal flourish that the two sides were in a single relevant market. How its analysis would have been any different if it had done so is not clear”. Nesse mesmo sentido, vide: DUCCI, Francesco. Op. cit. (nota 20), p. 19.

583 Vide: U.S. SUPREME COURT, Op. cit. (nota 3), 2018, Breyer, J., dissenting, p. 20-21.

econômicos, por exemplo, no Brasil⁵⁸⁴, na União Europeia⁵⁸⁵ e, em alguns casos, no próprio EUA⁵⁸⁶.

Importante ser salientado também a equidade trazida por essa estrutura de distribuição do ônus probatório. Como se pode perceber, um efeito importante dessa definição de mercado relevante é que o autor poderá demonstrar, na primeira fase da regra da razão, os efeitos anticoncorrenciais apenas para um dos lados da plataforma (item e). De igual maneira, a defesa poderá apresentar provas dos efeitos pró-competitivos de sua conduta para qualquer um dos lados da plataforma (item g). Isso porque pode haver casos em que o efeito anticoncorrencial sofrido por um lado da plataforma realmente seja compensado pelo efeito pró-competitivo auferido somente pelo outro lado⁵⁸⁷. Nesse caso, como tem defendido a doutrina

584 Caio M. da Silva Pereira Neto e Filippo M. Lancieri (2020, p. 30-32) citam o seguinte exemplo: Visa-Visanet (Requerimento n. 08700.003240/2009-27). Outros exemplos são: Google e Buscapé (Requerimento n. 08012.010483/2011-94); Microsoft e Google (Requerimento n. 08700.005694/2013-19); Expedia, Decolar, Booking e Fórum de Operadores Hoteleiros do Brasil – FOHB (Requerimento n. 08700.005679/2016-13); Claro S.A., TIM Celular S.A., OI Móvel S.A. e TELEFÔNICA BRASIL S.A. (Requerimento n. 08700.004314/2016-71). Para maiores descrições desses casos e de outros casos dos países membros do BRICS, vide: BRICS REPORTS. **BRICS in the Digital Economy: Competition Policy in Practice**. 2019. Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/brics_report.pdf. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

585 Caio M. da Silva Pereira Neto e Filippo M. Lancieri (2020, p. 24-30) citam os seguintes casos: Cartes Bancaires (C-67/13 P, CB v. Commission); Visa (Case 29373, Visa International); Mastercad/Visa Europe (Case COMP/34.579, MasterCard; Case COMP/36.518, EuroCommerce; Case COMP/38.580, Commercial Cards; Case AT/39.398, Visa MIF); Mastercard UK (Case COMP/34.579, MasterCard; Case COMP/36.518, EuroCommerce; Case COMP/38.580, Commercial Card).

586 Justice Breyer (U.S. SUPREME COURT, 2018, Breyer, J., dissenting, p. 9), em seu voto divergente, trouxe o seguinte caso como o mais emblemático desse entendimento: Times-Picayune Publishing Co. v. United States, 345 U.S. 594, 610 (1953). Francesco Ducci (2018, p. 14) cita, por sua vez, o caso United States v Visa USA Inc, 344 F.3d 229. Já Herbert Hovenkamp (2019, p. 72-73) cita o caso Wallace v. IBM Corp., 467 F.3d 1104.

587 Um exemplo típico se trata do “preço predatório” em plataformas, seja de transação ou não, isto é, quando um lado da plataforma não cobra, ou até subsidia, a utilização pelo usuário de um lado da plataforma, enquanto, no outro lado da plataforma, são cobradas as taxas contra os publicitários ou vendedores. Ao deixar de cobrar qualquer taxa pelo uso de um lado, logo, obviamente abaixo de seu preço de custo, estariam incorrendo em preços predatórios. Entretanto, a partir dos argumentos defendidos neste artigo, não poderia configurar preço predatório nesse caso, embora David S. Evans e Richard Schmalensee (2018, p. 7-9) acusem que a definição de mercado

antitruste canadense, a conduta imputada não seria considerada anticoncorrencial⁵⁸⁸. De toda forma, verifica-se aqui uma igualdade na distribuição do ônus probatório entre o autor e a defesa, os quais podem demonstrar efeitos concorrenceis a qualquer um dos lados da plataforma de modo isolado, algo que não ocorre com a distribuição do ônus da prova decorrente da definição do mercado relevante como no caso Amex.

