



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 180-181, ago. 2020/jul. 2021

RDM 180/181

Doutrina e Atualidades:

1 - "Infraestruturas de Mercado Financeiro em registro distribuído: uma abordagem institucional das atividades de Depositário Central e de Sistemas de Liquidação" (autoras: Juliana Facklmann, Paloma Alvares Sevilha, Camila Villard Duran)

2 - "O Movimento de Ascensão do Compliance Anticorrupção a partir da Promulgação do Foreign Corrupt Practices Act" (autora: Gabriela Forti Pimentel Teixeira)

3 - "Análise de monopólios na jurisprudência do CADE sob a Lei 12.529/11: Um campo a descobrir?" (autor: Gustavo Manicardi Schneider)

4 - "A diversidade de gênero na alta administração: Tokenismo, Conexões Pessoais e Diretoras de Enfeite" (autora: Thais Calixto de Abreu)

5 - "Incorporações de Instituições Financeiras e Regulação: Encontros e Desencontros entre os Regimes Societário, Tributário e Contábil" (autor: Yann Santos Teixeira)

6 - "A Mitigação do Aproveitamento Parasitário de Marcas à Luz do Emprego de Expressões de Uso Comum: Uma Breve Análise Jurisprudencial" (autora: Karina Cesana Shafferman)

7 - "Cláusula Take or Pay: Uma Análise Jurisprudencial de Aplicabilidade no Direito Brasileiro" (autoras: Batya Tabacnik, Laura Ustulim, Roberta Villela)

8 - "Regulamentação de Criptoativos: Óbice ao Progresso ou Intervenção Dispensável" (autora: Giulia Feitoza Germano)

9 - "A Vedação à Purga da Mora nos Contratos de Alienação Fiduciária Em Garantia Regidas Pelo Decreto-Lei 911/69 e a Eficiência Econômica" (autor: Andrey Francisco de Campos)

10 - "A Lei n. 14.195/2021 e a Extinção da EIRELI" (autor: João Victor Bonini Kehdi)

ISBN 978-65-6006-058-6



9 786560 060586 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

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

180/181

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 LIX (Nova Série)
Agosto 2020/Julho 2021

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LIX – ns. 180/181 – ago. 2020/jul. 2021

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 LEÃES, 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 GOUVÊA,
ROBERTO AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,
SHEILA CHRISTINA NEDER CERZETTI,
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, DANIEL FERMANN,
HELOISA DE SENA MUNIZ CAMPOS, ISABELLA PETROF MIGUEL,
LARA ABOUD, LARISSA FONSECA MACIEL, LUMA LUZ, MARIA
EDUARDA DA MATTA RIBEIRO LESSA, MATEUS RODRIGUES
BATISTA, PEDRO FUGITA DE OLIVEIRA, RAFAELA VIDAL CODOGNO,
VICTORIA ROCHA PEREIRA E 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

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: Andrey Francisco de Campos, Batya lampolsky Tabacnik, Camila Villard Duran, Gabriela Forti Pimentel Teixeira, Giulia Feitoza Germano, Gustavo Manicardi Schneider, João Victor Bonini Kehdi, Juliana Facklmann, Karina Cesana Shafferman, Laura Ustulim, Paloma Alvares Sevilha, Roberta Tedeschi Villela Esteves, Thais Calixto de Abreu, Yann Santos Teixeira

ISBN: 978-65-6006-058-6

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
EDITORA DIGITAL

AUTORES

Juliana Facklmann

Professora do Insper e Advisor do Mercado Bitcoin /2TM. Ex-Diretora Global (Latam e Europa) de Regulação e Design de Produtos do Grupo 2TM. Painelista e palestrante sobre cripto e regulação financeira. Mentora do Next da Fenabac. Coordenadora da frente de DeFi e Criptoativos do LAB Inovação Financeira. Mestre e Bacharel em Direito pela USP. Mais de 20 anos de experiência em regulação do mercado financeiro e de capitais, em infraestruturas de mercado financeiro (IMF), em inovação e em criptoativos, com passagens por Pinheiro Neto Advogados, Citibank, Cetip, B3 e FGC.

Paloma Alvares Sevilha

Bacharel em Economia pelo Mackenzie e Master em Economia pela FGV. Com 15 anos de experiência, atuou em grandes infraestruturas de mercado como Cetip, BMF&Bovespa e CIP, bem como na Anbima, coordenando Comitês e Grupos Técnicos. Nos últimos 4 anos, dedicou-se à implementação de infraestruturas de mercado em blockchain, tendo atuado na Bitrust e na BEE4, onde atualmente ocupa a posição de Diretora de Produtos e IMF. É membro do GT Fintech da CVM desde 2018, das Comissões de Serviços Financeiros de Blockchain da ABNT, de grupos sobre ativos digitais da International Organization for Standardization (ISO), e da Digital Currency Global Initiative (ITU e Stanford).

Camila Villard Duran

Professora associada em direito da ESSCA School of Management, na França, e advogada especializada em direito econômico, regulação do mercado financeiro, da moeda e da crypto economia. É membro do subgrupo de Inovação e Soluções de Mercado do GT Fintech do LAB Inovação Financeira. Livre docente em economia internacional pelo Instituto de Relações Internacionais da USP. Doutora em direito com

dupla titulação de tese pela USP e pela Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Mestre e graduada em direito pela USP. Foi pesquisadora pós-doutora pelo programa Oxford-Princeton Global Leaders.

Gabriela Forti Pimentel Teixeira

Mestre em Direito Societário pela Universidade de Cambridge, Reino Unido (2023). Graduada em Direito pela Universidade de São Paulo (USP) (2020), com período de mobilidade acadêmica no Institut des Sciences Politiques (Sciences Po) de Paris (2017) e dupla diplomação em direito pela Université Lumière Lyon II (2022). E-mail: gfpt2@cantab.ac.uk.

Gustavo Manicardi Schneider

Gustavo é Diretor de Estratégia no Instituto de Direito Global, advogado no PGLaw e mestrando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da USP (FDUSP). É também bacharel em Direito pela FDUSP (2021) e coordenador do Grupo Direito e Pobreza e do Centro de Estudos Legais Asiáticos, ambos da FDUSP.

Thais Calixto de Abreu

Graduada em direito pela Universidade de São Paulo. Advogada nas áreas de direito societário e mercado de capitais em São Paulo. Coordenadora de Pesquisa do Grupo Direito e Pobreza da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Yann Santos Teixeira

Mestre em Teoria do Direito pela New York University School of Law. Graduado em Direito pela Universidade de Brasília, com formação complementada por graduação sanduíche na Justus-Liebig Universität Gießen. Graduando em Filosofia pela Universidade de Brasília. Consultor e Advogado.

Karina Cesana Shafferman

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).
Aluna do curso de *Licence en Droit* pela *Université Jean Moulin Lyon 3*.

Batya Iampolsky Tabacnik

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo, fundadora do núcleo de estudos Debt Advisory & Distressed Deals (USP). Estagiária de Societário e Reestruturação no Padis Mattar Advogados.

Laura Ustulim

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo, com dupla diplomação pelo programa PITES, em parceria com a *Université Lumière Lyon 2*, e aprofundamento de estudos na França, por um período de um ano. Pesquisadora bolsista pela FAPESP, com foco no Legalismo Autoritário e no direito de Liberdade de Expressão.

Roberta Tedeschi Villela Esteves

Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo, com dupla diplomação pelo programa PITES, em parceria com a *Université Jean Moulin Lyon 3*, e aprofundamento de estudos na França, pelo primeiro semestre de 2023. Estagiária de Fusões & Aquisições no Pinheiro Neto Advogados.

Giulia Feitoza Germano

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiária em plataforma de negociação de valores mobiliários tokenizados com direito societário e mercado de capitais.

Andrey Francisco de Campos

Pós-graduado em Direito Tributário pela Escola Brasileira de Direito (EBRADI), Bacharel em Direito pelo Centro Universitário de Ourinhos (UNIFIO). Advogado.

João Victor Bonini Kehdi

Graduando em direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie de São Paulo. Formado no Colégio Visconde de Porto Seguro. Estagiário de M&A e Mercado de Capitais no Banco Safra.

SUMÁRIO

Infraestruturas de Mercado Financeiro em registro distribuído: uma abordagem institucional das atividades de Depositário Central e de Sistemas de Liquidação 15

Juliana Facklmann, Paloma Alvares Sevilha, Camila Villard Duran

O Movimento de Ascensão do Compliance Anticorrupção a partir da Promulgação do Foreign Corrupt Practices Act 63

Gabriela Forti Pimentel Teixeira

Análise de monopônios na jurisprudência do CADE sob a Lei 12.529/11: Um campo a descobrir? 105

Gustavo Manicardi Schneider

A diversidade de gênero na alta administração: tokenismo, conexões pessoais e diretoras de enfeite 161

Thais Calixto de Abreu

Incorporações de instituições financeiras e regulação: encontros e desencontros entre os regimes societário, tributário e contábil 213

Yann Santos Teixeira

A mitigação do aproveitamento parasitário de marcas à luz do emprego de expressões de uso comum: uma breve análise jurisprudencial... 285

Karina Cesana Shafferman

Cláusula Take or Pay: Uma análise jurisprudencial de aplicabilidade no Direito Brasileiro 311

Batya Tabacnik, Laura Ustulim, Roberta Villela, Giulia Feitoza Germano

A vedação à purga da mora nos contratos de alienação fiduciária em garantia regidas pelo Decreto-Lei 911/69 e a eficiência econômica.. 367

Andrey Francisco de Campos

A Lei n. 14.195/2021 e a Extinção da EIRELI..... 403

João Victor Bonini Kehdi

INFRAESTRUTURAS DE MERCADO FINANCEIRO EM REGISTRO DISTRIBUÍDO: UMA ABORDAGEM INSTITUCIONAL DAS ATIVIDADES DE DEPOSITÁRIO CENTRAL E DE SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO

Juliana Facklmann (Insper, São Paulo)
Paloma Alvares Sevilha (FGV, São Paulo)
Camila Villard Duran (ESSCA, Angers, França)

Resumo

Este artigo aborda o impacto das tecnologias de registro distribuído (*Distributed Ledgers Technologies* - DLTs) nas Infraestruturas de Mercado Financeiro (IMFs). As IMFs são instituições que facilitam a compensação, a liquidação e o registro de operações financeiras, promovendo segurança jurídica e eficiência no mercado financeiro. No Brasil, são reguladas tanto pelo Banco Central do Brasil (BCB) como pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Este estudo explora as possibilidades técnicas da DLT para essas infraestruturas, contrastando com as atividades e as responsabilidades das entidades atuais, responsáveis por essas funções no mercado financeiro. A análise se concentra em dois tipos específicos de IMFs: Depositárias Centrais (Central Security Depositories - CSDs) e Sistemas de Liquidação (Security Settlement System - SSS). O processo de tokenização de ativos financeiros e valores mobiliários em ambiente DLT traz desafios importantes para as IMFs, exigindo as correspondentes infraestruturas de mercado, de forma a garantir relações financeiras seguras e eficientes. O artigo explora como a DLT poderia substituir as IMFs atualmente existentes, analisando novos processos e novas possibilidades em ambiente distribuído, inclusive com reflexões sobre a emissão de uma moeda digital de atacado pelo BCB (Drex).

Palavras-Chave: Infraestrutura de Mercado Financeiro; Tecnologia de Registro Distribuído; Depositários Centrais; Sistemas de liquidação; Blockchain; CBDC (Central Bank Digital Currency).

FINANCIAL MARKET INFRASTRUCTURES IN DISTRIBUTED LEDGERS: AN INSTITUTIONAL APPROACH TO THE ACTIVITIES OF CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY AND SETTLEMENT SYSTEMS

Abstract: This article addresses the impact of Distributed Ledger Technologies (DLTs) on Financial Market Infrastructures (FMIs). FMIs are institutions that facilitate the clearing, settlement, and register of financial transactions, promoting legal certainty and efficiency in the financial markets. In Brazil, they are regulated by the Central Bank of Brazil (BCB) and the Securities and Exchange Commission (CVM). The study explores the technical possibilities of DLT for these infrastructures, contrasting with the activities and responsibilities of current entities in financial markets. The analysis focuses on two specific types of FMIs: Central Security Depositories (CSDs) and Security Settlement Systems (SSS). The process of tokenizing financial assets and securities in a DLT environment brings significant challenges for FMIs, requiring the correspondent market infrastructures to ensure safe and efficient financial relations. The article explores how DLT could replace currently existing FMIs, analyzing new processes and possibilities in a distributed environment, including reflections on the issuance of a wholesale CBDC by the BCB (Drex).

Keywords: Financial Market Infrastructure; Distributed Ledger Technology; Central Security Depository; Security Settlement System; Blockchain; CBDC.

Lista de abreviaturas

| | |
|--------|---|
| ANBIMA | Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais |
| API | <i>Application Programming Interface</i> - Interface de Programação de Aplicação |
| BC | Banco Central |
| BCB | Banco Central do Brasil |
| BIS | <i>Bank for International Settlements</i> - Banco de Compensações Internacionais |
| CBDC | <i>Central Bank Digital Currency</i> - Moeda Digital de Banco Central |
| CCP | <i>Central Counterparty</i> - Contraparte Central Garantidora |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| CPSS | <i>Committee on Payment and Settlement Systems</i> - Comitê de Pagamento e Sistemas de Liquidação |
| CSD | <i>Central Security Depository</i> - Depositária Central de Valores Mobiliários ou Depositária Central |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| DeFi | <i>Decentralized Finance</i> - Finanças Descentralizadas |
| DEX | <i>Decentralized Exchanges</i> - Corretoras Descentralizadas |
| Drex | CBDC emitida pelo Banco Central do Brasil |
| DLT | <i>Distributed Ledger Technology</i> - Tecnologia de Livro ou Registro Distribuído |
| DvP | <i>Delivery versus Payment</i> - Entrega contra Pagamento |
| ESMA | <i>European Securities and Markets Authority</i> - Autoridade de Valores Mobiliários e Mercados Europeia |
| IF | Instituição Financeira |
| IMF | Infraestrutura de Mercado Financeiro (<i>Financial Market Infrastructure</i> - "FMI") |
| IOSCO | <i>International Organization of Securities Commissions</i> - Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários |
| IP | Instituição de Pagamento |

| | |
|------|--|
| LAB | Laboratório de Inovação Financeira |
| MiCA | <i>Market in Crypto Assets</i> - Mercado de Criptoativos |
| OCC | <i>Office of Comptroller of Currency</i> - Escritório de Controle da Moeda |
| PIB | Produto Interno Bruto |
| PvP | <i>Payment versus Payment</i> - Pagamento contra Pagamento |
| RLN | <i>Regulated Liability Network</i> - Rede de Responsabilidade Regulada |
| SSS | <i>Security Settlement System</i> - Sistema de Liquidação de Ativos |
| UE | União Europeia |
| USDC | <i>USD Coin</i> - Moeda de USD - criptomoeda lastreada em dólar |

INTRODUÇÃO¹

Com o surgimento de inovações tecnológicas de registro distribuído (*Distributed Ledgers Technologies* - DLTs), ganha força o debate acerca das potencialidades de sua utilização em estruturas e por instituições já estabelecidas no mercado. É o que tem ocorrido com a possível implementação de DLTs em Infraestruturas de Mercado Financeiro (IMFs). As IMFs compreendem um arcabouço institucional cujo objetivo é, em última análise, fazer a compensação efetiva de obrigações financeiras, de forma centralizada, servindo como substrato de confiança para as relações de mercado. Elas são sustentadas por instituições e mecanismos jurídicos de execução de obrigações financeiras, que visam reduzir os problemas do descompasso temporal entre o cumprimento de deveres das partes contratantes e a assimetria de informação entre elas. O objetivo institucional é o de promover segurança jurídica e eficiência no mercado financeiro e de capitais.

¹ As autoras agradecem os valiosos comentários recebidos de avaliadores da Revista e, especialmente, o trabalho impecável de assistência de pesquisa de Karina Ribeiro Delarmelina.

Uma IMF é a entidade que: (i) detém condições técnico-materiais para possibilitar o funcionamento de mercados financeiros (aspecto objetivo); (ii) congrega um conjunto de atividades necessárias para o ciclo de negociação de ativos, ou seja, a emissão, a liquidação e a custódia desse bem (aspecto funcional); e (iii) representa um grupo de instituições e procedimentos necessários para a promoção e a manutenção de operações efetivas em mercados financeiros (aspecto institucional). No Brasil, elas são entidades reguladas tanto pelo Banco Central do Brasil (BCB) como pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Este trabalho trata das IMFs a partir dos aspectos objetivo e funcional, ou seja, constrói-se uma reflexão sobre as possibilidades técnicas provenientes da DLT para essas infraestruturas em contraste com as atividades e as responsabilidades típicas das atuais entidades que as compõem. Este artigo também reconstrói conceitos jurídico-econômicos, a partir de uma perspectiva institucional: o funcionamento do arcabouço das IMFs é tratado a partir de sua contribuição para a estabilidade das relações privadas do mercado financeiro. Por meio da análise do papel desempenhado por diferentes IMFs no Brasil, seus deveres e suas responsabilidades, busca-se avaliar em que medida a tecnologia de registro distribuído poderia integrar, ou eventualmente substituir, o modelo centralizado de funcionamento das estruturas vigentes. Especial atenção é dedicada aos requisitos regulatórios dessas estruturas.

O debate nacional e internacional acerca do uso de DLTs em IMFs deve-se, em grande medida, a possíveis ganhos de eficiência para o mercado e a benefícios que seriam difundidos (GUETTA, 2022; LAB, 2023, 2022, 2021; ANBIMA, 2022a, 2022b). Eles se referem, por exemplo, à visibilidade completa de todas as operações e à sua imutabilidade, o que possibilitaria uma trilha de auditoria completa. No entanto, desenhar uma IMF nos moldes regulatórios atuais em uma rede DLT, de forma a alavancar as principais vantagens desse tipo de tecnologia, é tarefa complexa.

A análise aqui proposta delimita-se a dois tipos específicos de IMFs, quais sejam, as Depositárias Centrais (*Central Security Depositaries* - CSDs) e os Sistemas de Liquidação (*Security Settlement System* - SSS). Ambas as modalidades de IMFs apresentam alto grau de integração das atividades desempenhadas, exercendo funções econômicas essenciais para o funcionamento de mercados. A liquidação de uma obrigação jurídica financeira, por meio de um Sistema de Liquidação, por exemplo, prescinde e está mutuamente condicionada à atividade de custódia do respectivo ativo ou valor mobiliário (ou a transferência dessa custódia), que reflete as alterações correspondentes de propriedade desse bem econômico. Por vezes, essas funções acabam sendo desempenhadas por uma mesma entidade.

O crescente processo de criação (emissão ou “mintagem”) de ativos financeiros² e valores mobiliários³ em ambiente DLT, tem

2 Conforme o art. 2º, incisos I e II e § 2º, da Resolução CMN nº 4.593, de 28 de agosto de 2017, (BCB, 2017), em linha com a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013 (BRASIL, 2013), define ativos financeiros como (i) os títulos de crédito, direitos creditórios e outros instrumentos financeiros que sejam: (a) de obrigação de pagamento das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, incluindo contratos de depósitos a prazo; (b) de coobrigação de pagamento das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, em operações como aceite e garantia; (c) admitidos nas carteiras de ativos das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, exceto os objeto de desconto; (d) objeto de desconto em operações de crédito, por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB ou entregues em garantia para essas instituições em outras operações do sistema financeiro; (e) escriturados conforme regulamentação do Banco Central do Brasil ou custodiados por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB; ou (f) de emissão ou de propriedade de entidades não autorizadas a funcionar pelo BCB, integrante de conglomerado prudencial, definido nos termos do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif); e (ii) os bens, direitos ou instrumentos financeiros: (a) cuja legislação ou regulamentação específica assim os defina ou determine seu registro ou depósito centralizado; ou (b) que, no âmbito de um arranjo de pagamento, sejam de obrigação de pagamento de instituição de pagamento aos seus clientes. Estão expressamente excluídos da definição de ativos financeiros os valores mobiliários.

3 Conforme o art. 6º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, (BRASIL, 1976) são considerados valores mobiliários (i) as ações, debêntures, e bônus de subscrição; (ii) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários; (iii) os certificados de depósito de valores mobiliários (iv) as cédulas de debêntures; (v) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (vi) as notas comerciais; (vii) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam

recebido o nome de tokenização (FACKLMANN *et. al.*, 2022). Ele traz desafios importantes para as IMFs. A tokenização é um processo complexo, dependente de conhecimento em tecnologia e da correta e adequada codificação de contratos inteligentes (*smart contract*)⁴ ou *token* correlatos. Ela é o processo por meio do qual um emissor cria *tokens* digitais recorrendo à tecnologia de registro distribuído, que constitui ou é lastreado por ativos de natureza digital ou física. O *token* pode representar um ativo já existente, ou ser nativo daquela rede. Esse processo tem gerado demandas econômicas quanto às potencialidades de se reconstruir, ou até mesmo complementar, as atuais IMFs em DLT, que dariam o substrato de confiança institucional às relações jurídicas tokenizadas.

No processo de tokenização, há comparações que podem ser construídas entre as atividades de novos agentes de mercado e novas estruturas, e aquelas das IMFs atuais. Por meio da codificação de *smart contracts* e *tokens*, funções predefinidas e automatizadas são conferidas a ativos em DLT, em um procedimento mais avançado de desmaterialização e imobilização de ativos desempenhado por uma CSD. Por um lado, os *tokenstendem*, assim, a serem mais seguros devido à automatização de tarefas e à dispensa de instruções adicionais para a execução de obrigações jurídicas. Por outro, há riscos emergentes, como falhas, incorreções ou eventuais incongruências na codificação de *tokens*.

Uma vez criado o *token*, é preciso contar com sistemas (estruturas) que comportem o ciclo de negociação. Esses sistemas

valores mobiliários; (viii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (ix) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

4 Os *smart contracts* são linguagens codificadas autoexecutáveis e auto-aplicáveis em programas de computador operados em *blockchain*. Trata-se de um conjunto de promessas, especificado em formato digital, incluindo protocolos específicos (CADOGAN, 2023).

devem contemplar características particulares de cada criptoativo,⁵ tais como precificação, marcação a mercado, natureza do ativo, vencimento, pagamento de cupons, entre outros. Também é necessária uma infraestrutura que viabilize a liquidação das operações e a troca de titularidades correspondentes, decorrentes de negociação em plataformas, ou de natureza privada. Esses sistemas e conexões podem ser estabelecidas por meio de tecnologias tradicionais (como ocorre atualmente), e também parcialmente ou completamente por meio de *smart contracts*. Nesse último caso, ressalta-se a importância de papéis e responsabilidades na codificação de contratos inteligentes. Dado que a estrutura de *tokens* dos *smart contracts* pressupõe um encadeamento de processos complexos, há riscos de falhas ou vulnerabilidades.

A negociação de um ativo pode ser feita de forma *on-chain*. No entanto, é preciso que *tokens* ou *smart contracts* recebam informações suficientes para o cálculo de seu preço. No caso de ambientes de negociação de renda variável, por exemplo, é preciso assegurar que os *smart contracts* incorporem regras que evitem os riscos relacionados à pré-negociação, como, por exemplo, respeito a túnel de preços, lote máximo e mínimo (se houver), *self trade prevention*,⁶ etc. Também é possível implementar um sistema híbrido, em que ordens são recebidas e negócios são executados de forma *off-chain*, com a criação correspondente da ordem de transferência de *tokens* da *wallet* do vendedor para a *wallet* do comprador mediante execução do negócio. Nesse caso, a efetivação de tal transferência deverá ser condicionada à confirmação da liquidação pelas partes.