Por derradeiro, deve-se salientar que a forma de definição de mercado relevante aqui defendida cria maior segurança jurídica para o próprio mercado, já que essa estrutura de distribuição do ônus probatório seria aplicável tanto às plataformas de transação quanto às plataformas de não-transação. Essa estrutura clara assegura ao mercado e à sociedade o que se pode esperar da agência antitruste em questão probatória, o que será demandado da acusação e da defesa. A expectativa do mercado, a partir da clareza das regras de distribuição do ônus probatório, sofreria uma drástica diminuição caso fosse adotada a outra definição de mercado relevante, qual seja, aquela que inclui ambos os lados da plataforma⁵⁸⁹. O motivo que justifica essa inclusão é o simples fato de haver, nessas plataformas de transação, grandes efeitos indiretos de rede, maiores que nas plataformas de não-transação. Entretanto, como a própria Suprema Corte e alguns juristas

relevante aqui proposta implicaria nessa conclusão. Respondendo também a essa acusação, vide: HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 72-73. HOVENKAMP, Erik. Op. cit. (nota. 20), p. 44.

588 Neste ponto, a lei antitruste europeia e canadense divergem. Naquela, é demandado que o réu demonstre que os efeitos de sua conduta restritiva são pró-competitivos para ambos os lados da plataforma. Esse posicionamento, no entanto, sofre dos mesmos vícios de iniquidade e de excessiva oneração na distribuição do ônus probatório que o caso Amex, só que para o lado da defesa. Assim, a doutrina canadense se apresenta como mais adequada ao considerar suficiente que a defesa prove o efeito pró-competitivo de sua conduta para apenas um dos lados da plataforma. Vide: DUCCI, Francesco. Op. cit. (nota 20), p. 32-33.

589 Para críticas às definições empregadas pela maioria da Suprema Corte, no caso Amex, sobre os conceitos de “plataformas de transação” e de “plataformas de dois lados”, argumentando que foram demasiadamente abrangentes, vide: U.S. SUPREME COURT, Op. cit. (nota 3), 2018, Breyer, J., dissenting, p. 19-21. HOVENKAMP, Herbert, Op. cit. (nota 4), p. 81. MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. Op. cit. (nota 20), p. 124.

já afirmaram⁵⁹⁰, nem sempre todas as plataformas de transação terão fortes efeitos indiretos de rede que justifiquem a inclusão de seus dois lados em uma mesma definição de mercado relevante. Além disso, não está definitivamente esclarecido se não haveria casos de plataformas de não-transação com fortes efeitos indiretos de rede. Caso haja, os lados de sua plataforma também deveriam ser incluídos na mesma definição de mercado relevante. No final das contas, a inclusão dos lados da plataforma em uma mesma definição de mercado relevante seria feita caso a caso⁵⁹¹, conforme a força dos efeitos indiretos de rede de cada mercado. Assim, a partir desse critério não muito claro ou aferível é que se faria a distribuição do ônus da prova nos moldes do caso Amex ou não. É nesse ponto que se verifica uma evidente insegurança jurídica, já que nem mesmo um “framework” de distribuição do ônus probatório na aplicação da regra da razão estaria claro previamente aos autores e réus.

4. CONCLUSÃO

O caso Ohio vs. American Express reacendeu o debate antitruste sobre a forma de aplicação da regra da razão em plataformas de dois lados. Ao se incluir ambos os lados da plataforma de transação em uma mesma definição de mercado relevante, o ônus probatório inicial da regra da razão, que incumbe ao autor, foi demasiadamente elevado, pois a ele foi atribuído o ônus de demonstrar os efeitos anticoncorrenciais da conduta aos dois lados da plataforma. Cumprido esse grande ônus, o ilícito antitruste estaria configurado e, só assim, o ônus probatório seria passado à defesa, na segunda fase da regra da razão.