Nesse contexto, o principal intuito deste artigo é o de explorar como a tecnologia de registro distribuído poderia substituir IMFs atualmente existentes (notadamente, CSD e SSS). Novos processos e

5 Neste artigo, os termos “criptoativos” e “*tokens*” são utilizados de forma indistinta e intercambiável. Ambos referem-se a ativos criados (“mintados”), transferidos e negociados em uma DLT. O termo “criptomoedas” diz respeito a espécie de criptoativos, tratando-se, em acepção ampla, de criptoativos que funcionam sobretudo como meio de pagamento.

6 Esse termo refere-se ao mecanismo utilizado em ambientes de negociação para impedir o casamento de ordens de compra e venda de um mesmo cliente, ou comitente - cliente em nome do qual o intermediário participante enviou ordem.

novas possibilidades são explorados e reflexões sobre como o desenho institucional em ambiente distribuído seria possível. O processo de tokenização de ativos de naturezas distintas demanda infraestruturas de mercado com funções equivalentes para assegurar que relações financeiras sejam seguras e eficientes. No entanto, novas funções e novas responsabilidades também emergem nesse novo contexto, decorrentes da especificidade do uso da DLT.

Para tratar desses desafios institucionais e de possíveis respostas, o presente artigo está estruturado da seguinte forma: na primeira seção, são apresentadas as funções das IMFs e sua relevância para o funcionamento de mercados financeiros. Na sequência (Seção 2), reflexões sobre o desenho das IMFs em ambiente DLT são construídas e apresentadas ao leitor e à leitora com um olhar sobre os desafios institucionais de sua implementação. Na Seção 3, uma análise funcional das IMFs em DLT, aplicada às atividades de CSD e SSS, é apresentada com foco em suas potencialidades e riscos. Por fim, em considerações finais, um guia para a transição das IMFs em registro distribuído é sugerido pelas autoras deste artigo.

1. O QUE SÃO IMFS E POR QUE ELAS SÃO RELEVANTES?

As IMFs reúnem mecanismos cooperativos em um arcabouço institucional, que asseguram a eficiência e a segurança jurídica para relações financeiras. Eficiência e segurança são princípios norteadores para a estruturação de sistemas financeiros. Outros valores se somam a eles, como integridade, estabilidade, inclusão e interoperabilidade (BIS, 2022).

As IMFs são pilares do arcabouço institucional do sistema financeiro e do mercado de capitais. Na ordem internacional, as entidades e as atividades desempenhadas por elas foram objeto de tratamento jurídico pelo *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) do Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements* - BIS, o banco central dos bancos centrais) e pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO, a

organização internacional que reúne as CVMs de países membros). O documento jurídico foi submetido à revisão em 2012, de forma a organizar as IMFs em tipologias específicas. São elas: sistemas de pagamentos (*payment systems*), CSDs, Sistemas de Liquidação, contrapartes centrais garantidoras (*central counterparties* - “CCPs”) e repositórios de negociações (*trade repositories* - “TRs”) (BIS e IOSCO, 2012).

Definiram-se como IMFs as estruturas que facilitam a compensação, a liquidação e o registro de operações financeiras e monetárias, que fortalecem o mercado e que têm papel crucial para assegurar a estabilidade financeira. Trata-se de sistemas considerados sistemicamente importantes. Quando geridas de forma inapropriada, as IMFs podem ser fontes de choques, falhas de liquidez e risco de crédito, além de serem potenciais propagadoras de eventos de estresse para os mercados doméstico e internacional.

Em resposta à crise financeira global de 2008, parâmetros para a atuação dessas IMFs foram estabelecidos, de forma a assegurar que seus objetivos estruturantes sejam implementados (BIS, 2022). Tais padrões foram denominados como “Princípios para Infraestruturas de mercado financeiro” (BIS e IOSCO, 2012), que devem nortear as atividades de uma IMF⁷.

Por uma questão de simetria regulatória, esses princípios devem se aplicar também às IMFs em ambiente DLT. Assim, é relevante construir uma reflexão sobre as funcionalidades trazidas pela tecnologia de registro distribuído, que, ademais, possibilitariam a mitigação de certos riscos já endereçados por tais princípios. Abaixo, a Figura 1 contém, de forma sintética, as principais funções

7 O art. 4º da Resolução CMN nº 4.952, de 30 de setembro de 2021 (BCB, 2021), estabelece que o BCB e a CVM observarão tais princípios na regulação, no monitoramento e na avaliação da segurança e eficiência, das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação. O Comunicado nº 25.097, de 10 de janeiro de 2014 (BCB, 2014), estendeu a obrigação do BCB e da CVM mencionada acima para registros e depósitos centralizados de ativos financeiros e valores mobiliários. Reguladores e demais entidades envolvidas em IMFs publicam a avaliação interna de cumprimento dos respectivos princípios, como o BCB (2023d), em relação ao Sistema de Liquidação e Custódia (Selic) e a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (2022).

desempenhadas pela CSD e pelo Sistema de Liquidação, para os fins deste artigo.

Figura 1: principais funções da csd e de sistemas de liquidação

| | |
|------------------------------|---|
| CSD | Dispõe de estrutura de contas, serviços de guarda segura, serviços qualificados e podem administrar eventos corporativos dos ativos. |
| | Pode guardar ativos na forma física (e imobilizada) ou desmaterializada (registros eletrônicos). Detém o registro definitivo da propriedade do ativo. |
| | Pode ou não exercer funções de sistema de liquidação de ativos, a depender do arranjo adotado em um país específico. |
| Sistema de Liquidação | Permite que ativos sejam transferidos e liquidados por registro contábil (<i>book entry</i>) de acordo com regras multilaterais preestabelecidas. |
| | Realiza a transferência contra pagamento (<i>Delivery versus Payment - DvP</i>), ou seja, a entrega do ativo mutuamente condicionada ao pagamento. |
| | Pode oferecer serviços adicionais de compensação e liquidação, como confirmação da negociação e instruções para liquidação. |

Fonte: Elaborado pelas autoras.

No Brasil, as funções de CSD e de Sistema de Liquidação encontram-se integradas na mesma entidade. O país adotou o conceito mais abrangente de CSD, o qual inclui atividades relativas a sistemas de liquidação, conforme Figura 2, abaixo. Outra particularidade do regime jurídico brasileiro é a de que a atividade de mercado de balcão organizado também acaba por se confundir, em muitos aspectos, com as atividades de outras IMFs, notadamente, com o repositório de negociações e com o sistema de liquidação. Tal particularidade tende a refletir a formação histórica do mercado financeiro brasileiro e um elevado grau de concentração das IMFs. Não é rara a situação em que

a mesma entidade integra verticalmente as funções exercidas por diferentes IMFs.

Figura 2: as IMFS no Brasil⁸



Fonte: Elaborado pelas autoras.

2.IMFS EM AMBIENTE DLT: UM ARCABOUÇO INSTITUCIONAL POSSÍVEL?

Para este artigo, compreende-se a DLT como os processos e as tecnologias que permitem que nós, em uma determinada rede ou arranjo, irão incluir, validar e inscrever de forma segura dados em um registro (*ledger*) distribuído em rede. A DLT, no contexto das atividades de uma CSD e de um Sistema de Liquidação, diz respeito à tecnologia que viabiliza processos e protocolos para a realização das atividades respectivas sem a necessidade de uma autoridade central (SHABSIGH; KHIAONARONG; LEINONEN, 2020).

⁸ Note-se, ainda, que a maioria das IMFS no Brasil compreende as atividades de pós-negociação, visto que, historicamente, os mercados organizados, em sua essência, não se configuram como IMFS, ainda que observem os princípios aplicáveis a tais instituições.

2.1. ELEMENTOS ESTRUTURANTES DE UMA DLT APLICADOS A IMFS

De forma ampla, pode-se indicar três elementos caracterizadores de uma DLT, que impactam (e trazem desafios para) o desenho de IMFs baseadas nessa tecnologia (conforme Figura 3, abaixo): a atualização, o acesso ao uso da DLT e o acesso ao registro.⁹

Figura 3: elementos estruturantes de uma DLT

| | | |
|---------------------------|-------------------|---|
| Atualização da DLT | Não-Permissionado | Qualquer um pode validar operações no registro (<i>ledger</i>) |
| | Permissionado | Somente partes autorizadas podem validar operações no registro (<i>ledger</i>) |
| Acesso ao uso da DLT | Público | Qualquer um pode ler e iniciar operações no registro (<i>ledger</i>) |
| | Privado | Somente partes autorizadas podem ler e iniciar operações no registro (<i>ledger</i>) |
| Acesso ao registro da DLT | Não-hierárquico | Todos podem ter uma cópia integral do registro (<i>ledger</i>) e ler toda a informação no registro (<i>ledger</i>) |
| | Hierárquico | Somente partes autorizadas podem ter uma cópia integral do registro (<i>ledger</i>) e ler toda a informação no registro (<i>ledger</i>) |

Fonte: Baseado em BIS (2020).

Um dos desafios para desenhar uma IMF em registro distribuído, nos moldes regulatórios atuais, diz respeito ao que se denominou como o primeiro elemento estruturante de uma DLT: a atualização do

⁹ O debate internacional, atualmente, já chegou ao ponto de ter propostas de regulamentação para o uso de DLTs em IMFs, como o “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology” (EUROPEAN COMMISSION, 2020). Nesse sentido, ver Hooghiemstra (2021).

sistema (Figura 3, acima).¹⁰ Os sistemas *blockchain*,¹¹ que suportam as operações em criptomoedas, como o Bitcoin, são protocolos abertos, ou seja, são protocolos “sem permissão.” Qualquer um na rede pode criar *tokens* ou *smart contracts*, realizar operações e participar do mecanismo de consenso, sem ser previamente aprovado ou revelar sua identidade real.

Essa aparente facilidade pode contrastar, contudo, com os princípios norteadores das atividades de IMFs. Em última análise, esses princípios buscam resguardar três pilares para o adequado funcionamento de mercados financeiros: segurança, eficiência e governança. Se qualquer um tem acesso de forma anonimizada a uma rede, como e quem poderia garantir a observância dos pilares das IMFs? As IMFs devem observar regras específicas a fim de assegurar a higidez e a segurança do mercado financeiro.

A adoção da tecnologia de registro distribuído por IMFs pressupõe a articulação fina entre inovações (que apresentam potenciais fragilidades inerentes) e observância de requisitos regulatórios relevantes para a saúde do sistema. Uma das alternativas de desenho institucional possível seria a adoção de sistemas “permissionados” ou privados (segundo elemento estruturante da Figura 3, acima), em que a característica principal do registro criptográfico distribuído seria baseado em consenso com acesso restrito apenas a seus participantes autorizados (*trusted parties*). Haveria, portanto, limitações quanto ao acesso para iniciar operações.¹² Desde que todos os participantes de uma rede permissionada tenham visibilidade completa das operações que ocorreram na rede DLT, inclusive de carteiras digitais (*wallets*) das contrapartes, seria possível, por exemplo, assegurar o benefício da transparência com a adoção desse modelo.

10 Alguns dos potenciais desafios para as IMFs foram endereçados pelo Boston Consulting Group em parceria com o JP Morgan Chase&Co (2022).

11 *Blockchain* é um tipo de DLT, ainda que nem toda DLT seja organizada enquanto *blockchain*.

12 De acordo com a definição da Comissão Europeia (2020), uma DLT baseada em permissão é uma rede em que apenas as partes que cumprem determinados requisitos têm direito de participar do processo de validação e consenso.

Outro elemento relevante da tecnologia (conforme identificado na Figura 3, acima) refere-se ao acesso dos registros da DLT. Idealmente, ele deveria ser não-hierárquico a fim de permitir que todos os participantes da rede consigam “ler” seus registros, ainda que haja dados e informações anonimizados.

Outro potencial benefício, que pode ser alcançado pela implementação da DLT em uma IMF, conforme as características mencionadas, é a disposição do histórico completo das operações, o que permitiria a identificação de uma trilha de auditoria completa e integrada. Esse benefício é gerado não apenas para participantes, mas também para reguladores, por meio de um nó de observância. A DLT é flexível o suficiente para estabelecer hierarquia entre diferentes nós de sua rede, a fim de prover reguladores com mais informações do que aquelas acessíveis pelo restante dos participantes, de forma garantir a proteção (sigilo) de dados e resguardar informações sensíveis.

2.2. ESTRUTURA DE CONTAS DIGITAIS: QUAL DESENHO PARA IMFS EM DLT?

Para além de uma análise dos três elementos estruturantes de uma rede DLT, que seja passível de adoção por IMFs, é relevante construir também ponderações acerca da estrutura de contas digitais (*wallets*) e sua possível correlação com as contas detidas junto a IMFs no sistema vigente. A arquitetura das IMFs, em especial de CSDs, é baseada na estrutura de contas, que representam lançamentos contábeis de operações financeiras conduzidas por participantes. Assim, uma operação é registrada na respectiva conta da parte que a realizou, similar ao registro de um livro contábil (*book entry*). Esse registro é decorrente de um processo complexo de atos jurídicos, uma vez que o usuário é representado por agentes especializados com deveres fiduciários específicos (*gatekeepers*), sendo os únicos autorizados a darem ordens em nome e por conta de seus clientes.

Trata-se, portanto, de um ambiente eletrônico que reflete livros de registro contábil centralizado, em que as operações realizadas por clientes investidores são registradas em conta, inclusive com a manutenção de eventual saldo atualizado. De acordo com as regras de cada jurisdição, essa conta pode ser individualizada em nome do cliente final (sistema de custódia direto) ou em nome do agente (sistema de custódia indireto). No Brasil, o primeiro modelo foi adotado, salvo exceções,¹³ de modo que as IMFs registram as informações em nome de seu cliente final.

Esse desenho institucional não seria muito distinto em DLTs, ainda que se leve em consideração os avanços possíveis da tecnologia. A DLT representa um livro contábil eletrônico, capaz de registrar operações de forma similar a um livro tradicional. A estrutura equivalente de contas nesse é representada por carteiras digitais (*wallets*). Elas são endereços públicos e chaves criptográficas, cujo número de caracteres varia conforme a curva elíptica da rede DLT em questão. Dessa forma, sempre que uma *wallet* é criada, um par de chaves criptográficas também é gerado, sendo uma chave pública (que corresponde ao endereço da *wallet* e pode ser livremente compartilhado) e uma privada (que deve ser gerida com cuidado, pois se trata, em última análise, do equivalente de uma assinatura para realizar operações por meio daquela *wallet*).

O endereço também se configura como um código alfanumérico, sendo o meio pelo qual a carteira é identificada na rede. A informação da *wallet*, portanto, não traz, *a priori*, dados pessoais que possibilitem a identificação de seu titular. Essa referência somente poderia ser realizada por meio da conciliação de bancos de dados das instituições detentoras da informação. Uma das possibilidades para tal finalidade é o uso da identidade digital. Essa tecnologia permitiria a vinculação e a validação da identidade de usuários em ambientes descentralizados e distribuídos (LAB, 2023).

13 Por exemplo, o BCB isenta o registro em nome do beneficiário final para operações de baixos valores realizadas com ativos financeiros (cf. Artigo 3º, § 1º, da Resolução CMN n 4593, de 28 de agosto de 2017).

3. IMFS EM DLT: UMA ANÁLISE FUNCIONAL

A (re)(des)construção do modelo técnico e conceitual de uma IMF depende da avaliação de suas principais atividades e de seus papéis, bem como de suas responsabilidades. A possibilidade de reestruturação do sistema de IMFs em ambientes DLT demanda, portanto, uma análise funcional, de forma a se determinar em que medida e extensão a nova tecnologia possa, de fato, substituir ou perfazer atividades típicas de IMFs. Para tanto, investiga-se, a partir de uma perspectiva comparada, como as atividades de CSD (Seção 3.1) e de Sistema de Liquidação (Seção 3.2) podem ser performadas, ou complementadas, por DLT.

3.1.APLICAÇÃO DE DLT EM ATIVIDADES DE CSD

Muito além da codificação de funcionalidades em *tokens* e *smart contracts*, a escolha da rede e a compreensão quanto a suas potencialidades (e suas correspondentes limitações) são relevantes para o estabelecimento de uma IMF em DLT. No caso de uma CSD, sua função precípua é a guarda centralizada de um determinado ativo, recorrendo a mecanismos de imobilização e desmaterialização (BIS e IOSCO, 2012).

Assim, a CSD tem papel crucial na proteção e na integridade das negociações financeiras, pois garante a preservação dos direitos de emissores e dos titulares desses ativos. A guarda centralizada permite ainda a proteção do ativo contra o risco de custódia, ao prover garantias institucionais contra negligência, fraude, uso inadequado, registro contábil impreciso, furto, insolvência do emissor ou da própria CSD. Esse serviço também abrange a correta contabilização do ativo, tanto no momento de sua criação (de forma a evitar emissão sem lastro) como na correta transferência do ativo para seu legítimo titular (com a utilização da estrutura de contas).

No desempenho da sua função de guarda, a CSD realiza atividades cruciais como a imobilização e a desmaterialização de ativos (A) e tem responsabilidades jurídicas específicas (B). O processo de conciliação e o controle de titularidade dos ativos (C) asseguram ainda a legitimidade da propriedade desse bem jurídico. Complementarmente a essas atividades, a CSD realiza ainda o tratamento de instruções e movimentação sobre os ativos e a imposição de gravames, sendo essas atividades inerentes e acessórias às atividades de guarda centralizada e do processo de conciliação e controle de titularidade.¹⁴

A) IMOBILIZAÇÃO E DESMATERIALIZAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS

A CSD pode manter a guarda centralizada dos ativos de forma física, com a respectiva manutenção da posse do ativo e/ou dos documentos e certificados que o instrumentalizam. Ela também pode fazê-lo de forma desmaterializada, por intermédio de registros contábeis em sistema eletrônico. Ativos em forma física necessitam de sua imobilização. Há a possibilidade, ainda, de ativos físicos serem desmaterializados nos sistemas eletrônicos da CSD, caso em que sua imobilização ainda seria necessária.

Três ponderações sobre o desempenho dessa função por CSD em ambiente DLT são relevantes. A primeira delas refere-se a ativos com existência física. A tecnologia traz os mesmos desafios existentes relacionados à imobilização. Há riscos também atinentes à guarda centralizada de ativos, como risco de destruição ou furto de documentos ou certificados, custos de processamento,¹⁵ necessidade

¹⁴ A utilização da CSD para constituição de ônus e gravames foi uma inovação jurídica pátria e de opção viável, uma vez que o Brasil recorria a um sistema de custódia direta, ou seja, um sistema de custódia com a identificação do beneficiário final. Tratou-se, portanto, de adição feita ao modelo de CSD preconizado pela IOSCO (2012).

¹⁵ Para fins de auditoria da guarda centralizada de ativos físicos, a entidade pode, por exemplo, incorrer em aumento de custos de processamento, como transporte e conferência de uma série de documentos. Se o ativo tiver existido em forma física, sua “forma” de origem pode ser exigida para esse fim.

de se ter um espaço físico e/ou um agente para a guarda, além da majoração de tempo para compensar e liquidar operações nessa modalidade de ativos. Ainda que haja o potencial de desmaterialização, não há eliminação da necessidade correspondente à manutenção do ativo físico, de forma a preservar evidência de sua legítima criação ou emissão.

A segunda ponderação relevante refere-se à necessidade de se convergir a estrutura de CSD em DLT e a correspondente utilização de *tokens* para essas operações. A eficiência da performance de funções de CSD por rede ou arranjo em DLT depende da forma pela qual o ativo, objeto de guarda, é emitido, sendo que aqueles em formato de *token* apresentam integração evidente com a rede DLT.

A terceira ponderação refere-se ao controle de registros e negociações dos ativos. Ainda que o arranjo similar à estrutura de contas das CSDs atuais seja conceitualmente viável (por intermédio de *wallets* individualizadas), a garantia acerca do correto registro das negociações, com a consequente alteração de titularidade, pode vir a ser prejudicada no nível do cliente final. A DLT prescinde de um agente de confiança (*gatekeeper*) para fazê-lo e privilegia sobretudo o controle descentralizado e distribuído.

A IMF precisa ter uma política transparente sobre o uso de DLT em sua infraestrutura, com definições precisas acerca da governança, dos papéis e das responsabilidades de cada membro da rede. Por exemplo, a definição da instituição responsável pela criação do *token* ou do *smart contract* na rede da IMF, bem como do responsável pela movimentação dos *tokens* entre as *wallets*, é relevante para o funcionamento adequado da infraestrutura e para a credibilidade da rede. Não há necessariamente uma correlação imediata e direta entre essas figuras e as IMFs do mercado tradicional. As funções e os feixes específicos de deveres e responsabilidades dos *gatekeepers* em DLT podem adquirir contornos jurídicos próprios.

B) RESPONSABILIDADES DOS AGENTES

As responsabilidades correspondentes de IMF poderiam ser atribuídas à entidade que atue no papel de depositária digital, ao próprio ambiente de negociação, ao escriturador ou ao custodiante de ativos, ou até mesmo a uma entidade apenas especializada na criação de *smart contracts* ou *tokens*, na forma de uma tokenizadora *as a service*. Esses são exemplos de instituições que poderiam ter o acesso à DLT para criação de *tokens* e sua movimentação, acompanhamento de operações envolvendo esses ativos, ou apenas uma das funções, a depender das regras de governança estabelecidas. Note-se que, ao se discutir o papel da CSD, ganha relevância a questão de quem seria responsável por criar o criptoativo e por comandar a sua correspondente transferência de *wallet* para *wallet*. Diversas são as possíveis respostas para o questionamento acerca da responsabilidade sobre controle de titularidade,¹⁶ dentre as quais podem ser destacadas:

i) Responsabilidade centrada no ambiente de negociação: o próprio ambiente de negociação assumiria a responsabilidade de criação dos *tokens* e das conexões de infraestrutura com Sistemas de Liquidação, além de processar as transferências entre *wallets* individualizadas. O controle de titularidade poderia ser exercido por administrador do ambiente de negociação ou agentes com conexão direta a esse ambiente, mantendo as responsabilidades da CSD, porém se recorrendo à tecnologia DLT para aumento da eficiência.

ii) Responsabilidade centrada na CSD: outra possibilidade é a de que uma entidade exercendo o papel de depositário central assumiria essas responsabilidades, ou parte delas. Ela receberia comandos de ambientes de negociação, tanto para a correta criação dos criptoativos quanto em relação às negociações. Ela também poderia se integrar com Sistemas de Liquidação e outros participantes para fins de conciliação.

16 O BIS e a IOSCO (2012) estabeleceram que a CSD deve ter o registro das posições de investidores, direta ou indiretamente. O controle de titularidade é uma das atividades mais importantes da CSD, já que assegura a legitimidade da movimentação do ativo.

iii) Responsabilidade de diversas IMFs: é possível desenhar estruturas nas quais cada IMF assume parte dos papéis e, por conseguinte, a responsabilidade pela função correspondente no desenvolvimento da solução, em modelo regulatório similar ao atual.

iv) Responsabilidade descentralizada: nesse caso, cada agente seria responsável pelo comando que lhe cabe, não havendo uma entidade responsável por toda a cadeia de comandos e pelo efetivo controle da titularidade. Esse modelo se afasta dos princípios das IMFs no mercado atual, porém se aproxima do modelo adotado no mercado de criptoativos, em especial no que concerne a modelos de finanças descentralizadas (DeFi).

Similarmente, outro desafio que emerge dessa discussão refere-se à responsabilidade sobre o controle de eventos e sobre o tratamento de ônus e gravames. Nesses casos, a automação de controle de eventos, por meio de *smart contracts* e estruturas similares, *ab initio*, estaria condicionada à sua previsibilidade, a fim de que os eventos sejam reconhecidos e programados no próprio *token* ou em estrutura tecnológica da rede. A eventual ausência de previsibilidade impõe a definição da atribuição de responsabilidade a agente que participe da rede. Assim, a automação de processos necessita da previsibilidade e do reconhecimento de eventos, desde a criação de *tokens*.

O uso de DLT em CSDs, ao mesmo tempo em que pode gerar uma série de eficiências, também traz desafios, sendo alguns deles inerentes à DLT escolhida. Por exemplo, as tecnologias descentralizadas e distribuídas enfrentam, naturalmente, o “trilema DLT.” Esse conceito foi construído a partir da compreensão do funcionamento das DLT e da observação coletiva da comunidade blockchain. O trilema identifica o *trade-off* inerente entre descentralização, escalabilidade e segurança de uma DLT, sugerindo que a melhoria de um aspecto geralmente ocorre em detrimento de outro.

Cabe, portanto, uma escolha político-econômica do que deve ser priorizado no desenho institucional de IMFs nesse novo ambiente. Ao se recorrer a uma DLT pública e não permissionada, haveria uma potencial perda na escalabilidade ou na segurança da rede, sendo

ambos critérios cruciais na construção de uma IMF. A isso, é preciso adicionar seus custos inerentes, que podem impactar a viabilidade econômica do projeto.

Uma possível alternativa seria a utilização de rede privada e permissionada, à qual somente tenham acesso participantes autorizados, sendo o controle do ambiente da CSD e os custos correspondentes reduzidos. No entanto, essa solução, ainda que tenha potencial de maior eficiência, aproxima-se dos sistemas atualmente existentes no mercado tradicional.

C) O PROCESSO DE CONCILIAÇÃO E O CONTROLE DE TITULARIDADE DO ATIVO

A CSD deve adotar procedimentos para assegurar a conciliação diária de posições mantidas em contas de depósito, detidas por investidores, com a posição correspondente à titularidade fiduciária. Essa previsão consta tanto da Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021 (CVM, 2021), quanto da Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023 (BCB, 2023a). Essa última prevê, também, a responsabilidade de conciliação das entidades registradoras. Nesse último caso, ela deve ser conduzida mensalmente e tem como objetivo assegurar que o total de ativos financeiros registrados reflita fielmente o que consta nos livros do emissor, inclusive considerando eventuais incidentes envolvendo tais ativos.

A conciliação tem o propósito de impedir discrepâncias e inconsistências na titularidade do bem econômico, e permitir eventuais ajustes. Ela impede a emissão de ativos em quantidade maior ou menor do que aquela intencionada pelo emissor, bem como permite correções de eventuais erros operacionais, como aqueles relacionados a transferências.

Em ambiente descentralizado e distribuído, no qual o banco de dados é compartilhado com seus participantes, a conciliação das negociações com *tokens* é algo inerente a esse tipo de tecnologia. No

entanto, no caso da criação de criptoativos, a conciliação ainda merece atenção, visto que deve haver a correspondência entre a quantidade dos *tokens* emitidos na rede e a quantidade intencionada (e registrada) por seu emissor e outros participantes da oferta.

Outro ponto a se destacar é o de que, ainda que agentes que participem da oferta e de sua negociação sejam integrantes diretos de uma DLT, eles tendem a manter seus sistemas próprios, com banco interno de dados. Assim, a conciliação com tais sistemas legados ainda pode se fazer necessária. No modelo atual, o processo de conciliação é geralmente implementado por meio da troca de arquivos ou mensagens entre a IMF e seus participantes. Há semelhança com uma “rotina de batimento” de forma que a troca de informações entre sistemas identifica se há eventuais inconsistências entre bases de dados.

No entanto, a implementação da DLT pode facilitar tais processos se: (i) as posições de clientes finais forem mantidas em *wallets* individualizadas; e (ii) os participantes envolvidos tenham adequada infraestrutura tecnológica para tais validações em seus sistemas. Nesse caso, as instituições que participarem do ecossistema tokenizado precisam adaptar sistemas legados internos, de forma a “conversar” com as novas tecnologias.

O conceito de registro distribuído, a depender do tipo de estrutura aplicada, pode envolver a validação de uma determinada operação pela rede DLT (no caso de uma rede aberta) ou por nós, membros da rede (no caso de um arranjo privado). A reconciliação pode ser em tempo real, em confronto com os sistemas de contabilidade existentes desses participantes, ou até mesmo por meio de integração por *Application Programming Interface* (Interface de Programação de Aplicação - APIs). Esse mecanismo também fornece segurança adicional com assinaturas digitais criptografadas de operações, que são, por consequência, auditáveis. Dessa forma, a implementação da DLT tem o potencial de eliminar ou, ao menos, identificar discrepâncias entre registros de IMFs e seus participantes em tempo real.

A conciliação, como já mencionado, depende da identificação do cliente final. No entanto, os registros em DLT, em sua maioria, não contêm dados pessoais de titulares das *wallets*. Assim, seria imprescindível que a IMF e seus participantes tenham processo estabelecido para a correta identificação de tais *wallets*. Esse processo pode ser implementado *off-chain* por meio de troca de informações, que recorre a mecanismos tradicionais, como troca de arquivos, mensagens, chamadas de API, entre outros. Alternativamente, pode ser feito *on-chain*, explorando as aplicabilidades da tecnologia de identidade digital. Nesse último caso, poder-se-ia vislumbrar a identificação das *wallets* por meio da criação de uma credencial verificável dentro da identidade digital.

Outro ponto relevante, no atual modelo de CSD, é a necessidade do controle de titularidade dos ativos em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores, bem como a manutenção e a movimentação de contas de ativos financeiros, contemplando a transferência e o controle de sua titularidade efetiva. Assim, essa modalidade de controle é pressuposto e, ao mesmo tempo, resultado do processo de conciliação, que poderia ser implementado de forma eficiente utilizando uma DLT. Inovações que viabilizem o processo de identificação e avaliação de eventuais discrepâncias em posições de titularidade, em tempo real, tornam, por conseguinte, esse tipo de controle mais eficiente.

No que se refere à atividade de custódia digital em DLT, é importante mencionar que somente quem detém o controle sobre as chaves privadas de criptoativos é capaz de movimentá-los. A chave privada é semelhante a uma senha necessária para desbloquear a conta de usuário e é usada para autenticação e criptografia. É essa chave que concede ao usuário a capacidade efetiva de movimentar seus criptoativos em determinado endereço (chave pública), sendo necessária para autorizar sua movimentação. Perder a chave privada

de uma *wallet* equivale a perder o controle sobre esses ativos, daí a necessidade de empreender melhores esforços para mantê-la segura.¹⁷

Em DLT, seria coerente inferir que a obrigação de guarda segura das chaves privadas coubesse à entidade atuante no papel equivalente de CSD. É possível refletir sobre modelos alternativos nos quais a chave privada e, portanto, o controle sobre o criptoativo fosse compartilhado entre diferentes agentes (*gatekeepers*). Esse é o modelo da câmara de liquidação, que presta seu serviço nos moldes de um SSS, por exemplo, ou até mesmo com outros participantes da IMF.

No entanto, esse cenário de compartilhamento de chaves, para assinatura de operações, traz à tona questões operacionais como a possível falha em uma das pontas da assinatura, além de complexificar a arquitetura. Uma das partes poderia assinar a operação para movimentação de criptoativos entre *wallets*, mas a contraparte não faria a operação correspondente, fazendo com que a transferência não fosse processada. Em estruturas completamente tokenizadas e operações atômicas, ou de alguma forma vinculadas, isso poderia significar a reversão da operação financeira como um todo, mitigando o risco de principal.

Ainda, em cenários com estruturas em que parcialmente o processo ocorre em DLT e os demais processos *off-chain*, a não assinatura da operação por uma das partes implicaria a não movimentação do criptoativo entre as respectivas *wallets* (ainda que a liquidação financeira da operação já tenha ocorrido de forma *off-chain*). Esse é o pior dos cenários pois tem o potencial de colocar em risco o mecanismo de Entrega contra Pagamento (*Delivery versus Payment - DvP*), além de impactar negativamente a confiança em IMFs que recorrem à DLT em sua infraestrutura. Em um cenário no qual chaves privadas fossem detidas apenas pela entidade que assume o papel de CSD (portanto, com a obrigação do controle de titularidade), a transferência de criptoativos passa a ser de sua responsabilidade de forma unilateral. Por outro lado, o cenário de multi-assinatura,

¹⁷ A respeito da custódia digital, conforme Sevilha *et. al.* (2022).

apenas na etapa de transferência de criptoativos, pode agregar risco de entrega ao processo DvP, uma vez que a operação não seria atômica e a ponta de liquidação financeira ocorreria antes da entrega dos ativos.

3.2.SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO EM DLT: POTENCIALIDADES E DESAFIOS INSTITUCIONAIS

Sistemas de Liquidação são IMFs que viabilizam a liquidação de duas obrigações financeiras relacionadas. Eles devem zelar pelo condicionamento da liquidação final de uma obrigação (*e.g.*, entrega de ativos) mediante a liquidação final da outra (pagamento), processo conhecido como DvP. A liquidação final implica na transferência irrevogável e incondicional de um ativo, ou quitação de uma obrigação pela IMF, ou por seus participantes, em data determinada pelas partes ou conforme as regras da IMF (BIS e IOSCO, 2012).

Em “*Recommendations for securities settlement systems*” (BIS e IOSCO, 2001), o BIS construiu uma série de diretrizes para que cada jurisdição aplique regras adequadas a Sistemas de Liquidação (ou SSS), considerando seu potencial impacto sistêmico. O conceito de DvP traz a responsabilidade para as CSDs, ou entidades que exerçam esse papel, de eliminar o risco de principal, vinculando a transferência de ativos à movimentação correspondente de recursos financeiros.¹⁸ A função da CSD de guarda de ativos tem, portanto, relação íntima com a atividade de Sistema de Liquidação, tanto no que se refere à custódia, como no cumprimento da ordem de movimentação do ativo, a fim de realizar a DvP.¹⁹

18 Outro ponto levantado em BIS e IOSCO (2001) é o momento da finalização da liquidação, que deve ocorrer no mais tardar no final do dia. Idealmente, a finalidade intradiária ou em tempo real deve ser fornecida, quando necessário, para reduzir riscos.

19 As atividades de liquidação de ativos e de custódia são tão conectadas que o *Office of Comptroller of Currency* (OCC) dos Estados Unidos (2020), ao se manifestar especificamente sobre custódia de criptoativos, entendeu que a atividade acessória de liquidação integrava a atividade de custódia de criptoativos (o mesmo posicionamento do OCC se aplica a custódia de outros ativos). O OCC distingue a atividade de *safekeeping* da atividade de *custody*, sendo que *safekeeping* somente diz respeito à guarda do ativo,

A) EQUIVALENTES MONETÁRIOS ON-CHAIN: QUAL A NATUREZA JURÍDICA DAS MOEDAS EM DLT E POR QUE SÃO NECESSÁRIAS?

Em ambiente DLT, existem formas particulares para se implementar o mecanismo de DvP. Considerando os sistemas centralizados vigentes, a combinação de parte da infraestrutura tecnológica em DLT (entrega do ativo) e outra *off-chain* (pagamento via sistemas legados) tem sido uma das possibilidades para viabilizar o processo de liquidação. No entanto, o processo de tokenização de diferentes ativos nos mercados financeiro e de capitais demanda equivalentes de moeda nesse novo ambiente, ou seja, *tokens* que sirvam como instrumento de pagamento *on-chain* (denominados aqui de “tokens monetários”).

Atualmente, essa demanda é atendida, de fato, por *stablecoins*, criptoativos cujo desenho institucional permite que seu valor seja relativamente estável no tempo. A estabilidade é uma qualidade jurídico-econômica relevante para um instrumento servir como meio de pagamento, e ela tem sido proporcionada por seu lastro em moeda fiduciária (como o dólar americano), ou uma cesta de moedas e/ou outros ativos (como o ouro).²⁰ A *stablecoin* representa uma obrigação jurídica de seu emissor, que tem o dever de converter o *token* correspondente em seu lastro por valor nominal, conforme disposições contratuais (ver Tabela 1, abaixo). No entanto, a falta de regulação desse tipo de ativo pela maioria das jurisdições, ainda traz insegurança jurídica para sua circulação e também para a credibilidade de seu lastro, fazendo com que somente disposições de direito privado, de natureza contratual, sustentem sua circulação.²¹

ao passo que a *custody* engloba os serviços acessórios (serviços qualificados), inclusive serviços relacionados à liquidação.

20 Existem distintas modalidades de *stablecoins* (ver Tabela 1, abaixo), porém este texto pretende focar apenas nas *stablecoins* lastreadas em moeda fiduciária por representarem o principal *marketshare* desse mercado.

21 O MiCA da União Europeia, estabelecido pelo Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 31 de maio de 2023 (ESMA, 2023), aprovado em 2023, fez a escolha político-regulatória de aplicar o mesmo regime jurídico da moeda

Em reação à proliferação das *stablecoins* e seu potencial de substituição monetária, bancos centrais passaram a construir projetos e pilotos para a edição de uma versão tokenizada da moeda soberana: as CBDCs (*Central Bank Digital Currencies*).²² Atualmente, 130 jurisdições, que representam mais de 98% do PIB global, exploram, ou já emitem, uma CBDC (ATLANTIC COUNCIL, 2023). Esse é o caso do BCB que, em 2023, lançou o piloto para o Real Digital (atualmente, denominado Drex), a futura moeda brasileira tokenizada.²³

A CBDC é a nova forma jurídica para moedas estatais. Assim como o papel moeda, as moedas metálicas e as contas de reserva bancária, ela integra o passivo de um banco central e representa uma obrigação jurídica correspondente da autoridade pública. Ela compartilha os mesmos atributos jurídicos das demais formas da moeda nacional (como o curso legal e/ou o curso forçado)²⁴ e não apresenta qualquer risco de liquidez ou solvência. Bancos centrais são instituições financeiras *sui generis*, que emitem a própria moeda. No caso do BCB, o poder de emitir a moeda nacional tem natureza constitucional, conforme artigo 164 da Constituição Federal (BRASIL, 1988).

O desenho de um sistema monetário *on-chain* tem sido complementado por projetos de tokenização de moeda escritural, emitida por instituições financeiras (IFs), e de moeda eletrônica, emitida por instituições de pagamento (IPs). A *Regulated Liability*

eletrônica às *stablecoins* lastreadas em uma única moeda fiduciária e um regime estrito para as demais modalidades de *stablecoins* (*asset-referenced tokens*). Conforme Kosse et al. (2023), embora as *stablecoins* lastreadas em moeda fiduciária ou commodities tenham sido geralmente menos voláteis comparativamente a criptativos tradicionais, nenhuma delas foi capaz de manter a paridade com seu lastro em todos os momentos analisados por autores do paper publicado pelo BIS.

22 Para uma análise do impacto das CBDCs no sistema financeiro internacional, ver Wang e Gao (2023).

23 Conforme Voto BCB nº Voto BCB nº 31, de 14 de fevereiro de 2023 (BCB, 2023b), e Voto nº 73, de 26 de abril de 2023 (BCB, 2023c).

24 A moeda de curso legal tem o poder jurídico liberatório, ou seja, o credor não pode recusar como pagamento pelo devedor em cumprimento à sua obrigação. A moeda de curso forçado deve ser aceita por força de lei e a confiança no emissor não está condicionada à possibilidade de conversão em outro ativo, ou existência de lastro.

Network (RLN)²⁵ reproduziria em ambiente DLT o sistema monetário nacional, cuja base é constituída pela moeda emitida por um banco central (a CBDC) e as moedas privadas reguladas, denominadas em unidades de conta soberanas, que representam obrigações jurídicas de entidades autorizadas. O Quadro 1, abaixo, detalha as três formas de moedas em DLT (*tokens* monetários), bem como sua natureza jurídica.

25 Em 2021, o banco norte-americano Citi lançou um documento intitulado “The Regulated Internet of Value”, de autoria de Tony McLaughlin (2021). Nesse *paper*, seu autor defende a construção de uma rede DLT em que o passivo de instituições reguladas, inclusive de bancos centrais, possam ser tokenizados recorrendo à tecnologia de registro distribuído e sejam negociados em uma nova arquitetura para o sistema financeiro.

Quadro 1: Tokens monetários e sua natureza jurídica

| Moedas em DLT | Stablecoins | CBDC | Moedas escritural e eletrônica tokenizadas |
|--------------------------|--|---|--|
| Emissor | Entidade Privada (geralmente, não regulada / não bancária) | Banco Central (BC) | Instituições Financeiras (IFs) e Instituições de Pagamento (IPs) |
| Natureza Jurídica | Reivindicação jurídica sobre as reservas do emissor (direito contratual de resgate e conversão no lastro) | Obrigaçãõ jurídica do BC (porém, sem direito a resgate ou conversão; curso legal e curso forçado) | Obrigaçãõ jurídica do Emissor (natureza de dívida; geralmente, contrato de depósito de coisa fungível) |
| Ativos - lastro | Ativos mantidos pelo emissor para atender ordens de resgates, em mesmo valor ou superior (direito contratual de resgate e conversão no lastro) | Ativos do balanço do BC (geralmente, representativo da performance econômica do Estado emissor da moeda; e.g., títulos públicos, e para países de economia emergente, também reservas internacionais) | Obrigaçãõ jurídica do Emissor, conforme regulacãõ aplicável (IFs v. IPs; reserva fracionária ou não; dívida sem garantia privilegiada) |
| Modalidades | Lastro em moeda ou cesta de bens ou outros ativos, inclusive cripto; algorítmica | Varejo ou Atacado Nativo ou <i>account-based</i> | Nativo ou <i>account-based</i> |
| Exemplos | USDT, USDC, PaxGold | DREX (Real Digital), E-Yan, DigitalEuro | JPM Coin |

Fonte: Elaborado pelas autoras (2023).

Conceitualmente, essas três modalidades de *tokens* monetários permitiriam, em ambiente DLT, a efetivação de operações DvP e, para moedas nacionais reguladas, também de PvP (*Payment v. Payment*).²⁶ De forma a mitigar riscos de falha no processo de liquidação em DLT, por falta de liquidez ou ilegitimidade dos recursos ou ativos aportados,

²⁶ Esta última implica que a transferência final de um pagamento em uma determinada moeda possa ocorrer se, e somente se, a transferência final correspondente de um pagamento em outra moeda ou moedas ocorra.

é preciso haver clareza quanto às regras de natureza regulatória para o lastro de um *token* monetário. Essas regras demandam também mecanismos de supervisão, de forma a assegurar que, por exemplo, depósitos bancários tokenizados constituam de fato o lastro correspondente e possam servir como mecanismo efetivo de pagamento.²⁷

4. SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO EM DLT: QUAIS AS POTENCIALIDADES E QUAIS OS DESAFIOS?

Uma vez completado o ciclo de negociação de um ativo, é possível implementar processos *off-chain* de liquidação, utilizando sistemas legados autorizados pelo BCB (ou seja, sem o recurso às moedas presentes no Quadro 1, acima), ou ainda processos *on-chain*. No primeiro caso, a CSD ou o ambiente de negociação que esteja exercendo esse papel, aciona o Sistema de Liquidação em suas grades de liquidação (sejam em horários predeterminados, ou em tempo real) e aguarda o retorno sobre a situação da transferência de recursos para realizar (ou não) a transferência de criptoativos, concluindo o processo de DvP.

No segundo caso, o processo de liquidação pode ocorrer de forma *on-chain*, ou seja, com recurso às moedas previstas no Quadro 1, acima. Há dois possíveis cenários distintos para essa implementação. No primeiro, a liquidação seria viabilizada por meio de pré-pagamento com uso de *wallets* individualizadas. É um cenário análogo ao de algumas corretoras descentralizadas (*Decentralized Exchanges* – DEX), nas quais os clientes finais se conectam com suas aplicações de *wallet* e negociam criptoativos, usando como instrumento de pagamento os

²⁷ Nesse sentido, cabe destacar o princípio de “ativos de liquidação em dinheiro”, segundo o qual, de acordo com o BIS, os ativos usados para liquidar as obrigações de pagamento finais decorrentes de negociação de títulos devem ter pouco ou nenhum risco de crédito ou liquidez. Se a moeda emitida pelo banco central não for usada, devem ser tomadas medidas para proteger os participantes da CSD, ou entidade exercendo tal papel, de possíveis perdas e pressões de liquidez decorrentes da falha do agente de liquidação, cujos ativos são usados para esse fim.

criptoativos aceitos pela DEX, geralmente as *stablecoins* (por exemplo, a troca de Bitcoin por USDC).²⁸

No segundo cenário para liquidação *on-chain*, ela seria viabilizada por meio de pagamento programado na própria rede. Assim, mecanismos *on-chain* de liquidação de fundos seriam usados, sem o pré-pagamento, mas com uma arquitetura distinta daquela utilizada por uma DEX. Dependendo da arquitetura da rede DLT utilizada pela IMF, poder-se-ia aplicar uma regra para que a ordem de transferência de *tokens* seja criada no momento em que o negócio é executado. Ficaria, contudo, pendente de confirmação até que o depósito de *tokens* monetários fosse realizado, por exemplo, conforme o horário limite previamente estabelecido, finalizando o processo de DvP. Essa alternativa mostra potencialidade com o advento do Drex no Brasil, apesar de também ser passível de implementação, com maior grau de risco por meio de *stablecoins* ou moedas reguladas tokenizadas.²⁹

No caso de liquidação de operações resultantes de negócios entre diferentes participantes, ou clientes de diferentes participantes, a orientação é a de que tal liquidação seja processada por câmaras de liquidação interbancária. Afinal, é a liquidação de ativo financeiro ou valor mobiliário em sistema de câmara, que é considerada definitiva (ou seja, irrevogável e incondicional). Nesse caso, a simples tokenização de moeda escritural ou moeda eletrônica, ou ainda *stablecoins*, poderia não ser suficiente para atender a requisitos regulatórios de forma plena. Embora a entrega dos ativos tokenizados possa ser realizada em

28 Em plataformas DeFi, essa camada de liquidação é normalmente fornecida por um DLT, que implementa protocolos de consenso e executa *smart contracts*, que viabilizam as operações financeiras mediante troca de *tokens* nativos. Tal processo apresenta complexidades para sua implementação por IMFs, uma vez que os participantes precisam conectar-se à IMF utilizando *wallet* gerida pela própria instituição, com recursos suficientes para pré-pagar operações.

29 No caso de moedas escritural ou eletrônica tokenizadas, há presença de risco elevado (i) se a operação envolver liquidação interbancária, ou seja, operações que não circulam dentro de uma mesma instituição liquidante conhecida como intrabancária; ou (ii) se a troca de moedas tokenizadas de diferentes instituições não gerar a transferência correspondente e automática da CBDC de atacado. Como se trata de liquidação de operações, e não de uma mera transferência de fundos sem finalidade, o risco relacionado à liquidação é importante, porque as operações podem ser revogadas e gerar efeito sistêmico.

plataforma DLT, operada por uma CSD (ou entidade que assuma essas funções), a liquidação financeira precisaria ocorrer necessariamente em moeda fiduciária. Tal situação, todavia, tende a melhorar com o advento de CBDCs no mercado financeiro.

As estruturas, até então aqui apresentadas, partem da premissa de que os participantes da CSD efetuem movimentos em suas contas gerenciais, ao mesmo tempo que a CSD movimenta os ativos em DLT. Em certa medida, isso limitaria os ganhos de produtividade que podem ser esperados da tokenização de IMFs, no pós-negociação. Nesse caso, Sistemas de Liquidação com acesso à infraestrutura de CBDC poderiam, potencialmente, sanar essas questões ao serem capazes de operar um SSS em moeda fiduciária emitida por banco central, além de se comunicarem com a entidade que exerce o papel de CSD. Assim, seria possível finalizar a DvP com todos os registros comandados *on-chain*.³⁰

No caso de **liquidação bruta**, o mecanismo de DvP pode ser aplicado de forma plena para a negociação de ativos, o que implicaria a não-entrega de ativos em caso de falha de pagamento da operação financeira. Nesse caso, é importante assegurar que o mesmo ativo não possa ser objeto de operações adicionais enquanto a liquidação da operação ainda esteja em andamento (caso ela não ocorra em tempo real).