Essa definição de mercado relevante apresenta diversos problemas, de modo que deveria ser adotada uma definição de mercado relevante para plataformas, seja de transação ou não, que inclua somente o lado onde a restrição foi diretamente praticada pelo

590 Vide: referências da nota 17.

591 Nesse sentido: MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. Op. cit. (nota 20), p. 123

réu, como tem sido o entendimento de algumas agências antitruste pelo mundo. Isso porque, primeiro, evita a incoerente inclusão de bens não substitutos em uma mesma definição de mercado relevante, como ocorre ao se incluir os dois lados da plataforma de transação, que tratam, na realidade, de bens complementares na produção.

Segundo, gera uma distribuição do ônus probatório pelas fases da regra da razão mais equânime entre as partes e menos onerosa a qualquer uma delas, não inibindo a aplicação da lei antitruste, ao contrário do que ocorre ao incluir os lados da plataforma em uma mesma definição de mercado relevante. Disso decorre também que não se impediria que se analisasse os dois lados da plataforma, algo imprescindível devido a especial característica dos efeitos indiretos de rede desses mercados, já que tal análise seria feita durante as fases da regra da razão, não logo em sua primeira fase, como ocorreu no caso Amex. Ainda, a definição do mercado relevante aqui defendida evita também falsos positivos ou negativos, garantindo o correto “enforcement” da lei antitruste.

Por fim, a terceira razão é que essa estrutura de distribuição do ônus probatório, decorrente da definição de mercado relevante que inclua somente o lado da plataforma em que a restrição foi diretamente praticada pelo réu, seria mais clara, tanto em seus fundamentos quanto na prática, o que geraria maior segurança jurídica ao mercado e à sociedade. Em contraste, isso não ocorreria com a definição de mercado relevante que incluisse os dois lados da plataforma, a qual, no final das contas, necessitaria de uma análise caso a caso sobre qual seria a força dos efeitos indiretos de rede no mercado em questão para que, só assim, se definisse a distribuição do ônus probatório.

5. REFERÊNCIAS

BRICS REPORTS. **BRICS in the Digital Economy: Competition Policy in Practice**. 2019. Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/brics_report.pdf. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

BRUNELL, Richard M. “Ohio v. Amex: Not So Bad After All?”. **Antitrust Magazine**. v. 33, n. 1, 2018. Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/antitrust_law/publications/antitrust_magazine/2018/atmag-fall2018/. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal – Guia-H**. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. 2016. Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

_____. **Documento de Trabalho nº 05/2020 – Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados**. Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2020. Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/publicacoes-dee/DocumentodeTrabalhon5_Concorrenciaemmercados-digitaisumarevisaodosrelatoriosespecializados.pdf. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

DUCCI, Francesco. “Rule of Reason Analysis in Two-Sided Markets”. **NYU ASCOLA Conference**. Draft. 5 de jun. de 2018. Disponível em: https://www.law.nyu.edu/sites/default/files/upload_documents/Ducci.pdf. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

EVANS, David S.; SCHMALENSEE, Richard. “Applying the Rule of Reason to Two-Sided Platform Businesses”. **University of Miami Business Law Review**. Vol. 26, 2018. Disponível em: <https://repository.law.miami.edu/umblr/vol26/iss2/3/>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

----- “The Antitrust Analysis of Multisided Platform Businesses”. In.: BLAIR, R. D.; SOKOL, D. D. (Eds.). **The Oxford Handbook of International Antitrust Economics**. Vol. 1. Oxford: Oxford University Press, 2015, p. 404-447.

FEDERAL TRADE COMISSION. Guide to Antitrust Laws – The Antitrust Laws. Washington, DC. Disponível em: <https://www.ftc.gov/tips-advice/competition-guidance/guide-antitrust-laws>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

FILISTRUCCHI, Lapo. “Market definition in multi-sided markets”. In: OECD. **Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms**. 2018. p. 37-51. Disponível em: www.oecd.org/competition/re-thinking-antitrust-tools-for-multi-sided-platforms.htm. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

GRAHAM, Victoria. “Goldman, NCAA Test Limits of AmEx Two-sided Antitrust Defense”. **Bloomberg Law - Mergers & Antitrust Law News**. 26 de fev. de 2020. Disponível em: <https://news.bloomberglaw.com/mergers-and-antitrust/goldman-ncaa-test-limits-of-amex-two-sided-antitrust-defense>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

HARARI, Yuval Noah. “Yuval Noah Harari: the world after coronavirus”. **Financial Times**. 20 de mar. de 2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/19d90308-6858-11ea-a3c9-1fe6fedcca75>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