Esse processo poderia ser executado de forma *on-chain*, ao aplicar o conceito de *swaps* atômicos, isto é, *smart contracts* para a troca de criptoativos. Eles têm como principais características a automatização e a auto-execução. Em plataformas DeFi, os *swaps* atômicos permitem que criptoativos sejam negociados de ponta a ponta, sem a necessidade de intermediários ou de um terceiro

30 Outro princípio de que trata o BIS refere-se a controles de risco, os quais uma CSD precisaria estabelecer para endereçar falhas de liquidação de participantes. Mais especificamente, esse princípio refere-se às CSDs que concedem crédito intradia a participantes, ou que operam SSS diferida. Nesse caso, o BIS ressalta que a IMF deve instituir controles de risco que, no mínimo, assegurem a liquidação tempestiva caso o participante com a maior obrigação de pagamento não consiga liquidar. O conjunto de controles recomendado envolve a combinação de requisitos e aplicação de limites de garantia.

confiável. No entanto, isso somente é possível no caso de DLTs não-permissionadas, que possibilitem que contrapartes se coordenem na troca de *tokens* nativos.

Smart contracts de *swap* atômico *on-chain*, geralmente, fazem uso de um sistema de operações de múltipla assinatura, que responsabiliza todas as partes pelo sucesso de uma operação de troca. Uma forma de viabilizar esse processo é por meio do uso de um *hashlock*³¹ com algoritmo criptográfico, que só permite a usuários acessar os ativos uma vez que ambas as partes assinaram suas respectivas negociações, em conjunto com um *timelock*.³² Este último assegura que as partes terão seus ativos devolvidos se a negociação não for bem-sucedida, em um determinado período de tempo.

Esse mecanismo pode ser implementado por meio de protocolos baseados em sequências de operações executadas em diferentes DLTs. No caso de redes permissionadas, essa funcionalidade somente pode ser viabilizada por meio de nós com permissão para comandar negociações. Além disso, os *smart contracts* de *swap* atômico *on-chain* geralmente fazem uso de um sistema de negociação baseado em múltipla assinatura, trazendo à tona a discussão sobre o detentor das chaves privadas do criptoativo e do *token* monetário (seja qual for sua natureza jurídica), no caso de liquidação *on-chain*.

É importante refletir sobre a adaptação de papéis e responsabilidades das IMFs, ao implementarem infraestrutura tecnológica em DLT. É possível construir o ciclo de negociação de um criptoativo com liquidação *on-chain*, que recorre a um *token* monetário. Esse ciclo compreenderia, basicamente, (i) o ambiente de negociação, que provê a tecnologia de encontro de ordens e ofertas de múltiplos participantes, (ii) o prestador de serviço de liquidação financeira, que atua no Sistema de Liquidação, e (iii) a CSD, que provê os serviços

31 Função que restringe o atingimento de determinado resultado até que determinada informação seja disponibilizada.

32 Funcionalidade que permite a programação de série de ações de acordo com certos parâmetros, usada para dinheiro programável.

de conciliação entre participantes e o controle correspondente de titularidade.³³

No que se refere ao processo de **liquidação diferida**, há o potencial de ocorrência de risco sistêmico decorrente de falhas na liquidação, notadamente se o sistema tiver que processar um número diversificado de produtos em uma mesma janela. No caso de liquidações diferidas e líquidas, seria preciso desenvolver uma estrutura em DLT que suportasse depósito de garantias e estabelecesse limites operacionais para os participantes. Esse limite seria definido com base no aporte de ativos em garantia, aproximando-se, nesse caso, de operações típicas de contrapartes centrais (*Central Counterparties - CCPs*).³⁴

Em uma estrutura completa em DLT, mecanismos de interoperabilidade se fazem necessários se as operações com ativos ocorrem em uma rede distinta daquela nas quais as garantias estão registradas e custodiadas. Nesse modelo, provavelmente, as IMFs precisarão ser membros das redes umas das outras, caso cada uma opte por operar em sua própria rede, ou, alternativamente, deverão ser participantes da mesma rede DLT pública. Do ponto de vista regulatório, seria necessária uma revisão de normas sobre a constituição de garantias ou de ônus e gravames, de forma a dar segurança jurídica à sua execução e evitar falhas na liquidação de operações, se ela ocorrer também em DLT.³⁵

33 Destaca-se, ainda, a necessidade de o Sistema de Liquidação e a CSD proverem segurança cibernética para criptoativos. Esse ponto é ainda mais relevante em redes DLT, de forma a mitigar o risco de possíveis ataques, principalmente ao se manter operações em redes sem permissionamento, ou no caso dos nós com maior nível de acesso em redes permissionadas.

34 Situação análoga pode ser encontrada em plataformas DeFi para empréstimo de ativos, que recorre a *wallets* próprias e aporte de criptoativos que sirvam como garantia em *smart contracts* (os ativos são bloqueados até que a operação seja finalizada).

35 O BIS ainda traz, como ponto fulcral, a questão da confiabilidade operacional, focada na obrigação de identificar e mitigar possíveis fontes de risco operacional, principalmente decorrentes do processo de compensação e liquidação. Para tanto, os sistemas devem ser confiáveis e seguros, além de ter capacidade adequada de processamento e serem escaláveis, sendo o mais importante a recuperação do sistema de operações e a conclusão do processo de liquidação. O cumprimento desse princípio em IMFs, que recorram a sistemas DLT, principalmente no que tange a processos de

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS: UM GUIA PARA A TRANSIÇÃO DAS IMFS

O argumento sustentado por este artigo é o de que sistemas, processos e governança de novos agentes de mercado e das novas IMFs demandam a construção de mecanismos jurídico-institucionais, que assegurem a confiança social em ambiente DLT emergente. Há aspectos regulatórios a serem considerados e novas formas jurídicas de tokens monetários, bem como procedimentos, que precisam viabilizar a custódia e a liquidação de obrigações financeiras com eficiência e segurança jurídica. O processo de tokenização de ativos financeiros e valores mobiliários tem exigido a construção de IMFs com funções equivalentes em DLT. Novos papéis e novas responsabilidades também emergem nesse novo contexto, onde há riscos específicos relacionados ao uso da tecnologia de registro distribuído.

A moldura regulatória para as IMFs demandará revisão e ajustes a fim de compreender novas estruturas e responsabilidades em ambiente DLT. O objetivo final das IMFs é o de assegurar ambiente adequado para a proposição de novos modelos para o mercado, zelando, sempre que possível, pelo atingimento mínimo de princípios de segurança, escalabilidade, eficiência, redução de custos e inclusão financeira.

Exigências com relação à eficiência operacional e à segurança cibernética, por exemplo, semelhantes àquelas já previstas para IMFs, serão aplicáveis. No entanto, é preciso ainda recursos humanos especializados, além de extensa carga de testes, de forma a assegurar que possíveis vulnerabilidades e eventuais pontos de falha sejam corrigidos - idealmente, antes de se disponibilizar ao mercado financeiro uma solução equivalente a sistemas vigentes para IMFs.

A utilização de DLTs permissionadas, como base de um sistema de lançamento contábil, para gerenciar a criação, as transferências e as eventuais “queimas” de *tokens* representativos de ativos, é uma

liquidação, traz à tona a necessidade de se implementar controles e procedimentos adaptados à tecnologia, bem como considerações quanto à segurança cibernética.

abordagem relativamente simples e com nível de dificuldade de implementação reduzido. No entanto, é preciso uma definição clara dos papéis e das responsabilidades dos membros da rede, que desempenhariam papel semelhante ao de uma CSD. Na medida do possível, essas definições precisam estar refletidas em seu nível de permissionamento. A utilização de DLTs públicas e não permissionadas tende a trazer mais desafios e complexidades de implementação, ainda que traga o benefício do compartilhamento de dados por toda a rede.

Outro ponto importante para a adoção de DLT é o chamado “legado”, ou seja, sistemas que tendem a sobreviver e se perpetuar no tempo por várias gerações, em instituições do mercado financeiro. Esses sistemas acabam resultando em arquiteturas extremamente complexas e, por vezes, caras e inflexíveis, o que pode ser um obstáculo para a adoção de novas tecnologias, ainda que estas se demonstrem mais eficientes.

A integração de sistemas legados com aqueles emergentes pode ser desafiadora. Por exemplo, a função de controle de titularidade de uma CSD, que depende de conciliação com seus participantes, pode ser complexificada. A adoção de novas tecnologias, que demandam a integração com sistemas de outros agentes do mercado, requer visão de longo prazo por parte da alta administração, tanto de IMFs como de participantes. Elevado grau de planejamento e esforços contínuos de implementação para adaptar sistemas legados internos são necessários. Essa adaptação implica em custos e pode impactar a performance financeira da instituição no curto prazo, ainda que tenha potencial de redução de custos no longo prazo.

Por fim, cabem algumas considerações finais sobre interoperabilidade, exigência usual para IMFs, principalmente em sua relação com entidades de mesma natureza. Ela serve tanto para mitigar o risco de duplo registro de ativos, quanto para viabilizar interação de ambientes de negociação com as CSDs, câmaras de compensação, entre outros.³⁶ Além da necessidade de assegurar unicidade de

³⁶ Exemplo disso é a exposição de motivos da Circular BCB nº 3.968, de 31 de outubro de 2019 (BCB, 2019) -revogada pela Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023

ativos, a interoperabilidade se torna ainda mais relevante ao se discutir aplicações de IMFs em ambiente DLT, por conta da potencial necessidade de comunicação entre diferentes redes e/ou protocolos. Essa comunicação permite que tokens de uma determinada rede possam ser utilizados como garantia em operações realizadas em outra rede, ou até mesmo para viabilizar uma liquidação *on-chain*. Com relação a esse quesito, cabe novamente trazer à luz as soluções utilizadas por plataformas DeFi.

Alguns protocolos de DeFi buscam fornecer interoperabilidade como um recurso integrado, implementando DLTs com uma cadeia principal e cadeias específicas de aplicativos que possam interagir por *design*. No entanto, algumas plataformas não implementam a interoperabilidade como padrão, mas permitem que blockchains independentes e heterogêneos se comuniquem.³⁷ Vale destacar que esse tipo de aplicação somente é possível por se tratarem de redes públicas, sem permissionamento. Para redes permissionadas, é necessário que algum dos nós autorizados execute os comandos correspondentes.

Sobre esse ponto específico, é possível inferir, *a priori*, que a aplicação de DLT tem potencial de viabilizar processos referentes à interoperabilidade de maneira mais eficiente. No entanto, um elevado grau de planejamento é exigido Afinal, trata-se de transição complexa do atual ambiente de infraestrutura tecnológica, que consiste sobretudo em sistemas centralizados e, muitas vezes, de propriedade privada, para uma série de registros distribuídos. Ademais, é preciso viabilizar a conexão entre esses sistemas para garantir um nível necessário de interoperabilidade, o que pode demandar um acordo sobre o novo conjunto de protocolos de informação e padrões de

(BCB, 2023a), mediante a qual o regulador discorre sobre a importância de assegurar a unicidade de um ativo financeiro entre diferentes sistemas. A unicidade é essencial para conferir segurança jurídica às operações com ativos registrados, ao impedir que um mesmo ativo seja registrado e gravado ou onerado em mais de um sistema, ou seja, duplicado.

37 Como é o caso da ThorChain, cujo caso de uso foi objeto de estudo em artigo de Auer (2023), publicado pelo BIS.

mensagem. Finalmente, ainda é preciso levar em consideração diferentes estruturas tecnológicas, bem como a compatibilidade entre diferentes redes e/ou formatos.

O presente trabalho buscou pontuar os principais conceitos e as condições de transição de IMFs para ambiente DLT, de forma a embasar propostas de revisão da regulamentação vigente. O intuito é viabilizar o desenvolvimento do mercado de ativos tokenizados. É relevante adaptar os papéis e as responsabilidades das IMFs com foco em assegurar que ativos tokenizados não prejudiquem os avanços já atingidos no que tange à resiliência operacional, à proteção de investidores e à estabilidade financeira.

REFERÊNCIAS

ALVES, Alexandre F. A.; TEXEIRA, Leonardo R. S. O uso de tecnologia de registro distribuído (DLT) na negociação de ações em ambiente de bolsa de valores: análise à luz da legislação do Brasil. **Revista Eletrônica de Direito**: Porto, v. 31, n. 2, p. 52-88, jun. 2023. Disponível em: https://cij.up.pt/client/files/0000000001/3-alexandre-alves_2164.pdf.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. **Tokenização de Ativos: Conceitos iniciais e experimentos em curso**. [S.I.], 2022a. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/02/30/82/CB/68001810C27A8F08882BA2A8/Tokenizacao%20de%20ativos.pdf>. Acesso em: 1º set. 2023.

----- . **Tokenização de Títulos e Valores Mobiliários: Estudo | Finanças descentralizadas**. [S.I.], 2022b. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/6ª/02/2ª/35/6D597810DA3F0978B82BA2A8/Tokenizacao%20de%20titulos%20e%20valores%20mobiliarios_vf.pdf. Acesso em: 1º set. 2023.

ARAMONTE, Sirio *et. Al.* DeFi risks and the decentralisation illusion. **BIS Quarterly Review**, [S.I.], p. 21-36, December, 2021. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112b.pdf. Acesso em: 12 mar. 2023.

AUER, Raphael. Embedded supervision: how to build regulation into ecentralized finance. **BIS Working Papers**, [S.I.], No. 811, September, 2019 (revised May, 2022). Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work811.pdf>. Acesso em 23 mar. 2023.

AUER, Raphael *et.al.*. The Technology of Decentralized Finance (DeFi). **BIS Working Papers**, [S.I.], No. 1066, January, 2023. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work1066.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ATLANTIC COUNCIL. Central Bank Digital Currency Tracker, 2023. Disponível em: <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>. Acesso em: **9/10/2023**.

BCB, Banco Central do Brasil. Diretoria Colegiada. Circular BCB nº 3.968, de 31 de outubro de 2019. Altera o Regulamento anexo à Circular nº 3.743, de 8 de janeiro de 2015, disciplinando a exigência de interoperabilidade entre sistemas de registro que ofertam o registro de um mesmo tipo de ativo financeiro para constituição de ônus e gravames sobre esses ativos. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 158, p. 133/134, 4 nov. 2019.

..... Diretoria Colegiada. **Comunicado nº 25.097, de 10 de janeiro 2014**. Comunica a utilização, pelo Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro no monitoramento e na avaliação do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Brasília, DF, 10 jan. 2014.

..... Diretoria Colegiada. Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023. Aprova o Regulamento que disciplina, no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, o funcionamento dos sistemas de liquidação, o exercício das atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros e a constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros registrados ou depositados, e consolida normas sobre a matéria. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 162, n. 59, p. 108, 28 mar. 2023a.

..... Diretoria Colegiada. Resolução CMN nº 4.593, de 28 de agosto de 2017. Dispõe sobre o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários por parte de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como sobre a prestação de serviços de custódia de ativos financeiros. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 155, p. 26/27, 30 ago. 2017.

----- Diretoria Colegiada. Resolução CMN nº 4.952, de 30 de setembro de 2021. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 160, p. 206/207, 4 out. 2021.

----- Diretoria Colegiada. **Voto nº 31/2023-BCB, de 14 de fevereiro de 2023**. Assuntos de Política Monetária e assuntos de Administração – Propõe a atualização das Diretrizes do Real Digital, o estabelecimento de diretrizes para o desenvolvimento do piloto da plataforma do Real Digital e a autorização para abertura de canal de comunicação com a sociedade sobre o desenvolvimento do piloto da plataforma do Real Digital e outros temas relacionados ao Real Digital. Brasília, DF, 14 fev. 2023b.

----- Diretoria Colegiada. **Voto nº 73/2023-BCB, de 26 de abril de 2023**. Assuntos de Política Monetária, assuntos de Regulação e assuntos de Administração – Propõe a criação do Comitê Executivo de Gestão (CEG) do Projeto-Piloto da Plataforma do Real Digital (Piloto RD) e aprova o regulamento do Piloto RD, conforme diretrizes estabelecidas no Voto 31/2023-BCB, de 14 de fevereiro de 2023. Brasília, DF, 26 abr. 2023c.

----- **Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro**. Brasília, DF, 2023d. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/selic/DFAM_Selic.pdf. Acesso em: 2 set. 2023.

BECH, Morten *et. Al.* On the future of securities settlement. **BIS Quarterly Review**, [S.I.], p. 67-83, March, 2020. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2003i.pdf. Acesso em 23 mar. 2023.

BIS, Bank for International Settlements. **Annual Economic Report 2022**, 2022. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm>. Acesso em 22 mar. 2023.

----- . Committee on Payments and Market Infrastructures. **Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement: an analytical framework.** [S.I.], 2017. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2023.

----- . Committee on Payments and Market Infrastructures. **Wholesale digital tokens.** [S.I.], 2019. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d190.pdf>. Acesso em 22 mar. 2023.

BIS, Bank for International Settlements; IOSCO, International Organization of Securities Commissions. Committee on Payment and Settlement Systems; Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. **Application of the PFMI to stable-coin arrangements.** [S.I.], 2022. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d206.pdf>. Acesso em 23 mar. 2023.

----- . Committee on Payment and Settlement Systems; Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. **Principles for financial market infrastructures.** [S.I.], 2012. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. Acesso em: 01/08/2023.

----- . Committee on Payments and Settlement Systems; Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. **Recommendations for securities settlement systems.** Switzerland, 2001. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf>. Acesso em: 8 mar. 2023.

BOSTON CONSULTING GROUP; JP MORGAN CHASE & CO. **The Future of Distributed Ledger Technology in Capital Markets.** [S.I.], 2022. Disponível em: <https://media-publications.bcg.com/The-Future-of-Distributed-Ledger-Technology-in-Capital-Markets.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2023.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, ano 125, p. 1, 5 out. 1988.

_____. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, ano 113, p. 16037, 9 dez. 1976.

_____. Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013. Dispõe sobre o parcelamento de débitos com a Fazenda Nacional relativos às contribuições previdenciárias de responsabilidade dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; altera as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 9.715, de 25 de novembro de 1998, 11.828, de 20 de novembro de 2008, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.222, de 9 de maio de 2001, 12.249, de 11 de junho de 2010, 11.110, de 25 de abril de 2005, 5.869, de 11 de janeiro de 1973 - Código de Processo Civil, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, e 9.514, de 20 de novembro de 1997; e revoga dispositivo da Lei nº 12.703, de 7 de agosto de 2012. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, ano 153, p. 1, 16 maio 2013.

B3, Brasil, Bolsa, Balcão. Princípios para Infraestrutura do Mercado Financeiro. [S.I.], 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/E6/D1/64/97/7E1D38101E311E28AC094EA8/B3%20PFMI%20DISCLOSURE_2022-10_PT.pdf. Acesso em: 1º set. 2023.

CADOGAN, Marsha Simone. Enforcing Smart Legal Contracts: Prospects and Challenges. **Center for International Governance Innovation**, Canada, CIGI Papers n. 271, February, 2023. Disponível em: https://www.cigionline.org/static/documents/no.271_UN5GG6q.pdf. Acesso em: 2 set. 2023.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021. Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº541,

de 20 de dezembro de 2013. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 160, n. 94, p. 148, 20 maio 2021.

DUROVIC, Mateja; JANSSEN, André. The Formation of Blockchain-based Smart Contracts in the Light of Contract Law. *In*: JANSSEN, André; STORME, Mattias E. **European Review of Private Law**. 26. ed. Netherlands: Kluwer Law International, 2019, p. 753-772(6): 753-72, 2018.

ECB, European Central Bank. **Financial Stability Review**. Germany, 2004. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview200412en.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2023.

ESMA, European Securities and Markets Commission. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council, of 31 May 2023. On markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937. **The Official Journal of the European Union**: L 150, p. 40-205, June 9, 2023.

----- . Report to the European Commission: **Use of FinTech by CSDs**. [S.I.], 2021. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4576_report_to_ec_on_use_of_fintech_by_csds.pdf. Acesso em: 9 mar. 2023.

EUROPEAN COMISSION. **Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology**. Brussels, 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0594>. Acesso em 18 mar. 2023.

FACKLMANN, Juliana *et al.* Anatomia da Tokenização: aspectos práticos, jurídicos e regulatórios de criptoativos. *In*: GOMES, Daniel Paiva. **Criptoativos, Tokenização, Blockchain e Metaverso: aspectos**

filosóficos, tecnológicos, jurídicos e econômicos. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

GUETTA, Anat. Israel Securities Regulatory Chief Lays Out Crypto Plans. [Interview given to] Sandali Handagama. **CoinDesk**, [S.I.], February, 2022. Disponível em: <https://www.coindesk.com/policy/2022/02/14/israels-securities-regulatory-chief-lays-out-crypto-plans/>. Acesso em: 1º set. 2023.

HOOGHMSTRA, Sebastian Niels. **Distributed Ledger Technology (‘DLT’) and its Impact (on the Regulation of) European Investment Funds.** [S.I.]: 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3735886>. Acesso em: 1º set. 2023.

IOSCO, International Organization of Securities Commissions. The Board of the International Organization of Securities Commissions. **IOSCO Decentralized Finance Report.** [S.I.], 2022. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf>. Acesso em: 9 mar. 2023.

KOSSE, Anneke; GLOWKA, Marc; MATTEI, Ilaria; RICE, Tara. **Will the real stablecoin please stand up?**, BIS Papers No 141, 2023.

LAB, Laboratório de Inovação Financeira. **Considerações Teóricas Finanças Descentralizadas (DeFi) e Identidade Digital.** Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://labinovacaofinanceira.com/2023/01/25/consideracoes-teoricas-financas-descentralizadas-defi-e-identidade-digital/>. Acesso em: 01/08/2023.

----- **Descentralizar para desintermediar: estudo sobre emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários digitais.** Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: <https://labinovacaofinanceira.com/2021/12/20/publicacao/>. Acesso em: 31 ago. 2023.

----- **Relatório de Conclusão do Trabalho sobre Valores Mobiliários Digitais.** Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://>

labinovacaofinanceira.com/2022/08/12/relatorio-de-conclusao-do-trabalho-sobre-valores-mobiliarios-digitais/. Acesso em: 31 ago. 2023.

MCLAUGHLIN, Tony. The Regulated Liability Network (RLN) Whitepaper on Scalability and Performance. **SETL**, London. 2021. Disponível em: <https://setl.io/the-regulated-liability-network-rln-whitepaper-on-scalability-and-performance/>. Acesso em: 01/08/2023.

OECD, Organisation for Economic Co-operation and Development. **Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications**. Paris, 2022. Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/why-decentralised-finance-defi-matters-and-the-policy-implications.htm>. Acesso em 22 mar. 2023.

----- . The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets. **OECD Blockchain Policy Series**, [S.I.], January, 2020. Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm>. Acesso em 22 mar. 2023.

----- . Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets. **OECD Blockchain Policy Series**: [S.I.], January, 2021. Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/Regulatory-Approaches-to-the-Tokenisation-of-Assets.htm>. Acesso em 22 mar. 2023.

OCC, Office of Comptroller of Currency. **Interpretative Letter No. 1170, dated July 22, 2020. Washington, DC, June 22, 2020**. Disponível em <https://www.occ.gov/topics/charters-and-licensing/interpretations-and-actions/2020/int1170.pdf>. Acesso em 23 mar. 2023.

SZABO, Nick. **Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets**. Amsterdam, The Netherlands: Phonetic Sciences, 1996. https://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart_contracts_2.html. Acesso em: 1º set. 2023.

SEVILHA, Paloma *et. al.*, Custódia de Criptoativos. *In*: GOMES, Daniel Paiva. **Criptoativos, Tokenização, Blockchain e Metaverso: aspectos filosóficos, tecnológicos, jurídicos e econômicos**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

SHABSIGH, Ghiath; KHIAONARONG, Tanai; LEINONEN, Harry. Distributed Ledger Technology Experiments in Payments and Settlements. **International Monetary Fund – Fintech Notes**, Washington, DC, 2020. Disponível em: <file:///C:/Users/kdelarmelina/Downloads/FT-NEA2020001.pdf>. Acesso em: 1º set. 2023.

WANG, Heng; GAO, Simin. **The future of the international financial system: the emerging CDBC network and its impact on the regulation**. Singapore: Yong Pung How School of Law at Institutional Knowledge at Singapore Management University, 2023. Disponível em: https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=6148&context=sol_research. Acesso em: 1 out.. 2023.

O MOVIMENTO DE ASCENSÃO DO COMPLIANCE ANTICORRUPÇÃO A PARTIR DA PROMULGAÇÃO DO FOREIGN CORRUPT PRACTICES ACT

*Gabriela Forti Pimentel Teixeira
(University of Cambridge, Inglaterra)*

Resumo: Nos últimos 20 anos, os programas de compliance anticorrupção tornaram-se elementos centrais na atuação de grandes empresas e em importantes leis que tratam da criminalização e da prevenção à corrupção. O incentivo à adoção de programas de conformidade anticorrupção teve seu pontapé inicial na promulgação do Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) pelos Estados Unidos, mas se desenvolveu de forma mais clara e objetiva em leis posteriores, diretamente influenciadas pela lei norte-americana, que trataram mais detalhadamente da obrigação das empresas visadas pelas leis de implementarem esses programas. Não só, para além do texto legal, foi a aplicação do FCPA que fortaleceu o instrumento ao longo dos anos, em paralelo ao desenvolvimento teórico dos campos de estudo da ética corporativa e da economia comportamental, que contribuíram com o suporte teórico para o desenvolvimento e aperfeiçoamento da matéria. Este artigo explora as origens dos programas de compliance anticorrupção entre seus fundamentos teóricos e práticos, analisando-as e investigando as consequências do seu uso, em especial na aplicação do FCPA. Para tal, será empregado o método histórico de análise para identificação do contexto histórico, político e econômico em que tal movimento de ascensão do compliance anticorrupção aconteceu.

Palavras-chave: Corrupção, Compliance, FCPA, Governança Corporativa, Ética Corporativa.

Abstract: Over the past 20 years, anti-corruption compliance programs have become central elements in the activities of large companies and in important legislation dealing with criminalization and the prevention of corruption. The incentive to adopt anti-corruption

compliance programs started with the United States' enactment of the Foreign Corrupt Practices Act (FCPA), but it developed more clearly and objectively in later laws, directly influenced by the FCPA, which specifically dealt with the obligation of the companies targeted by the law to adopt these programs. Not only, the application of the FCPA has strengthened the instrument over the years, in parallel with the theoretical development of the fields of study of corporate ethics and behavioral economics, which contributed with theoretical support for the development and improvement of the subject. This article explores the origins of anti-corruption compliance programs among their theoretical and practical foundations, analyzing them and investigating the consequences of their use, especially in the application of the FCPA. To this end, the historical method of analysis will be used to identify the historical, political and economic context in which this movement towards the rise of anti-corruption compliance took place.

Key words: Corruption, Compliance, FCPA, Corporate Governance, Business Ethics.

INTRODUÇÃO

Se antes a corrupção chegou a ser vista como um custo necessário para a prática comercial³⁸, ou até mesmo um caminho necessário ao desenvolvimento³⁹, hoje ela é veementemente repudiada, tendo sido considerada como o maior entrave ao desenvolvimento econômico e social no mundo pelas Nações Unidas⁴⁰.

38 GATHII, James T. Defining the Relationship between Corruption and Human Rights. **Journal of International Law**, v. 31, n. 125, Albany Law School Research Paper, n. 33/2009, 2009, p. 134.

39 HUNTINGTON, Samuel P. **Political Order in Changing Societies**. New Haven/London: Yale University Press, 1968, p. 69.

40 Segundo relatório desenvolvido pelo Escritório das Nações Unidas sobre Drogas e Crime com Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento em 2015, anualmente, 1 trilhão de dólares são gastos em subornos enquanto cerca de 2,6 trilhões de dólares são desviados pela corrupção, o que correspondia à 5% do PIB mundial à época, cf. ESCRITÓRIO DAS NAÇÕES UNIDAS SOBRE DROGAS E CRIME. **Corrupção**

Neste cenário e diante dos muitos escândalos envolvendo grandes companhias, o setor privado foi pressionado para que cumprisse com maior rigor as leis, o que foi feito por meio da adoção de programas de ética e prevenção⁴¹, chamados de programas de compliance. O vernáculo, incorporado à língua portuguesa, vem do verbo “to comply” que significa cumprir, agir conforme, ou obedecer⁴². Na prática os programas de compliance tornaram-se muito mais do que um instrumento para apenas agir ou obedecer a lei. Tais programas têm como objetivo identificar riscos, mitigá-los, prevenir condutas indesejadas e identificar quando elas ocorrem, remediando e tomando as providências necessárias. Não basta apenas fazer um código de conduta para se adequar à letra da lei, é necessário fiscalizá-lo, disseminá-lo e implementá-lo diariamente, promovendo uma cultura de ética e integridade.

Desde que o uso dos programas de compliance passou a ser incentivado por leis e normativas internacionais, tornando-se prática comum nas empresas, vultuosa soma de recursos passou a ser destinada para a sua condução. O banco francês BNP Paribas, por exemplo, aumentou a sua equipe de compliance em 40% em cinco anos⁴³, enquanto o HSBC dobrou o seu investimento direto em compliance em um ano, de 2013 para 2014⁴⁴.

e Desenvolvimento. [2013]. Disponível em <https://www.unodc.org/documents/lpo-brazil/Topics_corruption/Campanha-2013/CORRUPCAO_E_DESENVOLVIMENTO.pdf> Acesso em 13 out. 2023.

41 UNITED NATIONS OFFICE ON DRUGS AND CRIME. The United Nations Convention against Corruption, on the level: business and governments against corruption. Fact Sheet. [s.d]. Disponível em: <https://www.unodc.org/documents/corruption/Publications/Toolkit_of_Private_Sector_Outreach_Materials/4_Factsheet_-_An_Anti-Corruption_Ethics_and_Compliance_Programme.pdf> Último acesso em 4 out. 2023.

42 Comply. In: DICIONÁRIO DE CAMBRIDGE. United Kingdom: Cambridge University Press, [s.d]. Disponível em <<https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles-portugues/comply>> Último acesso em 14 set. 2023.

43 MURRAY, Seb. MBA Careers: Compliance Staff Soar as Banks Count Cost of Regulation. **Business Because**. Publicado em 22 mar. 2015. Disponível em <<https://www.businessbecause.com/news/mba-jobs/3174/mba-careers-compliance-staff-soar-at-banks>> Último acesso em 15 set. 2023.

44 Ibidem.

No Brasil, o incentivo a adoção de programas de compliance pode ser visto tanto no Decreto n. 5.687 de 31 de janeiro de 2006, que promulgou a Convenção das Nações Unidas contra a corrupção, quanto na Lei n. 12.846 de 1 de agosto de 2013 (Lei Anticorrupção), assim como em normas infra legais, como a Instrução CVM 558 de 2015, tendo ganhado especial relevo em acordos de leniência celebrados por empresas com o Ministério Público Federal, a Controladoria Geral da União e a Advocacia Geral da União.

Interessante notar, neste sentido, que o pontapé inicial para a mudança de postura internacional em relação à corrupção, que foi de tolerada à repudiada, foi também o pontapé para a disseminação do uso de programas de compliance. Tudo tem origem no escândalo de Watergate, que revelou que empresas norte-americanas haviam financiado ilegalmente a reeleição do presidente, e eram acobertadas pelas autoridades americanas ao subornarem autoridades estrangeiras, culminando no afastamento do presidente Richard Nixon.

Foi Watergate, somado a todas as circunstâncias políticas e econômicas dos Estados Unidos no final da década de setenta, que levou o país a promulgar o Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) em 1977, reconfigurando o combate à corrupção no mundo⁴⁵. E foi o FCPA que influenciou outras leis e normativas internacionais a promoverem a adoção de programas de compliance. Tal influência adveio tanto do uso do seu texto legal como modelo, que já mencionava os “controles internos”, como do destaque dado ao longo dos anos aos programas pelas autoridades competentes ao aplicarem o FCPA.

O FCPA possui aplicação extraterritorial ampla, razão pela qual tanto empresas norte-americanas quanto estrangeiras estão sujeitas à sua aplicação, que coíbe a prática de quaisquer atos corruptos em outros Estados, garantindo à Securities and Exchange Commission (SEC) e ao Department of Justice (DOJ) a legitimidade para investigar

45 PIMENTA, Raquel de M. **A Construção dos Acordos de Leniência da Lei Anticorrupção**. São Paulo: Blucher, 2020. p. 15.

e punir tais empresas e seus colaboradores⁴⁶. Atualmente é possível constatar não só um aumento dos atores internacionais voltados ao combate à corrupção, mas também o aumento de suas iniciativas. O próprio FCPA encontra hoje um recorde no número de investigações e acordos celebrados, tendo a sua aplicação chegado a um patamar nunca antes experimentado⁴⁷.

Ainda que que largamente utilizados no Brasil, nota-se que, diferentemente do contexto norte-americano, há pouca literatura sobre o desenvolvimento dos programas de compliance no âmbito do direito comercial. Por tal razão e com vistas a preencher essa lacuna, este trabalho retoma a história do desenvolvimento dos programas de compliance anticorrupção no mundo, buscando identificar de onde eles surgiram e o que contribuiu para que o instrumento se disseminasse com tanto vigor nos últimos vinte anos. Para isso,

46 O FCPA se aplica a (i) emissores, entendidos como todos aqueles têm valores mobiliários registrados de acordo com a seção 12 do Securities Exchange Act de 1933, ou que são obrigados a protocolar relatórios periódicos perante a SEC de acordo com a seção 15 (d) da mesma lei, (ii) empreendimentos nacionais, entendidos como companhias, sociedades ou quaisquer outras estruturas regidas sob as leis dos Estados Unidos e a todos os cidadãos norte-americanos, e (iii) a todos aqueles que não são norte-americanos, pessoas físicas ou jurídicas, e não são emissores segundo a definição acima, mas que venham a fazer uso dos correios ou de qualquer outro organismo governamental de comércio interestadual para, de forma corrupta, promover oferta, pagamento ou promessa de pagamento para qualquer dirigente estrangeiro ou partido político com o objetivo de influenciar qualquer ato ou decisão ou induzi-lo a deixar de praticar qualquer ação em violação à sua obrigação legal. Cf. UNITED STATES. Foreign Corrupt Practices Act 1997. Disponível em <<https://www.justice.gov/criminal-fraud/statutes-regulations>> Último acesso em 14 set. 2023. Para críticas sobre a abordagem e extensão da aplicação do FCPA para empresas e pessoas não diretamente ligadas ao país ver, por exemplo, FORBES, Evan. Extraterritorial Enforcement of the Foreign Corrupt Practices Act: Asserting US Interest of Foreign Intrusion? **Southern California Law Review**, v. 93., p. 109-196, abr. 2020. Sobre os efeitos geopolíticos e críticas da abordagem, ver DAVIS, Kevin E., Why Does the UNITED STATES. Regulate Foreign Bribery: Moralism, Self-Interest, or Altruism? **Social Science Research Network**, sn. 2012 e DAVIS, Kevin E. **Between Impunity and Imperialism: The Regulation of Transnational Bribery**. Oxford, New York: Oxford University Press, 2019.

47 De 1977 a 1990 foram registradas 29 (vinte e nove) *enforcement actions*, enquanto apenas no ano de 2016 foram registradas 30 (trinta), de acordo com os dados de STANFORD LAW SCHOOL, **Foreign Corrupt Practices Act Clearinghouse – Heat Maps**. Estados Unidos: Stanford Law School. Disponível em <<http://fcpa.stanford.edu/>> Último acesso em 15 set. 2023.

identifica as causas que, de forma concomitante e complementar, atuaram para alçar os programas a tamanho destaque.

Neste ponto cabe dizer que ainda que a menção aos controles internos/programas de compliance em leis e normativas internacionais seja apontada como principal fator para a ascensão dos programas, este trabalho defende que não foi o único. Em que pese a importância do incentivo legal, este artigo investiga e defende que foi a aplicação do FCPA que alçou os programas de compliance à posição de destaque que eles ocupam hoje. Atualmente, a mera ausência de um programa efetivo de compliance pode ensejar uma condenação, mesmo que nenhum caso concreto de corrupção seja identificado. De outro lado, a existência de um programa efetivo pode isentar uma companhia de responsabilidade, ainda que tenha ocorrido um caso de corrupção que se enquadre nas hipóteses do FCPA. Ou seja, a existência de um bom programa de compliance é fator primordial para que as companhias possam evitar a aplicação das multas multimilionárias impostas pela SEC e o DOJ na aplicação do FCPA.

Aliado ao desenvolvimento prático, houve também avanços no campo teórico que corroboraram e chancelaram os programas de compliance nas últimas décadas. O desenvolvimento dos campos de estudo da ética corporativa e da economia comportamental contribuíram para dar o suporte teórico necessário para que os programas fossem reconhecidos como capazes de mudar a cultura empresarial e prevenir a ocorrência de ilícitos, patrocinando e justificando o seu uso.

Diante do exposto, este trabalho se divide em três partes. Para fins metodológicos, divide-se as causas de fortalecimento dos programas de compliance entre práticas e teóricas. A primeira parte investiga aquele que seria o primeiro fundamento prático da ascensão do compliance anticorrupção, naquilo que foi denominado de “movimento legislativo”, em que as leis e convenções que incentivaram a adoção destes programas são identificadas. A segunda parte investiga o movimento a partir de um segundo aspecto prático, na aplicação do FCPA. Por fim, a terceira e última parte investiga o fundamento

teórico que deu suporte para a evolução do instituto. Ainda que metodologicamente a divisão nos pareça acertada, cabe destacar que estas três frentes não devem ser enxergadas de forma estanque. Por tal razão, nos parece acertado chamar de “movimento” os processos pelos quais o instrumento foi desenvolvido, aperfeiçoado e incentivado. Destacando, assim, que os referidos processos ocorreram de forma dinâmica e simultânea, se complementando, sobrepondo e reforçando um ao outro, tal como estudo sugere.

Cabe tratar, por fim, da escolha deste trabalho de chamar os programas aqui mencionados de programas de compliance e não programas de ética, integridade ou conformidade. Embora o termo possa ser traduzido sem prejuízo ao seu significado por conformidade, o conceito se disseminou no Brasil por meio do uso da palavra em língua originalmente estrangeira, usada para nomear os programas e políticas das empresas, interna e externamente. Por essa razão, será adotado o termo compliance, mesmo reconhecendo a própria limitação do seu significado. Isto pois, os programas aqui estudados e incentivados pelas leis tratadas vão muito além do que seriam uma mera conformidade com a lei, razão pela qual é possível alegar que o próprio termo seja inadequado, ao não tratar da amplitude do seu significado atribuído atualmente, de programas que se propõem a ser muito mais amplos do que uma simples adequação, mas que devem ser atualizados em melhorados constantemente, para além da previsão da letra da lei. Neste sentido, programas de compliance serão entendidos neste trabalho de forma ampla, englobando todas as medidas que uma empresa pode adotar em seu programa, desde a adoção de um código de ética, passando pela realização de treinamentos constantes, construção de um sistema de controle interno de vigilância e monitoramento até a mudança de estruturas e procedimentos de comunicação, contratação e tomadas de decisão internas.

1. FUNDAMENTO PRÁTICO: O MOVIMENTO LEGISLATIVO

1.1 WATERGATE E O FOREIGN CORRUPT PRACTICES ACT

O movimento de ascensão do compliance anticorrupção tem fundamento tanto teórico quanto prático. O fundamento prático pode ser notado nas principais leis que fizeram uso do compliance como instrumento de prevenção à corrupção. A principal delas foi o FCPA promulgado em 1977, por meio da qual os Estados Unidos lideraram o movimento de criminalização da corrupção transnacional. São muitas as nuances que inspiraram o Congresso norte-americano a adotar uma lei extremamente rigorosa e cuja aplicação se tornaria paradigmática nas décadas subsequentes. Dentre elas é possível identificar ao menos 3 (três) principais motivos pelos quais os Estados Unidos promulgaram o FCPA, quais sejam: (i) a preocupação com o impacto dos escândalos de corrupção para a sua política externa, em especial devido ao contexto da Guerra Fria; (ii) a chamada “moralidade pós Watergate”; e (iii) as preocupações de natureza econômica.

A mola propulsora do debate sobre a corrupção transnacional nos Estados Unidos foi o escândalo de Watergate, contudo, a sua ligação com a corrupção transnacional em si não é tão evidente quanto parece. Para a sua compreensão, faz-se necessário analisar brevemente o governo Nixon e, principalmente, a Guerra do Vietnã que ocorria à época.

No início da década de 70 a supremacia norte-americana começava a ser abalada, o país experimentava recessão econômica e inflação, em parte causadas pela Guerra do Vietnã e pela crise do petróleo⁴⁸. Não só, ante as constantes derrotas norte-americanas na guerra, o movimento de oposição a ela também ganhava força. Tomado

48 BERGHOFF, Hartmut. From the Watergate Scandal to the Compliance Revolution: The Fight Against Corporate corruption in the UNITED STATES OF AMERICA and Germany, 1972-2012. **German Historical Institute**, v. 53, p. 7-30, 2013, p. 7. Disponível em <<https://perspectivia.net/publikationen/bulletin-washington/2013-53-2/0007-0030>> Último acesso em 13 set. 2023.

pelas suspeitas cada vez maiores de que haveria uma conspiração contra o seu governo, Nixon intensificou a perseguição aos seus opositores, inclusive por meio do uso ilegal dos serviços de inteligência norte-americanos. Em 17 de junho de 1972 a base do Comitê do Partido Nacional Democrata, localizada no complexo de prédios de Watergate em Washington, foi invadida por pessoas associadas ao comitê de reeleição de Nixon, disfarçadas de encanadores, para a instalação de aparelhos de espionagem⁴⁹. Assim, o presidente passou a ser investigado e chantageado pelos invasores presos, demonstrando que a sua ambição em combater o movimento de oposição à guerra foi levado às últimas consequências, o que lhe custaria o segundo mandato e levaria os Estados Unidos a uma crise constitucional⁵⁰.

Diante das suspeitas de que o presidente estaria envolvido na invasão, instaurou-se um comitê especial no Congresso para a investigação do caso, em paralelo à investigação capitaneada pelo promotor designado ao caso. Durante as suas investigações, foi encontrada com a secretária pessoal de Nixon uma lista de empresas que teriam feito pagamentos ilegais para a sua campanha⁵¹, o que atrairia então as suspeitas dos investigadores e da sociedade norte-americana sobre as contribuições ilegais feitas por empresas à campanha de reeleição do então presidente.

Dentre as empresas que tinham dado contribuições à campanha do presidente estavam grandes empresas norte-americanas, tais como a 3M, a American Airlines e a Goodyear⁵². Os pagamentos eram feitos por meio do uso de empresas *off shore*, que tinham como propósito

49 Ibidem, p. 8.

50 Cf. GRIFFIN, Stephen M. Watergate and Vietnam: The Cold War Origins of a Constitutional Crisis, **Chapman Law Review**, v. 16, 2012-2013, n. 12-11, p. 1-14, 2012.

51 GWIRTZMAN, Milton S. Is Bribery Defensible? **The New York Times**, 5 oct. 1975, p. 245. Disponível em <<https://www.nytimes.com/1975/10/05/archives/is-bribery-defensible-bribery.html>> Último acesso em 13 set. 2023.

52 BERGHOFF, Hartmut. From the Watergate Scandal to the Compliance Revolution: The Fight Against Corporate corruption in the UNITED STATES OF AMERICA and Germany, 1972-2012. **German Historical Institute**, v. 53, p. 7-30, 2013, p.9. Disponível em <<https://perspectivia.net//publikationen/bulletin-washington/2013-53-2/0007-0030>> Último acesso em 13 set. 2023.

em sua constituição cometer este tipo de ilegalidade. As investigações chamaram a atenção da SEC do ponto de vista da obrigação do *disclosure*, uma vez que o órgão questionou se os pagamentos eram registrados na contabilidade das companhias e, conseqüentemente, se os acionistas das referidas companhias tinham conhecimento da realização desses pagamentos⁵³.

Preocupada com a transparência no mercado de capitais, a SEC iniciou uma investigação para averiguar se outras empresas usariam da mesma estratégia para efetuar pagamentos ilegais. A partir de um programa em que as companhias podiam voluntariamente se reportar, a SEC identificou que mais de 400 empresas norte-americanas estavam envolvidas com esquemas de corrupção de mesma natureza⁵⁴, dentre elas as empresas líderes do mercado americano e símbolo do sucesso

53 Ibidem, p. 10.

54 SHENKAR, Oded; LUO, Yadong, **International Business**, 2 ed. UNITED STATES OF AMERICA: Sage Publications, 2008, p. 527.

econômico do país, tais como Lockheed Group, Gulf Oil International⁵⁵, Northrop Corporation⁵⁶, Mobil Oil⁵⁷ e United Brands⁵⁸.

O caso Lockheed Group, empresa do mercado de venda de caças e aviões de guerra, foi talvez o mais chocante para a sociedade norte-americana, uma vez que a empresa recebeu 250 milhões de dólares do governo federal em 1971 para evitar a sua falência. Consequentemente, causou enorme revolta aos norte-americanos notar que as verbas federais, obtidas por meio do pagamento de impostos, foram usadas para comprar influência política nos países

55 Gulf Oil foi responsável pelo pagamento de 3 milhões de dólares para o partido DRPRK da Coreia do Sul, que à época era o partido do governo do país, e pelo suborno de um dos candidatos à presidência da Bolívia. Cf: UNITED STATES SENATE. **Multinational Corporations and United States Foreign Policy: Hearings before de Subcommittee on Multinational Corporations of the Committee on Foreign Relations.** 1st session: Political Contributions to Foreign Payrnents. Testemunho de B. R. Dorsey, membro da diretoria da Gulf Oil Corp. Washington: U.S Government Printing Office, 1974, p. 13.

56 Northrop, admitiu ter feito doações para a campanha de reeleição de Nixon e ter pago propinas na Indonésia e na Arabia Saudita. Cf: UNITED STATES SENATE. **Multinational Corporations and United States Foreign Policy: hearings before de subcommittee on multinational corporations of the committee on foreign relations.** 1st session: Political Contributions to Foreign Payrnents. Testemunho de B. R. Dorsey, membro da diretoria da Gulf Oil Corp. Washington: U.S Government Printing Office, 1974, p. 113.

57 Mobil Oil, se envolveu em um caso de corrupção na Itália que posteriormente passou a ser usado nas propagandas comunistas, em grave prejuízo à política externa norte-americana. O caso em questão diz respeito aos pagamentos feitos pela Mobil Oil Italia para a maioria dos partidos não comunistas do país. Ainda, as contribuições tinham o objetivo de beneficiar a Mobil Oil no setor petrolífero do país. Apesar das suspeitas de que as contribuições estariam vinculadas a atividade legislativa do parlamento italiano, o vice-presidente executivo da Mobil Oil International, Everett Checket, negou tal relação em seu depoimento para o subcomitê em 17 de julho de 1975 e afirmou que a finalidade dos pagamentos era “apoiar o processo de democratização da Italia”. Para mais detalhes do caso, consultar: UNITED STATES SENATE. . **Multinational Corporations and United States Foreign Policy: hearings before de subcommittee on multinational corporations of the committee on foreign relations.** 1st session: Political Contributions to Foreign Payrnents. Testemunho de B. R. Dorsey, membro da diretoria da Gulf Oil Corp. Washington: U.S Government Printing Office, 1974, p. 318-325.