HOVENKAMP, Erik. “Platform Antitrust”. **Journal of Corporation Law**, vol. 44. No prelo. 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3219396>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

HOVENKAMP, Herbert. “Platforms and the Rule of Reason: The American Express Case”. **Columbia Business Law Review**. v. 35, 2019, p. 34-92. Disponível em: <https://doi.org/10.7916/d8-3bfd-3856>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

----- “The Looming Crisis in Antitrust Economics”. **University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics.** Research Paper 20-15, 2020. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3508832>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

MANNE, Geoffrey A.; WU, Tim. “Contemporary Critique: Ohio v. American Express”. **Journal of Antitrust Enforcement.** v. 7, issue 1, 2019, p. 104-127. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/jaenfo/jnz003>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

Open Markets Statement on Ohio v. American Express Decision. **Open Markets – Press Release.** 25 de jun. de 2018. Disponível em: <https://openmarketsinstitute.org/releases/open-markets-statement-ohio-v-american-express/>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

PEREIRA NETO, Caio M. da Silva; LANCIERI, Filippo M. “Towards a Layered Approach to Relevant Markets in Multi-Sided Transaction Platforms”. **Antitrust Law Journal.** No prelo. 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3408221. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

RENZETTI, Bruno P.; FERNANDES, Gabriel de C. “Concorrência no Mercado de Meios de Pagamento Após Ohio v. American Express”. **Revista do IBRAC.** v. 24, n. 2, 2018, p. 246-266.

ROCHET, Jean-Charles; TIROLE, Jean. “Platform Competition in Two-Sided Markets”. **Journal of the European Economic Association.** vol. 1, issue 4, 2003, p. 990-1029. Disponível em: <https://doi.org/10.1162/154247603322493212>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

SANTOS, Humberto Cunhas dos. “Pós-crise da Covid-19: consolidação da era das plataformas digitais e e-commerce?”. **JOTA.** 21 de abr. de 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/pos-crise-da-covid-19-consolidacao-da-era-das-plataformas-digitais-e-e-commerce-21042020>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

U.S. HOUSE COMMITTEE ON THE JUDICIARY. **Online Platforms and Market Power, Part. 6: Examining the Dominance of Amazon, Apple, Facebook, and Google.** Disponível em: <https://judiciary.house.gov/subcommittees/antitrust-commercial-and-administrative-law-116th-congress/>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

U.S. SUPREME COURT. Brief for Amici Curiae Antitrust Law & Economics Scholars in Support of Respondents. **Ohio vs. American Express Co.** N.º 16-1454. 2018. Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/search.aspx?FileName=/docket/docketfiles/html/public/16-1454.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

_____. Brief of 28 Professors of Antitrust Law as Amici Curiae Supporting Petitioners. **Ohio vs. American Express Co.** N.º 16-1454. 2018. Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/search.aspx?FileName=/docket/docketfiles/html/public/16-1454.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

_____. **Ohio vs. American Express Co.** N.º 16-1454. 2018. Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/search.aspx?FileName=/docket/docketfiles/html/public/16-1454.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

VIANA, Diego. “Jean Tirole, Prêmio Nobel de Economia, aponta saída para a crise”. **Valor Econômico**. 17 de abr. de 2020. São Paulo. Disponível em: <https://valor-globo-com.cdn.ampproject.org/c/s/valor.globo.com/google/amp/eu-e/noticia/2020/04/17/jean-tirole-premio-nobel-de-economia-aponta-saidas-para-a-crise.ghtml>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

Will the Supreme Court’s Amex Decision Shield Dominant Tech Platforms From Antitrust Scrutiny? **Forbes**. 18 de jul. de 2018. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/washingtonbytes/2018/07/18/antitrust-enforcement-of-dominant-tech-platforms-in-the-post-ame>

rican-express-world/#1e0d77b2f76e. Acessado em: 28 de agosto de 2022.

WU, Tim. “The Supreme Court Devastates Antitrust Law”. **The New York Times**. 26 de jun. de 2018 Disponível em: <https://www.nytimes.com/2018/06/26/opinion/supreme-court-american-express.html>. Acessado em: 28 de agosto de 2022.