58 O caso da United Brands teve como desdobramento o suicídio do seu CEO, que se atirou da janela do seu em escritório em Nova Iorque, esteve relacionado ao pagamento de propina ao presidente de Honduras e a oficiais italianos, relacionados à importação dos seus produtos e a redução das alíquotas aplicadas em benefício da empresa.

do chamado “terceiro mundo”. Não só, os esquemas de corrupção da empresa tiveram grande impacto internacional, pois desestabilizaram importantes aliados dos Estados Unidos e financiaram alguns dos seus opositores. Posteriormente foi descoberto que a empresa adotava a prática de subornar políticos estrangeiros desde 1950 de forma sistemática, envolvendo os mais diversos países como Irã, Arábia Saudita, Indonésia, Filipinas, Suécia, México, Turquia e Alemanha. Em alguns deles a repercussão foi tamanha que provocou crises internas profundas, como nos Países Baixos, onde envolveu diretamente o Príncipe Bernhard, que só conseguiu escapar das acusações do Senado quando a Rainha Juliana ameaçou abdicar, e no Japão, onde os escândalos levaram à prisão do primeiro ministro em 1973⁵⁹.

Os escândalos foram usados como propaganda antiamericana no contexto da Guerra Fria, preocupando os senadores⁶⁰ sobre o seu impacto sobre a política externa norte-americana. Pressionado, o Congresso não teve outra opção que não investigar a fundo o que se passava no comércio internacional e dar uma resposta legislativa a altura. Se Watergate à primeira vista parece um escândalo de corrupção interna, tão logo ele trouxe à baila denúncias graves sobre esquemas de corrupção transnacional.

59 Neste sentido, ver: WITKIN, Richard. Lockheed Deal Would Release U.S. From Big Loan Guarantee. **The New York Times**. Publicado em 1 jun. 1974, p. 1. Disponível em <<https://www.nytimes.com/1974/06/01/archives/lockheed-deal-would-release-us-from-big-loan-guarantee-lockheed.html>> Último acesso em 21 set. 2013; BERGHOFF, Hartmut. From the Watergate Scandal to the Compliance Revolution: The Fight Against Corporate Corruption in the United States and Germany, 1972-2012. **German Historical Institute**, v. 53, p. 7-30, 2013; TOMLINSON, Richard. Prince Bernhard of the Netherlands. **Independent**. Publicado em 3 dec. 2004. Disponível em <<https://www.independent.co.uk/news/obituaries/prince-bernhard-of-the-netherlands-674988.html>> último acesso em 20 set. 2023; e DAHL, Tracy. Lockheed Case. Figure Convicted in Japan. **The Washington Post**. Publicado em 6 nov. 1981. Disponível em <https://www.washingtonpost.com/archive/politics/1981/11/06/lockheed-case-figure-convicted-in-japan/65b4bf5b-2572-445c-895a-d6e5c435331c/?utm_term=.d8ab4fc2510b> Último acesso em 8 out. 2023.

60 Cf: UNITED STATES SENATE. **Multinational Corporations and United States Foreign Policy: hearings before de subcommittee on multinational corporations of the committee on foreign relations**. 1st session: Political Contributions to Foreign Payments. Testemunho de B. R. Dorsey, membro do conselho de administração da Gulf Oil Corp. Washington: U.S Government Printing Office, 1974, p. 1.

Embora a preocupação com a política externa tenha movido o Congresso para agir, ela não foi a única. É possível identificar nas declarações dos senadores uma grande preocupação com a chamada “moralidade pós Watergate”⁶¹ que seria a moralidade que tomou conta da sociedade norte-americana após a divulgação do escândalo de Watergate, em resposta às acusações de que os Estados Unidos propagavam uma moral libertadora e democrática em sua política externa, sem ao menos a adotá-la em sua prática comercial.

Por fim, a preocupação de natureza econômica também não pode ser esquecida. Isto pois, além de prejudicar o livre comércio ao criar graves distorções econômicas, os subornos têm efeito de confisco sobre os lucros das empresas envolvidas e foi, à época, considerado a mais importante barreira não tarifária ao livre comércio⁶². As alterações feitas em 1988 ao FCPA reforçam essa percepção. Elas criaram exceções para “pagamentos facilitadores”, também chamados de pequena corrupção, para que os pagamentos feitos para que um oficial agilizasse o seu trabalho ou cumprisse a sua obrigação de ofício não caíssem no escopo do FCPA⁶³. Da mesma forma, as alterações de 1988 também ampliaram o escopo de aplicação do FCPA para abarcar empresas e cidadãos que não tivessem qualquer vínculo direto com os Estados Unidos, atendendo aos anseios daqueles segundo os quais a lei minaria a competitividade internacional das empresas norte-americanas⁶⁴.

61 Este termo foi cunhado pelo vice-presidente Spiro Agnew, que renunciou do seu cargo sob suspeita de evasão fiscal. O vice-presidente usou o termo para justificar que os atos por ele cometidos era plenamente aceitáveis nos Estados Unidos até o escândalo de Watergate, quando as pessoas foram tomadas pela necessidade de resgate dos valores, o que implicou o fortalecimento dos seus critérios e na condenação feita pela opinião pública dos atos praticados pelo vice presidente.

62 UNITED STATES SENATE. **Protecting the Ability of the United States to Trade Abroad: hearings before the subcommittee on international trade of the committee of finance**. Washington: U.S Government Printing Office, 1975, p. 3.

63 EARLE, Beverley; CAVA, Anita. The Mystery of Declinations, **UC Davis Law Review**, v. 49, 2015, p. 575.

64 Cf. BECK, Paul J.; MAHER, Michael W.; TSCHOEGL, Adrian E. The Impact of Foreign Corrupt Practices Act on U.S Export. **Managerial and Decision Economics**, v. 12, n. 4, aug. 1991, p. 195-303.

Após identificado o problema e discutido que as leis de valores mobiliários, tributárias e antitruste não versavam diretamente sobre a corrupção transnacional, as discussões no Congresso norte-americano passaram a tratar sobre qual seria a melhor resposta legislativa a ela. Dentre as opções, duas emergiram: a opção pela abordagem do *disclosure* e a opção pela abordagem da criminalização⁶⁵. Durante junho de 1975 e setembro de 1977, aproximadamente 20 (vinte) propostas legislativas foram encaminhadas ao Congresso para tratar deste problema, cada qual privilegiando uma destas duas abordagens⁶⁶.

Embora as duas abordagens tenham sido contrapostas ante o Congresso, ambas foram combinadas no FCPA como resposta à corrupção transnacional. Segundo o disposto na lei, as obrigações relacionadas ao princípio do *disclosure* dizem respeito às obrigações relacionadas à estrutura de governança corporativa interna das empresas, ao dever de manter livros e registros atualizados e completos e de implementar um sistema de controle interno de prestação de contas. Não só, os emissores⁶⁷ não podem, intencionalmente, falsificar tais livros e registros nem negligenciar a implementação do sistema de controles internos. Já a abordagem da criminalização cuidou de vedar as “práticas comerciais proibidas” por meio do direito penal.

Ainda que o texto da lei tenha sido bastante promissor quanto à adoção de controles internos para prevenção à corrupção, foi na sua aplicação que os contornos da definição do que seriam esses controles

65 Tão nítida foi a distinção entre estas duas abordagens que em uma carta enviada pelo secretário do Comércio, Richardson, ao Senador Proxmire, ele constata a existência das duas abordagens e indica qual a recomendada por ele. UNITED STATES SENATE. **Prohibiting Bribes to Foreign Officials: hearing before the subcommittee comm. on banking**, Hous., and Urban Affairs, letter from Elliot Richardson, U.S. Sec’y of Commerce to Sen. William Proxmire, Chairman, S. Comm. on Banking, Hous., and Urban Affairs. Washington: U.S Government Printing Office, 1976, p. 75.

66 KOEHLER, Mike. The Story of the Foreign Corrupt Practices Act, **Ohio State Law Journal**, v. 73, n. 5, dec. 2012, p. 950.

67 Nos termos do FCPA, são emissores todos aqueles têm valores mobiliários registrados de acordo com a seção 12 do Securities Exchange Act de 1933, ou que são obrigados a protocolar relatórios periódicos perante a SEC de acordo com a seção 15 (d) da mesma lei.

internos foram testados e ampliados, especialmente nas duas últimas décadas. Tal ponto será explorado no item 2 deste artigo.

1.2 CONVENÇÃO SOBRE O COMBATE DA CORRUPÇÃO DE FUNCIONÁRIOS PÚBLICOS ESTRANGEIROS EM TRANSAÇÕES COMERCIAIS INTERNACIONAIS DA OCDE

Se durante a discussão que antecedeu a promulgação do FCPA o seu impacto econômico sobre as companhias norte-americanas era fonte de preocupação, após a sua promulgação o tema foi ainda mais discutido. Dentre os estudos conduzidos à época, alguns indicaram que a lei teria efeitos negativos sobre a competitividade das empresas transnacionais norte-americanas, e outros, que não haveria impacto algum⁶⁸. Predominou a visão de que as empresas norte-americanas estariam sendo prejudicadas⁶⁹, razão pela qual, durante o governo Clinton, elas passaram a pressionar o Congresso para que os Estados Unidos pressionassem órgãos multilaterais a adotar políticas contra a corrupção internacional, em especial a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Fruto dessa pressão, a OCDE adotou em 1997 a Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais, ratificada por 34 (trinta e quatro) países. A partir deste esforço, países membros comprometeram-se a

68 Cf. BECK, Paul J.; MAHER, Michael W.; TSCHOEGL, Adrian E. The Impact of Foreign Corrupt Practices Act on U.S Export, **Managerial and Decision Economics**, v. 12, n. 4, aug 1991, p. 195-303. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/229565845_The_impact_of_the_Foreign_Corrupt_Practices_Act_on_US_exports> Último acesso em 14 set. 2023; PEASAD, Jyoti N. Impact of the Foreign Corrupt Practices Act of 1977 on U.S Exports. **Garland Publishing**, 1993; TRADE PROMOTION COORDINATION COMMITTEE., **Toward the Next American Century: A U.S Strategic Response to Foreign Competitive Practices**. Washington: The Fourth Annual National Export Strategy Report to the US Congress, 1996.

69 GLYNN, Patrick; KOBRIN, Stephen; NAIM, Moises. **Corruption and the Global Economy**, In: The Globalization of Corruption,. Massachusetts: Peterson Institute for International Economics Press, 1997, p. 18.

criminalizar o suborno de funcionários públicos estrangeiros em sua legislação interna.

O uso dos programas de compliance foi explorado, ainda que superficialmente, nos “Comentários à Convenção” lançados na mesma data⁷⁰. Tal realidade mudou em 26 de novembro de 2009, quando foram divulgadas as Recomendações do Conselho para Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais. Entre elas, havia a recomendação de número dez, que incluiu entre as recomendações da prestação de contas, seção sobre “controles internos, ética e compliance” e lançou um guia de boas práticas sobre os controles internos, ética e compliance.

Neste novo tópico, foi recomendado que os países membros incentivassem as empresas a adotar controles internos, programas de ética e compliance adequados para prevenir e detectar as práticas proibidas, considerando o guia anexo às recomendações. Não só, foi recomendado também a criação de órgãos de controle internos, tais como o comitê de auditoria para supervisionar os programas, e que as empresas divulgassem em seus relatórios anuais os seus respectivos sistemas de controle interno e compliance⁷¹.

Já no Guia de Boas Práticas, constam as recomendações específicas que devem ser observadas no desenvolvimento dos programas de compliance. Dentre elas, destaca-se a importância de que o programa seja baseado em uma análise de risco individualizada de cada companhia, e de que ele seja aplicado a todos os níveis hierárquicos. Deve haver ainda um canal de comunicação para denúncias e procedimentos internos de averiguação e punição das violações que possam ocorrer. Tal programa deve ser objeto de

70 Os comentários ao Art. 8 da Convenção, que trata das diretrizes para a contabilidade das empresas indicam que o referido artigo recomenda a adoção de controles internos contábeis para evitar a adoção de contabilidade paralela. Cf. OECD. **Commentaries on the Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions**. In: Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions. United States of America: OECD, p. 11-16, 1997, p. 14. Disponível em <https://www.oecd.org/daf/anti-bribery/ConvCombatBribery_ENG.pdf> Último acesso em 13 set. 2023.

71 Ibidem, p. 21.

treinamentos e revisões constantes, a fim de aprimorá-lo de acordo com a evolução das melhores práticas na matéria⁷².

Além de ter representado um avanço para o movimento de combate à corrupção, ainda que de caráter predominantemente simbólico⁷³, a Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais da OCDE representou mais um passo no movimento de ascensão do compliance anticorrupção. Isto pois, ela contribuiu para que leis do mesmo teor do FCPA fossem promulgadas em outros países, inclusive no que diz respeito às obrigações relacionadas à prestação de contas e aos controles internos das empresas.

1.3 CONVENÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS CONTRA A CORRUPÇÃO

Posteriormente, as Nações Unidas aprovaram a Convenção das Nações Unidas contra a Corrupção em 31 de outubro de 2003 pela Assembleia Geral, assinada por 129 países. A Convenção representou o primeiro acordo, de caráter global, a tratar do combate à corrupção internacional⁷⁴ e a incluir menção aos programas de compliance como instrumento de prevenção.

72 Ibidem, p. 27-29.

73 A eficácia da convenção é alvo de muitas críticas, destacando-se a dificuldade de uniformizar o combate a corrupção e as normas dedicadas a regular a matéria nos diferentes países do mundo. Ainda que ela tenha cumprido com o objetivo de tornar crime a prática nos países membros, permanece desafiadora a aplicação prática de tais leis internas. Daí a crítica de que a convenção teria função predominantemente simbólica e não prática. Cf TRANSPARENCY INTERNATIONAL, **Strengthening Enforcement of the OECD Anti-Bribery Convention**. UNITED STATES: Transparency International, [s.d]. Disponível em <https://www.transparency.org/whatwedo/activity/strengthening_enforcement_of_the_oecd_anti_bribery_convention> Último acesso em 13 set. 2023. BREWSTER, Rachel. The Domestic and International Enforcement of the OECD Anti-Bribery Convention, **Chicago Journal of International Law**, v. 15, n. 1, p. 84-109, 2014.

74 RAVINDRAN, Rajesh. **The United Nations Convention Against Corruption: A Critical Overview**, Indian Institute of Management, SSRN Online, 2006, p. 8. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891898&rec=1&srcabs=882334&alg=1&pos=9> Último acesso em 13 set. 2023.

A Convenção, além de criminalizar os atos de corrupção, endereça o tema do ponto de vista dos setores público e privado, trata das medidas de prevenção, da cooperação internacional e do processo de recuperação de ativos. Em seu Capítulo 2, a Convenção trata da prevenção à corrupção, mencionando expressamente a adoção de códigos de conduta como instrumento de prevenção para os funcionários públicos⁷⁵ e dos controles internos para o setor privado, de forma que cabem aos Estados Parte velarem para que as empresas tenham controles suficientes para ajudar a prevenir e detectar os atos de corrupção⁷⁶.

A Convenção foi assinada pelo Brasil em 9 de dezembro de 2003 e promulgada por meio do Decreto n. 5.687 de 31 de janeiro de 2006.

1.4 TERRORISMO, FRAUDE E CRISE NO MERCADO FINANCEIRO: PATRIOT ACT, SARBANES-OXLEY ACT E DODD-FRANK ACT.

No início dos anos 2000 os programas de compliance passaram a ganhar cada vez mais destaque, não só no contexto de aplicação do FCPA, mas também como resposta a outros problemas que se tornaram relevantes nessa década, como o terrorismo e as crises do mercado financeiro. Eles foram expressamente mencionados em importantes leis promulgadas no período nos Estados Unidos, notadamente Patriot Act, Sarbanes-Oxley Act, e Dodd-Frank Act.

O Patriot Act foi a resposta legislativa dada ao ataque terrorista de 11 de setembro de 2001. Além do evidente abalo nos sistemas de inteligência e segurança do país, o dia que mudou o mundo trouxe à tona a importância do combate à lavagem de dinheiro, uma vez que foi descoberto que a rede terrorista Al Qaeda, responsável pelo ataque,

75 BRASIL. **Decreto n. 5.687 de 31 de janeiro de 2006.** Promulga a Convenção das Nações Unidas contra a Corrupção, adotada pela Assembléia-Geral das Nações Unidas em 31 de outubro de 2003 e assinada pelo Brasil em 9 de dezembro de 2003, Brasília: Congresso Nacional, [2006], Artigo 8.

76 Ibidem, artigo 12, item 2.

teria uma extensa rede de lavagem de dinheiro para financiar as suas atividades⁷⁷.

Promulgado em 26 de outubro de 2001, o Patriot Act possui seção inteiramente destinada a obrigações das instituições financeiras que mantêm e administram contas correntes nos Estados Unidos para não residentes de estabelecer políticas de *due diligence* e controles internos que tenham como objetivo deter e reportar casos de lavagem de dinheiro⁷⁸, ou seja, aquilo que entendemos por programas de compliance.

Menos de um ano depois, o Sarbanes-Oxley Act (SOX) foi promulgado como resposta a uma nova crise norte-americana, desta vez provocada pelo colapso de duas grandes empresas, Enron e WorldCom. Ambas demonstraram ter graves problemas de governança⁷⁹ e manipularam documentos contábeis para ocultar a sua real situação financeira dos investidores e acionistas. À época, o presidente George Bush anunciou que não permitira que o medo ou fraudes minassem o sucesso da economia norte-americana⁸⁰. Segundo ele, a corrupção corporativa não tinha apenas atingido a confiança dos investidores, mas ofendido a “consciência da nação”.

77 HEALY, Nicole M. The Impact of September 11th on Anti-Money Laundering Efforts, and the European Union and Commonwealth Gatekeeper Initiatives. **The International Lawyer**, v. 6, n. 2, 2002, p. 733.

78 UNITED STATES. **USA Patriot Act of 2001** [2001]. Sec. 312. Disponível em <<https://www.fdic.gov/regulations/examinations/bsa/patriot-act.pdf>> Último acesso em 13 set. 2023.

79 Destaca-se que o Sarbanes-Oxley Act foi promulgado em caráter emergencial devido à corrida para reeleição do congresso. Embora a lei tenha buscado endereçar os problemas que teriam levado a Enron ao colapso, há críticas no sentido de que as reformas relacionadas à governança corporativa previstas no SOX tinham pouca, se não nenhuma relação com os problemas enfrentados pela Enron. Cf. ROMANO, Roberta. The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, **The Yale Law Journal**, v. 114, p. 1521-1611, 2005.

80 No original: “During the past year the American economy has faced several sudden challenges, and proven its great resiliency. Terrorists attacked the center and symbol of our prosperity. A recession cost many American workers their jobs. And now corporate corruption has struck at investor confidence, offending the conscience of our nation. Yet, in the aftermath of September the 11th, we refuse to allow fear to undermine our economy. And we will not allow fraud to undermine it either.” Cf. UNITED STATES. **USA Patriot Act of 2001** [2001]. Sec. 312.

De acordo com o SOX, a SEC deveria editar novas regras para que os emissores fossem obrigados a divulgar junto com os seus relatórios periódicos exigidos pela Lei de Valores Mobiliários (Securities Exchange Act), se adotam ou não, e por que não, um código de ética aplicável ao seu diretor financeiro e aos demais colaboradores da área, bem como às pessoas que desempenhem funções similares às suas. Não só, qualquer alteração em tal código deveria ser igualmente divulgada imediatamente aos investidores⁸¹.

O Sarbanes-Oxley Act também foi responsável pela introdução de diversas novas regras relacionada à governança corporativa⁸² e pela alteração do Guia Federal de Julgamento (Federal Sentencing Guidelines) para incluir uma seção inteiramente dedicada ao compliance anticorrupção e aos códigos de ética. Segundo o guia, para ter um programa efetivo de compliance e de ética a empresa deve realizar *due diligence* para prevenir e detectar as condutas criminosas e promover uma cultura de ética e comprometimento com o programa de compliance e com a lei⁸³. Não só, a promoção de uma cultura de comportamento ético deve, necessariamente, perpassar pelo estabelecimento de padrões e processos internos que identifiquem condutas criminosas e promovam um programa de compliance específico para as atividades da empresa em questão.

Já o Dodd-Frank Act foi a resposta legislativa à crise do *subprime* norte-americana, que teve origem no mercado imobiliário e logo repercutiu em todos os setores para além do mercado financeiro norte-americano e, conseqüentemente, mundial. Como resposta, novamente, emergiu no debate político novas propostas de regulação do mercado financeiro, com vistas a prevenir crises de mesma natureza no futuro.

81 UNITED STATES, **Sarbanes-Oxley Act of 2002**, [2002], Pub.L. 107-204, § 302.

82 Cf. ROMANO, Roberta. The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. **The Yale Law Journal**, v. 114, n. , p. 1521-1611, 2005.

83 UNITED STATES SENTENCING COMMISSION. **Guidelines Manual**. Washington D.C.: U.S Government Printing Office, 2004. p. 476.

Embora o Dodd-Frank Act não tenha endereçado diretamente o compliance anticorrupção, é possível notar o uso dos controles internos na lei como instrumento de prevenção à evasão fiscal⁸⁴, para regulação do processo de avaliação de risco de crédito⁸⁵, e para evitar a possibilidade de ex-membros da SEC ajudarem instituições financeiras a violar as suas leis⁸⁶. Desta forma, o Dodd-Frank Act caminhou no mesmo sentido de fortalecer a importância dos sistemas de conformidade e compliance como forma de evitar condutas ilícitas.

Há que se destacar, por fim, que o Dodd-Frank Act contribuiu para a aplicação do FCPA ao dispor sobre a necessidade de a SEC editar novas normas, mais vantajosas, para os delatores (*whistleblowers*)⁸⁷. Após editada tal regulamentação, ela pôde auxiliar não só na aplicação do Dodd-Frank Act como também do FCPA ao incentivar a colaboração de delatores, que contribuem com as investigações fornecendo informações e identificando os demais criminosos. O instrumento é largamente utilizado nos Estados Unidos para persecução de crimes empresariais e um aliado importante para o sucesso de suas investigações.

1.5 UK BRIBERY ACT

A última lei dentre as responsáveis por fortalecer os programas de compliance anticorrupção e incentivar o surgimento de outras leis futuras de mesmo teor foi o UK Bribery Act, promulgado em 2010, após grande pressão exercida pela OCDE para que o Reino Unido adotasse uma lei de criminalização da corrupção internacional⁸⁸.

84 UNITED STATES, **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**, [2010], Pub.L 111-203, Sec. 619, e, 1.

85 Ibidem, sec. 932, a, 3.

86 Ibidem, sec. 968, a, 4.

87 Ibidem, sec. 922.

88 Em de 16 de outubro de 2008, o Grupo de Trabalho sobre Corrupção nas Transações Comerciais Internacionais da OCDE divulgou relatório criticando severamente o Reino Unido por não ter implementado a Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais.

Com conteúdo próximo ao FCPA, o UK Bribery Act tem aplicação extraterritorial, veda qualquer prática de corrupção de funcionários públicos estrangeiros e atribui responsabilidade objetiva às empresas pela ofensa de não prevenir atos de corrupção por parte dos seus prepostos⁸⁹. Como defesa, a empresa pode provar que tomou as medidas necessárias para prevenir tais atos de corrupção. Neste sentido, o Secretary of State ficou responsável por publicar guias sobre os procedimentos que devem ser tomados pelas empresas para prevenir a corrupção internacional e atenuar a sua responsabilidade, o que foi feito em 2011⁹⁰.

O guia fornece informações importantes para as empresas ao identificar quais os atributos mínimos de um programa de compliance para que seja efetivo e atenda aos critérios da lei. De acordo com o guia lançado em março de 2011, o governo britânico considera que os programas desenvolvidos pelas companhias para prevenir a corrupção devem ser guiados por seis princípios, quais sejam: (i) adoção de procedimentos proporcionais aos riscos aos quais a companhia está exposta considerando a sua natureza, tamanho e

Conforme as recomendações feitas nos anos anteriores, o Grupo de Trabalho recomendou ao Reino Unido que fosse adotada uma nova lei sobre a corrupção internacional o mais rápido possível. Contudo, nos termos do relatório, o Reino Unido não estaria comprometido com a causa. Neste sentido, ver OECD. **Group demands rapid UK action to enact adequate anti-bribery laws**. Paris: OCDE. Publicado em 16 out. 2008. Disponível em <<http://www.oecd.org/daf/anti-bribery/oecdgroupdemandsrapidukactiontoenactadequateanti-briberylaws.htm>> Último acesso em 31 set. 2023; e OECD, **Report on The Application of the Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions and the 1997 Recommendation on Combating Bribery in International Business Transactions**, United Kingdom: OECD, 2008. Disponível em <<http://www.oecd.org/daf/anti-bribery/anti-briberyconvention/41515077.pdf>> Último acesso em 15 set. 2023.

89 Cf. UNITED KINGDOM, **Bribery Act 2010**, Sec. 7. Disponível em <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/23/contents>> Último acesso em 4 out. 2023.

90 Cf. MINISTRY OF JUSTICE. **The Bribery Act of 2010: Guidance about procedures which relevant commercial organisations can put into place to prevent persons associated with them from bribing**. United Kingdom: Ministry of Justice, 2011, p. 21. Disponível em <<http://www.justice.gov.uk/downloads/legislation/bribery-act-2010-guidance.pdf>> Último acesso em 14 set. 2023.

complexidade das suas atividades⁹¹; (ii) comprometimento do topo⁹²; (iii) avaliação constante dos riscos aos quais a empresa está exposta⁹³; (iv) adoção de procedimentos de *due diligence*⁹⁴; (v) comunicação das políticas de prevenção com colaboradores que seja proporcional aos riscos enfrentados⁹⁵; e (vi) monitoramento e revisão periódica dos procedimentos adotados⁹⁶.

Em relação ao FCPA, o UK Bribery Act inovou ao prever no texto legal que a adoção de procedimentos para prevenir a corrupção, tal como a implementação de um programa de compliance, pode ser usada como defesa pelas empresas investigadas⁹⁷. O que foi garantido no âmbito de aplicação do FCPA apenas por meio de alterações feitas no Guia Federal de Julgamento e não no texto da lei.

Assim, o UK Bribery Act conferiu especial destaque aos programas de compliance na rede de prevenção e controle da corrupção, simbolizando mais um passo no caminho percorrido para seu fortalecimento no decorrer dos últimos vinte anos. Ao estabelecer princípios norteadores para os programas e até exemplos de casos práticos, o guia publicado pelo governo britânico em 2011 deu maior tangibilidade à possibilidade de que os programas de compliance fossem usados como prova de que a empresa investigada tomou as atitudes necessárias de prevenção, permitindo que as empresas que investissem nos programas fossem recompensadas por isso.

91 MINISTRY OF JUSTICE. **The Bribery Act of 2010: Guidance about procedures which relevant commercial organisations can put into place to prevent persons associated with them from bribing**, United Kingdom: Ministry of Justice, 2011, p. 21.

92 Ibidem, p. 22.

93 Ibidem, p. 25.

94 Ibidem, p. 27.

95 Ibidem, p. 29.

96 Ibidem, p. 31.

97 UNITED KINGDOM, **Bribery Act 2010**, Sec. 7. (2).

1.6 CONCLUSÕES PARCIAIS

A partir dessa digressão é possível identificar que após a promulgação do FCPA o uso dos programas de compliance foi feito por outras leis e convenções internacionais, tanto no âmbito de combate à corrupção, como no âmbito de combate a fraudes contábeis e à lavagem de dinheiro. Com o passar dos anos, o instrumento foi ganhando mais espaço e maior detalhamento, como pode ser visto no UK Bribery Act.

Ainda, é impossível dissociar o movimento de ascensão do compliance anticorrupção da ascensão da governança corporativa no cenário internacional⁹⁸. Tal como aconteceu com a governança corporativa, o compliance vem sido utilizado como resposta nos momentos de crise econômica e política. O instrumento tanto é a resposta mais fácil usada como substituta das ações que devem ser tomadas pelo setor público para o combate a corrupção internacional, como é possível notar que seu uso foi incentivado sempre em momentos de crise das mais diversas naturezas⁹⁹. Foi assim com o FCPA, o Patriot Act, Sarbanes-Oxley Act e o Dodd-Frank Act, com destaque para o SOX, que impactou diretamente na aplicação do FCPA nos anos subsequentes.

Em que pese a importância atribuídas aos programas pelos textos normativos das leis e convenções supracitadas, o instrumento jamais teria se tornado tão poderoso no combate à corrupção não

98 São diversos os motivos pelos quais a governança corporativa ganhou destaque nas últimas décadas, destacando-se o seu fortalecimento nos momentos de crise econômica, desde Cadbury até o Dodd-Frank Act. No que diz respeito ao FCPA, é possível verificar o seu fortalecimento nos anos 80 a 90, período de desregulamentação financeira, e a partir dos anos 2000. Sobre a ascensão da governança corporativa ver: PARGENDLER, Mariana. **The Corporate Governance Obsession**, *The Journal of Corporate Law*, v. 2, n. 2, p. 361-402, 2016.

99 Conforme apontado por Pargendler, dois fatores podem ser considerados como principais para a ascensão da governança corporativa no contexto internacional: (i) o uso da matéria como substituta da ação governamental e (ii) o seu fortalecimento nos momentos de crise econômica. Cf. PARGENDLER, Mariana. **The Corporate Governance Obsession**, *The Journal of Corporate Law*, v. 2, n. 2, p. 361-402, 2016, p. 376.

fosse a importância dada a ele na prática. Tal papel foi cumprido pela SEC e pelo DOJ na aplicação do FCPA, como será visto adiante.

2. FUNDAMENTO PRÁTICO: APLICAÇÃO DO FCPA

Embora haja no FCPA disposições sobre controles internos em sua primeira parte que trata da forma dos relatórios, livros contábeis, registros e contabilidade interna para emissores¹⁰⁰, foi na sua aplicação que os programas de conformidade ganharam especial atenção, especialmente nas duas últimas décadas.

É possível identificar 3 (três) situações em que o compliance anticorrupção ganhou relevância na aplicação do FCPA: (i) como hipótese que de azo a condenação, quando uma empresa falha na sua implementação, ainda que não tenha havido um caso efetivo de corrupção; (ii) como exclusão da responsabilidade, nos casos em que há violação da lei, mas em que a empresa adotou todas as medidas necessárias de prevenção; e (iii) como parte da pena, quando da celebração de acordos. Tais casos, em suas diferentes hipóteses, passaram a ocorrer nas duas últimas décadas, demonstrando, cada qual, o fortalecimento do compliance anticorrupção neste período.

2.1 COMPLIANCE ANTICORRUPÇÃO ENQUANTO CAUSA DA CONDENAÇÃO

A condenação de empresas por não terem implementado controles internos de forma adequada tem sido cada vez mais recorrente, mesmo que a lei não trate expressamente da definição do que seriam esses controles internos. O entendimento sobre a sua definição também foi aprofundado durante as últimas décadas, de forma que na interpretação atual eles se tornaram não só um sistema

100 UNITED STATES, **Foreign Corrupt Practices Act of 1977**, seção 78dd-4. Disponível em <<https://www.justice.gov/sites/default/files/criminal-fraud/legacy/2012/11/14/fcpa-english.pdf>> Último acesso em 4 out. 2023.

de controle contábil, mas um sistema de controle amplo, cujo objetivo é garantir que os documentos contábeis reflitam todas as transações da companhia, sem que, portanto, haja movimentações financeiras *off the books*.

A partir dos anos 2000, é possível identificar um aumento nos números de ações civis propostas pela SEC em face de empresas que não teriam adotado sistemas de controles internos considerados adequados, mesmo sem que tenha sido identificada qualquer prática corrupta. Em artigo publicado em 2011, o escritório norte-americano Debevoise e Plimpton já chamava atenção para esta tendência¹⁰¹. Enquanto em 2010, 16% das ações conduzidas pela SEC foram desta natureza, tal porcentagem foi próxima de 50% nos anos subsequentes¹⁰².

Apesar da observância desta nova tendência, foi no ano de 2012 que o primeiro caso paradigmático ocorreu. Trata-se do caso SEC v. Oracle Corp., em que a empresa foi condenada por não fiscalizar adequadamente a sua subsidiária indiana, que tinha criado uma estrutura de pagamentos de distribuidores que poderia, sem provas de que tenha efetivamente sido, usada para corrupção de funcionários estrangeiros¹⁰³.

Novamente, em 2015, o caso SEC v. BHP Billiton também se tornou paradigma na matéria, gerando muitas críticas de escritórios especializados¹⁰⁴. A BHP Billiton foi condenada ao pagamento de multa

101 Cf. BERGER, Steven S. (et al.). **Do FCPA Remedies Follow FCPA Wrongs? “Disgorgement” in Internal Controls and Books and Records Cases**. New York: Debevoise e Plimpton LLP, 2011.

102 THE SEC Frequently Alleges Or Finds Only Books and Records and Internal Controls Violations in FCPA Enforcement Actions. Estados Unidos: **FCPA Professor**. Publicado em 11 jun. 2015. Disponível em <<http://fcpaprofessor.com/the-sec-frequently-alleges-or-finds-only-books-and-records-and-internal-controls-violations-in-fcpa-enforcement-actions/>> Último acesso em 14 set. 2023.

103 THE Dilution of FCPA Enforcement Has Reached a New Level with the SEC’s Enforcement Action Against Oracle. Estados Unidos. **FCPA Professor**. Publicado em 17 ago. 2012. Disponível em <<http://fcpaprofessor.com/the-dilution-of-fcpa-enforcement-has-reached-a-new-level-with-the-secs-enforcement-action-against-oracle/>> Último acesso em 4 out. 2023.

104 Diversos escritórios de advocacia norte-americanos chamaram destacaram a inovação trazida no caso, criticando a postura adotada pela SEC, como exemplo ver:

de 25 milhões de dólares após seis anos de investigações sobre o seu programa de hospitalidade, oferecido durante os Jogos Olímpicos de Pequim de 2008, do qual a empresa era patrocinadora. Segundo a SEC, a BHP Billiton não apresentou controles internos suficientes sobre o programa para assegurar que ele não seria usado para corrupção¹⁰⁵, ainda que não haja provas de que o programa tenha sido efetivamente usado com esse propósito.

Depois desses casos, outros ocorreram, mas já sem chamar a mesma atenção. Além das críticas recebidas dos escritórios de advocacia norte-americanos, a postura adotada pela SEC também foi alvo de críticas do meio acadêmico. Acredita-se que ações como esta podem levar ao “overenforcement” da lei e ao “overcriminalization”, entendido em três frentes. A primeira, diz respeito a mudança do papel desempenhado pela SEC, que teria se tornado uma agência de acusação, ao invés de remediação ou reparação¹⁰⁶. A segunda, de que a definição do que seriam controles adequados seria vaga, além de que estaria cada vez mais difícil para as companhias atingirem o que seria

BROWN, David W. (et al.), **SEC Extends Application of FCPA Accounting Provisions in BHP Billiton Enforcement Action**, United Kingdom: Paul Weiss. Publicado em 28 mai. 2015. Disponível em <<https://www.paulweiss.com/practices/litigation/anti-corruption-fcpa/publications/sec-extends-application-of-fcpa-accounting-provisions-in-bhp-billiton-enforcement-action?id=20053>> Último acesso em 4 out. 2023; SULLIVAN & CROMWELL LLP, **Foreign Corrupt Practices Act Alert: SEC uses FCPA's Expansive Reach to Pursue Domestic Conduct in United Continental Enforcement Action**. New York: Sullivan e Cromwell LLP. Publicado em 13 dez. 2016. Disponível em <<https://www.sullcrom.com/foreign-corrupt-practices-act-alert-sec-uses-fcpas-expansive-reach-to-pursue-domestic-conduct-in-united-continental-enforcement-action>> Último acesso em 14 set. 2023.

105 A empresa convidou 176 membros de governos estrangeiros e funcionários de empresas estatais para ir aos Jogos Olímpicos como convidados da BHPB, e pagou todas as despesas de 60 deles que compareceram em hotéis de luxo, passeios e aéreo.

106 A crítica neste aspecto é de que a agência teria sido tomada pela divisão especializada na aplicação das leis, chamada de “enforcement division”, o que teria sido causado por uma distribuição desigual de poder e recursos entre as diferentes divisões internas. Tal mudança de postura da SEC é atrelada a política das “janelas quebradas”, adotada a partir de 2013 por Mary Jo White, responsável à época pelo comando da SEC. Cf. <https://www.sec.gov/news/speech/spch100913mju> (acessado em 20 de set de 2023). Como exemplo de crítica desta postura no âmbito do FCPA, ver BLACK, Barbara. SEC and the Foreign Corrupt Practices Act: Fighting Global Corruption Is Not Part of the SEC's Mission. **Ohio State Law Journal**, v. 73, n. 5, p. 1093-1119, 2012,.

considerado pela SEC como o padrão mínimo exigido.¹⁰⁷ A terceira frente aponta para a ausência de precedentes judiciais que fundamentem essa nova forma de atuação da SEC. Conseqüentemente, a autoridade estaria acumulando competências de acusação e julgamento, sem que houvesse um controle externo sobre as suas atividades. De acordo com a crítica, todos esses fatores estariam contribuindo para que as decisões da SEC se tornassem cada vez mais arbitrárias.

Neste cenário, alguns argumentam que os efeitos da abordagem podem ser desastrosos e contrários ao objetivo inicial. Se, por um lado houve um aumento expressivo nos gastos dispendidos para que as empresas tentem se adequar ao exigido pela lei, na prática, não está sequer claro o que exatamente está sendo exigido pela lei. Para as empresas, pode ficar a sensação de que estão buscando algo que é inalcançável e que suas medidas serão sempre julgadas insuficientes. Assim, diante de uma postura cada vez mais rígida do órgão fiscalizador, sem que sejam dadas diretrizes objetivas sobre o que um programa deve apresentar para ser considerado adequado, as empresas podem concluir que não importa quão desenvolvidos sejam os seus controles internos, eles ainda serão considerados inadequados, razão pela qual pode haver um desincentivo para o investimento em programas de compliance¹⁰⁸.

Por outro lado, ainda que a abordagem seja arriscada, cabe dizer que ela parece acertada quando aplicada exclusivamente ao FCPA. Isso porque as empresas visadas pelo FCPA são aquelas de natureza

107 Neste sentido, Woody destaca também o fato de que a divisão especializada na aplicação do FCPA pela SEC teria ganhado tanto destaque que estaria ditando o comportamento empresarial por meio das punições, ao invés de utilizar de outros meios, como guias e orientações direcionadas às empresas reguladas pela agência. WOODY, Karen E. No Smoke and No Fire: The Rise of Internal Controls Absent Anti-Bribery Violations in FCPA Enforcement, **Cardozo Law Review**. Washington: University School of Law, v. 38, p. 1727-1768, 2017. Para análise desta crítica em específico, da mudança de posicionamento da SEC, consultar KARMEL, Roberta S. Creating Law at the Securities and Exchange Commission: The Lawyer as Prosecutor, **Law and Contemporary Problems**, v. 61, n. 1, p. 33-46, 1998.

108 Cf. WOODY, Karen E. No Smoke and No Fire: The Rise of Internal Controls Absent Anti-Bribery Violations in FCPA Enforcement, **Cardozo Law Review**. Washington: University School of Law, v. 38, p. 1727-1768, 2017.

transnacional, cuja existência transcende a vinculação a um Estado-nação, com faturamentos que, muitas vezes, superaram os produtos internos bruto de muitos países¹⁰⁹. Sendo assim, natural que empresas deste porte, com tamanho poder econômico e influência sobre atores políticos, tenham de encarar maiores responsabilidades, inclusive as que dizem respeito a exigência de uma postura mais ativa de combate à corrupção por meio da adoção de bons programas de compliance. Para que o efeito não seja indesejado, é necessário que as penalidades e a fiscalização sejam suficientemente intimidadoras, assim como que a existência de um bom programa seja premiada, como tem sido feito nos últimos anos, nos termos do discutido no item abaixo.

2.2 COMPLIANCE ANTICORRUPÇÃO COMO ATENUANTE DA RESPONSABILIDADE EMPRESARIAL

A discussão sobre a forma que as companhias deveriam ser responsabilizadas por atos de seus empregados, colaboradores ou terceiros a elas vinculados é tema de grande importância para diversas áreas do direito. No sistema norte-americano, imperou até o ano de 1991 a tradicional “vicarious liability”¹¹⁰, data em que a United Sentencing Commission editou uma nova versão do Guia Federal de Julgamento (Federal Sentencing Guidelines) alterando o regime de responsabilidade para o chamado “composite”, regime no qual a pena da empresa pode ser diminuída caso ela tenha adotado determinadas

109 A ONG Global Justice Now realizou levantamento muito interessante nesse sentido, comparando o faturamento das maiores empresas do mundo com produto interno bruto dos países, a conclusão é de que grande parte dessas empresas têm faturamento superior ao de países, tal como a Walmart, a China National Petroleum e a Royal Dutch Shell. Cf. GLOBAL JUSTICE NOW, **Majority of the World's richest Entities are Corporations, not Governments**. Reino Unido: Global Justice Now. Publicado em 17 out. 2018. Disponível em <<https://www.globaljustice.org.uk/inthedia/majority-worlds-richest-entities-are-corporations-not-governments-figures-show>> Último acesso em 14 set. 2023.

110 A *vicarious liability* corresponde a responsabilidade por fato de outrem do direito brasileiro, ou seja, de que as empresas tem responsabilidade objetiva sobre os atos praticados por seus empregados e agentes.

precauções para que o crime não tivesse ocorrido, tais como a adoção de programas de compliance anticorrupção.

No âmbito de aplicação do FCPA, ao passo em que a exigência sobre o conteúdo dos programas de compliance crescia, as autoridades demonstravam que os programas seriam levados em consideração e poderiam ser um aliado da empresa nas investigações. Tornou-se prática, então, nos acordos em que as empresas investigadas celebravam para encerramento do caso, haver uma redução da multa quando os seus controles internos eram considerados bons ou adequados, destacando-se o caso do banco Morgan Stanley em 2012. Após o final de investigação, o DOJ e a SEC concluíram que o banco de investimentos tinha procedimentos adequados de controle e fiscalização¹¹¹, e que seu ex-diretor Garth Peterson tinha conspirado com membros do governo chinês para fraudar o controle interno da companhia e se beneficiar de transações fraudulentas¹¹², dado não só o robusto programa de compliance do banco, como também o alto cargo ocupado por Petersen.

Embora o caso Morgan Stanley tenha sido importante para a identificação deste novo cenário e seja um exemplo claro de empresa que implementou um programa adequado que não foi seguido por seu colaborador por sua opção para benefício próprio, a diminuição da responsabilidade empresarial deve ser aplicada com cautela. Isto pois, este não pode tornar-se mais um mecanismo de afastamento da responsabilidade empresarial diante das suas atividades ilícitas realizadas em múltiplas jurisdições.

111 Na investigação conduzida pelo DOJ foi identificado que o sistema de controles internos do Morgan Stanley era amplo, detalhado e atualizado continuamente para atender os riscos envolvidos. Cf. FORMER Morgan Stanley Managing Director Pleads Guilty for Role in Evading Internal Controls Required by FCPA. **The United States of America Department of Justice**, 25 apr. 2012. Disponível em <<https://www.justice.gov/opa/pr/former-morgan-stanley-managing-director-pleads-guilty-role-evading-internal-controls-required>> Último acesso em 14 set. 2023.

112 FORMER Morgan Stanley Managing Director Pleads Guilty for Role in Evading Internal Controls Required by FCPA. **The United States of America Department of Justice**, 25 apr. 2012.

Sendo assim, também merece cautela o uso deste instrumento como ferramenta para exclusão da responsabilidade empresarial e imputação apenas ao seu colaborador envolvido. Muitas vezes, o colaborador é incitado a agir de forma antiética e incorrer em práticas corruptas em benefício da companhia, não sendo razoável, portanto, usar o programa de compliance como orientador da imputação pessoal penal, discussão essa que tem tido muita relevância quando aplicada à figura do *chief compliance officer* à luz do direito brasileiro¹¹³. Desta forma, não pode o programa de compliance ser usado para punir o empregado que executa uma ordem em benefício da companhia, sendo relevante para essa análise o grau hierárquico ocupado pelo colaborador envolvido. Esse tema, contudo, faz parte de uma discussão relevante e igualmente desafiadora do direito penal e das teorias de imputação aplicadas aos crimes empresariais.

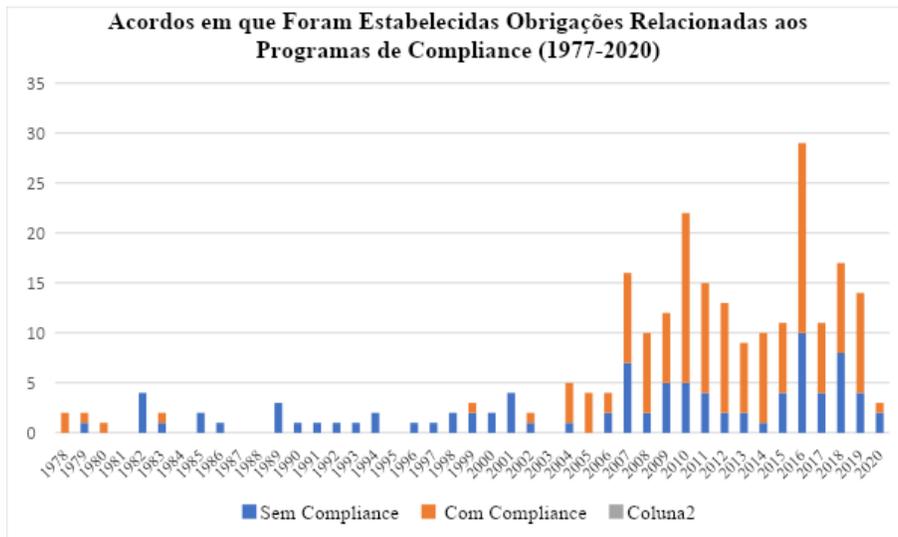
2.3 COMPLIANCE ANTICORRUPÇÃO COMO PENA

A terceira e última situação em que o compliance anticorrupção se destaca no âmbito de aplicação do FCPA é nos acordos celebrados. Essa é, talvez, a que tenha ganhado mais atenção nos últimos anos, dado o aumento expressivo no uso dos programas de compliance como parte das obrigações determinadas para encerramento de um caso investigado. Dentre todos os acordos celebrados desde

113 São inúmeros os trabalhos nessa seara. Ver, por exemplo, SARCEDO, Landro. **Compliance e a Responsabilidade Penal da Pessoa Jurídica: construção de um novo modelo de imputação, baseado na culpabilidade corporativa**. 2014. 315f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014; BRAGHIOLI, Luís Felipe de A. N. **A responsabilidade criminal do compliance officer por crimes omissivos impróprios : a assunção da posição de garantidor através do contrato de trabalho**. 2022. 104f. Dissertação (Mestrado em Direito). Escola de Direito. Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2022; SANTANA, Jaqueline. **A Responsabilidade Criminal dos Compliance Officers: Considerações sobre seus limites a partir da AP n. 470**. **Revista de Ciências do Estado**. Belo Horizonte: 2018, v. 3, n. 2, p. 22-30.

a promulgação até o momento, em 61,32% deles foram incluídos obrigações relacionadas aos programas de compliance:

Gráfico 1 – Casos em Foram Estabelecidas Obrigações Relacionadas ao *Compliance* nos Acordos



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponíveis em: STANFORD LAW SCHOOL. Foreign Corrupt Practices Act Clearinghouse – Heat Maps. Estados Unidos: Stanford Law School, [s.d]. Disponível em <<http://fcpa.stanford.edu/>> Último acesso 15 set. 2023.

A obrigação de implementar um programa de compliance considerado adequado pode vir acompanhada da necessidade de se reportar, periodicamente, ao governo sobre o desenvolvimento do programa, chamado *self-reporting*, ou da indicação de um monitor independente, que supervisionará a mudança de cultura interna da empresa e se reportará ao governo sobre a evolução do processo. Ainda, tanto o *self-reporting*, quanto a indicação de um monitor independente podem ser combinados no mesmo caso, o que é nomeado de sistema híbrido¹¹⁴.

¹¹⁴ O nome de sistema híbrido é dado pelo Foreign Corrupt Practice Act Clearinghouse, plataforma desenvolvida pela Universidade de Stanford em parceria com o Sullivan & Cromwell LLP, dedicada a estudar e servir como um banco de dados sobre o FCPA: STANFORD LAW SCHOOL. Foreign Corrupt Practices Act Clearinghouse – Heat Maps. Estados Unidos: Stanford Law School, 2020. Disponível em <<http://fcpa.stanford.edu/>> Último acesso 15 set. 2023.

O caso mais famoso neste sentido é o caso *Securities and Exchange Commission v. Siemens Aktiengesellschaft*, iniciado em 2008, cuja multa foi, à época, a maior aplicada em um caso do FCPA. A Siemens se envolveu em diversos casos de corrupção em muitos países, como China, Rússia, Argentina, México, Nigéria e Vietnã. Nas investigações notou-se que havia um amplo esquema de corrupção e lavagem de dinheiro na companhia, envolvendo diversas das suas subsidiárias e membros do seu alto escalão¹¹⁵. Também durante as investigações, a Siemens iniciou um processo de investigação interna que culminou na demissão de mais de 500 (quinhentos) funcionários, pedido de demissão do seu CEO, e uma reestruturação completa do seu programa de compliance¹¹⁶. Atualmente, seu programa é considerado um modelo para outras empresas, tendo em vista o seu bom desempenho na promoção de uma cultura de integridade na companhia e em suas subsidiárias.

Em casos como o da Siemens, nota-se a importância do instrumento e a sua capacidade de transformação da cultura empresarial para um ambiente mais ético. Importante ressaltar, contudo, que essa não parece ser uma ferramenta em que a aplicação será útil para todos os casos. Questiona-se, nesse sentido, se a mera exigência de adoção de um programa de compliance será efetivo quando aplicada para empresas cujos controladores estiveram diretamente envolvidos nos esquemas de corrupção, sem que haja um afastamento dos controladores da companhia. Para esses casos, nos parece que a aplicação da multa e obrigação de adoção de um programa de compliance robusto serão pouco eficientes, dado que a cultura vem do controle, não sendo um problema de agência¹¹⁷. Tal

115 GORMAN, Thomas. *The Siemens FCPA Case: A Record Settlement and A Warning to all*. **SEC Actions**. 16 dec. 2008. Disponível em <<https://www.secactions.com/the-siemen-fcpa-case-a-record-settlement-and-a-warning-to-all/>> Último acesso em 15 set. 2023.

116 REBUILDING trust: How Siemens atoned for its sins. **The Gaurdian**. 26 de março de 2012. Disponível em <<https://www.theguardian.com/sustainable-business/recovering-business-trust-siemens>> Último acesso em 4 out. 2023.

117 Sobre a limitação dos programas de compliance aplicados para casos em que as empresas têm controladores ver: DAVIS, Kevin E. e PARGENDLER, Mariana.

discussão é especialmente relevante quando aplicada ao contexto brasileiro, cujo mercado é dominado por companhias de capital concentrado, e que tem importado muitas das práticas adotadas no contexto norte-americano. Cabe, assim, questionar até que ponto os programas de compliance serão endossados por controladores com histórico de práticas corruptas.

3. FUNDAMENTO TEÓRICO: CONTRIBUIÇÕES DA ÉTICA CORPORATIVA E DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL

O incentivo ao desenvolvimento dos programas de compliance anticorrupção teve como fundamento não só as leis e convenções que surgiram após Watergate, mas também o respaldo teórico oferecido pelo surgimento de duas novas disciplinas na mesma época, a ética corporativa (*business ethics*) e a economia comportamental (*behavioral economics*). Elas contribuíram com o fundamento teórico para que os programas de compliance anticorrupção fossem e, continuem sendo, vistos como ferramentas capazes de prevenir condutas ilícitas e incentivar um comportamento ético nas empresas.

Entende-se por ética corporativa o estudo das situações, atividades e decisões de negócios em que questões de certo e errado são abordadas¹¹⁸. É sabido que o estudo da ética aplicada às relações comerciais precede o desenvolvimento das sociedades modernas, contudo, a partir do início do século XX, é possível identificar um aumento no interesse no estudo da ética com parte do estudo de

Corruption and Controlling Shareholders. **European Corporate Governance Institute** - Law Working Paper n. 698/2023, jun. 2023; e ARLEN, Jennifer; KAHAN, Marcel. Corporate Governance Regulation Through Nonprosecution. **The University of Chicago Law Review**, v. 84, ed. 323, p. 323- 387, 2017.

118 Business Ethics. In: DICIONÁRIO DE CAMBRIDGE. United Kingdom: Cambridge University Press, [s.d]. Disponível em <<https://dictionary.cambridge.org/us/dictionary/english/business-ethics>> Último acesso em 14 set. 2023.

administração de empresa, com o oferecimento de cursos e palestras voltados ao tema¹¹⁹.

Embora o desenvolvimento da ética corporativa ocorresse à época, por meio dos questionamentos não só sobre a responsabilidade moral das empresas mas também da moralidade e ética dos mercados em si, atribui-se ao ano de 1974 o nascimento da disciplina da ética corporativa, quando Normand Bowie foi responsável pela primeira conferência do tema. Nos anos subsequentes, importantes livros e artigos foram lançados na área¹²⁰, diversos centros de estudo foram criados, novos cursos oferecidos nas universidades e revistas especializadas foram lançados¹²¹, movimento este que seria intensificado pelas crises que acometeram as empresas e o mercado norte-americano nos anos seguintes.

Dentro do amplo estudo da ética corporativa destaca-se o estudo e o desenvolvimento da responsabilidade social corporativa (*corporate social responsibility* – identificado pela sigla CSR), que compreende tanto as responsabilidades legais e econômicas, como éticas e de filantropia¹²². Tal argumento, de que as empresas teriam responsabilidade mais amplas do que as relacionadas com o estrito dever do cumprimento legal e dos objetivos econômicos da atividade, se coaduna ao momento em que o escândalo de Watergate e todos os seus desdobramentos geraram uma crise moral nos Estados Unidos. Como explorado no item 1 deste trabalho, a promulgação do FCPA

119 Em 1905, a Universidade de Nova Iorque ofereceu uma matéria especial de palestras sobre *business ethics*, enquanto em 1915 foi oferecida a matéria chamada “Social Factors in Business Enterprise” na Universidade de Harvard. Cf. ABEND, Gabriel. The Origins of Business Ethics in American Universities, 1902-1936, **Business Ethics Quarterly**, v. 23, n.2, p. 171-205, 2013, p. 178.

120 Cf. BEAUCHAMP, Tom L; BOWIE, Norman E. **Ethical Theory and Business**. United Kingdom: Cambridge University Press, 1979; DONALDSON, Thomas; WERHANE, Patricia. **Ethical Issues in Business: A Philosophical Approach**. New Jersey: Prentice Hall, 1979; e BARRY, Vincent; SHAW, William. **Moral Issues in Business**. Massachusetts: Cengage Learning, 1979.

121 Cf. *Business Ethics Quarterly*, *Business Ethics: A European Review*, *Business e Society*, *Business and Society Review* e *Journal of Business Ethics*, importantes revistas especializadas que surgiram na mesma época.

122 Cf. CRANE, Andrew; MATTEN, Dirk. **Business Ethics**. 4 ed. United Kingdom: Oxford University Press, 2016. p. 51.

também simbolizou uma resposta aos questionamentos feitos sobre a moralidade das empresas norte-americanas.

Neste sentido, é possível identificar que não só a criminalização da prática, bem como o fortalecimento dos incentivos para que as empresas adotassem políticas internas de combate à corrupção e promoção da ética, relaciona-se com um movimento do século XX que simbolizou uma mudança na forma como a atividade empresarial e as consequências por ela geradas eram vistas. Nele, os impactos sociais da atividade passam a ser discutidos, e as empresas tornam-se responsáveis pelas suas escolhas e práticas, ainda que não criminalmente, que podem gerar efeitos negativos, seja relacionado à corrupção, ao meio ambiente ou à discriminação.

Não só, como fundamento da existência de uma responsabilidade social corporativa, está tanto a existência da empresa enquanto ente autônomo e independente dos seus acionistas, com personalidade jurídica própria e autonomia funcional, como a existência de uma estrutura de decisão interna e da cultura organizacional, descrita por Crane e Matten como um conjunto de crenças e valores que determinam o que é considerado como certo e errado dentro da sua estrutura¹²³. É justamente na mudança dessas crenças e valores que definem a cultura organizacional que reside o objetivo dos programas de compliance anticorrupção.

Já a economia comportamental desenvolveu-se a partir da década de 1970, quando psicólogos e economistas passaram estudar o processo de tomada de decisão dos agentes econômicos. Como ponto inicial, destaca-se o trabalho de Herbert Simon, que estudou a racionalidade limitada dos agentes econômicos, em oposição à teoria econômica clássica do homo economicus, tendo recebido em 1978 o prêmio Nobel de Economia¹²⁴. O seu trabalho foi fundamental para dar início ao estudo da economia comportamental, tendo contribuído

123 Ibidem.

124 HERBERT A Simon - Facts. The Nobel Prize. Disponível em <<https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1978/simon/facts/>> Último acesso em 14 set. 2023.

para o desenvolvimento de dois novos trabalhos, na mesma década, cujos autores também seriam laureados no futuro com o prêmio Nobel de Economia, dentre eles Richard Thaler.

Thaler foi responsável pelo estudo da arquitetura da escolha, e da criação do conceito de *nudge*, o “empurrãozinho”, previstos em seu livro “Nudge: Como tomar melhores decisões sobre saúde, dinheiro e felicidade” (Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness). Para Thaler, o *nudge* é uma ferramenta da arquitetura da escolha, prática que tem o objetivo de influenciar o resultado das escolhas por meio da mudança da forma como as opções são apresentadas¹²⁵. A teoria parte da premissa de que as escolhas não são feitas em um ambiente a vácuo, isolado, mas sim dentro de um contexto. Desta forma, a alteração do ambiente no qual as escolhas são feitas podem alterar o resultado final¹²⁶. Os *nudges* seriam então os pequenos empurrãozinhos para direcionar as pessoas para determinada escolha, como uma tentativa de auxiliá-las a aproximarem-se do padrão de escolhas racionais e maximizadoras de utilidade da economia clássica.

Embora o conceito tenha sido concebido primeiramente como uma ferramenta de política pública¹²⁷ e tenha sido incorporado por governos, tais como os Estados Unidos e o Reino Unido¹²⁸, ele também foi adotado no setor privado. Um número expressivo de empresas conhecidas contratou cientistas comportamentais nos últimos anos para desenvolver os seus *nudges*¹²⁹, seja como ferramenta

125 HAUGH, Todd. Nudging Corporate Compliance, **American Business Law School**, v. 54, n. 4, p. 683-741, 2017, p. 684 *apud* THALER, Ricard; SUSTEIN, Cass R. **Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness**. Estados Unidos: Penguin Books, 2009.

126 Idem.

127 Idem.

128 Tanto o governo dos Estados Unidos quanto o do Reino Unido adotaram “nudge units” como ferramenta para fortalecer as políticas públicas por meio do uso das descobertas da ciência comportamental. Cf. HAUGH, Todd. Nudging Corporate Compliance, **American Business Law School**, v. 54, n. 4, p. 683-741, 2017.

129 HAUGH, Todd. Nudging Corporate Compliance, **American Business Law School**, v. 54, n. 4, p. 683-741, 2017, p. 684.

para prevenir fraudes, como no caso do JP Morgan¹³⁰, para busca de melhores resultados econômicos, como na Uber¹³¹, ou até mesmo para incentivar o consumo de alimentos mais saudáveis, como fez o Google¹³² e combater ao tabagismo, como no caso da General Electric¹³³.

Se o uso de mecanismos de incentivo pode ser usado para influenciar o comportamento de colaboradores e consumidores com as mais diversas finalidades, logo notou-se que eles poderiam ser usados também como ferramenta para aprimoramento dos programas de compliance anticorrupção. Assim, advogados foram chamados a se tornar engenheiros dos programas de compliance¹³⁴ para identificarem quais os melhores incentivos que podem ser usados para alterar a arquitetura de decisão dos empregados e contribuir para maior adesão ao programa de compliance da empresa.

130 Cf. SON, Hugh. JP Morgan Algorithm Knows You're a Rogue Employee Before You Do. **Bloomberg**, 2015. Disponível em <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-08/jpmorgan-algorithm-knows-you-re-a-rogue-employee-before-you-do>> Último acesso em 5 out. 2023.

131 Cf. GINO, Francesca. Uber Shows How Not to Apply Behavioral Economics, **Harvard Business Review**. 13 apr. 2017. Disponível em <<https://hbr.org/2017/04/uber-shows-how-not-to-apply-behavioral-economics>> Último acesso em 5 out. 2023.

132 Cf. CHANCE, Zoe; DHAR, Ravi. Making the Best Choice the Easy Choice: Applying the 4Ps Framework for Behavioral Change at Google. **The Behavioral Economics Guide**, 2016. Disponível em <<http://www.behavioraleconomics.com/BEGuide2016.pdf>> Último acesso em 5 out. 2023.

133 VOLPP, Kevin G. (et al). A Randomized, Controlled Trial of Financial Incentives for Smoking Cessation, **The New England Journal of Medicine**, v. 360, p. 699-709, feb. 2009.

134 A ideia de advogados como engenheiros foi cunhada por Ronald Gilson ao descrever o papel dos advogados para redução dos custos de transação e criação de valor no mercado financeiro. Neste sentido, os advogados atuariam na construção de contratos de forma reduzir tais custos, tal como a atividade de um engenheiro. In: GILSON, Ronald J. Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing, **The Yale Law Journal**. v. 94, n. 2, 239-313, 1984. A partir deste conceito, ao investigar o impacto da economia comportamental no compliance anticorrupção Donald Langevoort sugere que os advogados também devem atuar como engenheiros, neste caso como engenheiros dos programas de compliance para assegurar que eles sejam efetivos e enderecem os problemas e riscos enfrentados pelas companhias. In: LANGEVOORT, Donald C. Monitoring: The Behavioral Economics of Corporate Compliance with Law, **Columbia Business Law Review**, v. 71, n. 1, p. 71-118, 2015.

Desta forma, da conjunção do estudo da ética com a influência da economia comportamental surge o conceito de ética comportamental (*behavioral ethics*), que se desenvolveu nas últimas décadas especialmente aplicada aos negócios, e tem por objetivo entender como mesmo as pessoas bem-intencionadas podem ter comportamentos antiéticos¹³⁵.

Para prevenir tais comportamentos, a ética comportamental estuda quais as ferramentas que podem influenciar os indivíduos para que eles se comportem de forma ética. Os *nudges* podem atuar das mais diversas formas, como a assinatura do código de conduta da companhia antes de um funcionário praticar determinado ato que gere um risco de compliance para a empresa¹³⁶, ou até mesmo mudanças mais sutis, como alterações na forma de disposição das informações em um formulário ou na governança interna de cada companhia. Novamente, é na crença de que tais mudanças, das pequenas às maiores, são capazes de influenciar comportamentos e, conseqüentemente, alterar a cultura corporativa, que reside a lógica do investimento em um programa de compliance.

Em outras palavras, as premissas sobre as quais se fundam os campos da ética corporativa, economia comportamental e ética comportamental são aquelas sobre as quais os programas de compliance se apoiam. Primeiro, de que empresas devem atuar de forma ética. Segundo, de que existe uma cultura organizacional. Terceiro, de que essa cultura é resultado de crenças e valores que determinam o certo e o errado dentro de uma estrutura organizacional. Quarto, de que tais crenças e valores são dinâmicos, suscetíveis a alterações a depender

135 HAUGH, Todd. Nudging Corporate Compliance, **American Business Law School**, v. 54, n. 4, p. 683-741, 2017. p. 706; DANA, Jason (et al.). Ethical Immunity: How People Violate Their Own Moral Standards Without Feeling They Are Doing So, **Behavioral Business Ethics**, p. 197-215, 2012 Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/299565621_Ethical_immunity_How_people_violate_their_own_moral_standards_without_feeling_they_are_doing_so> Último acesso em 2 out. 2023.

136 KILLINGSWORTH, Scott. Behavioral Ethics: From Nudges to Norms. **Ethikos**, p. 1-7, jan/feb 2017. Disponível em <<https://www.bclplaw.com/images/content/8/9/v2/89927/2017-01-jan-feb-ethikos-killingsworth.pdf>> Último acesso em 5 out. 2023
apud HAUGH, Todd. Nudging Corporate Compliance, **American Business Law School**, v. 54, n. 4, p. 683-741, 2017, p. 711.

dos incentivos dados. Assim, os programas de compliance buscam incentivar certas condutas e desincentivar outras, com o objetivo de alterar condutas individuais e coletivas e, como consequência, alterar a cultura da organização como um todo. Apesar dos avanços, como incentivar condutas éticas, na prática, segue sendo um desafio para advogados, psicólogos, economistas e administradores envolvidos na elaboração de programas de compliance.

4. CONCLUSÃO

Há uma confluência de fatores que alçaram os programas de compliance ao lugar de atenção e destaque que eles vêm ocupando desde o início dos anos 2000. Este trabalho buscou, contudo, destacar aqueles considerados principais, com destaque ao papel primordial desempenhado pelo FCPA nesse sentido, desde a sua promulgação até a sua aplicação, que a cada dia que passa se torna mais especializada e paradigmática na matéria.

Não obstante a relevância da influência daquilo que foi chamado neste trabalho de fundamento prático, destaca-se também o papel desempenhado pela ética corporativa e pela economia comportamental, que têm sido responsáveis por investigar quais as melhores ferramentas que devem ser empregadas para o aperfeiçoamento desses programas. É verdade que eles ainda são alvos de críticas que desconfiam da sua real eficácia, o que tem sido afastado pelos estudos empíricos conduzidos no âmbito do estudo do processo de tomada de decisão ética mais recentes¹³⁷.

No Brasil, é possível notar que o modelo adotado pelo FCPA em relação aos programas de compliance foi implementado quando da promulgação da Lei n. 12.846 de 2013, a Lei Anticorrupção, segundo

137 Ver, por exemplo: CRAFT, Jana L. A Review of the Empirical Ethical Decision-Making Literature: 2004-2011. **Journal of Business Ethics**, v. 117, p. 221-259, 2013; O'FALLON, Michael J.; BUTTERFIELD, Kenneth D. A Review of the Empirical Ethical Decision-Making Literature: 1996-2003. **Journal of Business Ethics**, v. 59, p. 375-413, 2005, p. 397.

a qual será levado em consideração na aplicação das sanções a existência de programas de compliance. Não só, o padrão de atuação do Ministério Público Federal e da Controladoria Geral da União tem em muito se aproximado da conduta adotada da aplicação do FCPA por meio da valorização destes programas e do seu uso, seja para como atenuante da responsabilidade empresarial (Art. 7, VIII da Lei Anticorrupção), seja como parte da pena aplicada nos acordos celebrados¹³⁸. Daí a importância de investigar as origens do instituto e o que explicaria a sua ascensão que, para a percepção de alguns, ocorreu de forma mais repentina do a realidade indica.

Apesar do incentivo, há dúvidas sobre a qualidade e eficácia dos programas de compliance implementados no país, como atestado pela KPMG em relatório recente¹³⁹, e pelos últimos escândalos de corrupção. JBS e Odebrecht, envolvidas nos maiores casos de corrupção da história do país, tinham programas de compliance implementados na época em que praticaram os crimes. Tais programas revelaram-se extremamente frágeis, principalmente diante do porte e relevância das empresas¹⁴⁰.

Tal situação pode decorrer de vários fatores que não foram objeto deste artigo, mas o que parece ser unânime, seja pela narrativa

138 Ver, por exemplo, o caso da Odebrecht em que no acordo de leniência celebrado com o MPF foi incluído que a empresa se comprometia a implantar ou aprimorar seu programa de integridade e a sujeitar-se à supervisão de um monitor independente (cláusula 6^a, VIII e IX), tal como ocorre no EUA.

139 KPMG. **Pesquisa Maturidade do Compliance no Brasil**. 3 ed. São Paulo: KPMG Brasil International, 2018. Disponível em <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/06/br-pesquisa-maturidade-do-compliance-3ed-2018.pdf>> Último acesso em 2 out. 2023.

140 Na Odebrecht, por exemplo, empresa que em 2015 contava com 276 mil empregados, conforme informações divulgadas pela própria empresa, apenas 30 deles eram destinados à área de compliance. Número extremamente desproporcional, principalmente em consideração ao fato de que a empresa tinha como principal atividade a construção de obras públicas. O mesmo ocorreu com a JBS, maior produtora de proteína animal do mundo, companhia de capital aberto pertencente ao Novo Mercado, segmento com nível mais elevado de governança corporativa da bolsa de valores brasileira. Desde então a empresa tinha um programa implementado, que se revelou um programa de fachada diante das descobertas feitas em 2017. Após a celebração de acordo de leniência com Ministério Público Federal, a JBS se comprometeu a mudar a governança interna, criando um novo comitê de compliance.

aqui apresentada, seja pela observação da adoção em larga escala do instituto pela lei e prática jurídica brasileira, é a sua importância no controle da corrupção local e transnacional. Ainda que o estudo da sua aplicação e evolução no cenário internacional guarde limitações quando transpostos a outras realidades, não há dúvidas de que estudá-los pode trazer ganhos relevantes à realidade local. Estudá-los torna-se, portanto, oportunidade para contribuir para o aperfeiçoamento do seu uso a partir da identificação de lacunas e do exemplo do que funcionou, ou não, em outras jurisdições. Neste ponto, o estudo do contexto em que os programas de compliance surgiram e se fortaleceram é relevante para identificação da origem das suas principais características, ganhos e fragilidades. O horizonte, contudo, permanece aberto para aqueles que desejam contribuir.

ANÁLISE DE MONOPSÔNIOS NA JURISPRUDÊNCIA DO CADE SOB A LEI 12.529/11: UM CAMPO A DESCOBRIR?¹⁴¹

Gustavo Manicardi Schneider (USP, São Paulo)

Resumo: O presente trabalho busca entender a atuação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) no controle estrutural de monopsônios. A hipótese testada é que o CADE raramente analisa a concentração monopsonista e frequentemente deixa de agir para evitá-la, seja com remédios concorrenciais ou por meio da reprovação da operação. Para tanto, após revisão da literatura, optou-se por realizar levantamento empírico entre os Atos de Concentração julgados pelo Tribunal do CADE na vigência da contemporânea Lei da Concorrência (Lei nº 12.529/11) que tenham sido reprovados, aprovados com restrições ou que tenham tido a aprovação condicionada ao cumprimento de Acordo em Controle de Concentrações. Entre esses casos e a partir da leitura dos votos dos conselheiros, buscou-se identificar aqueles que tratavam de poder de comprador. Os resultados da pesquisa indicaram que em 35 dos 65 casos identificados não há qualquer consideração sobre o impacto do ato de concentração no poder de comprador em mercado. Entre os 65 casos da amostra, em apenas quatro o CADE concluiu que havia formação ou reforço de poder de comprador pelo ato de concentração e nesses a autoridade impôs remédios para mitigar seu efeito. Assim, entende-se que a hipótese foi confirmada sobre a frequência da análise sobre monopsônios, mas foi parcialmente refutada, uma vez que em

141 Uma versão inicial deste trabalho foi apresentada como tese de láurea na FDUSP e posteriormente discutida no 9º Seminário IDGlobal. O autor agradece a orientação generosa do Professor Carlos Portugal Gouvêa, bem como a tutoria do Dr. Rodrigo Fialho Borges e os comentários da Dra. Lílian Cintra de Melo. O autor também agradece as diversas contribuições de Cynthia Bezerra, Daniel Pereira Campos, Deborah Bittar, Débora Schwartz, Gustavo Kastrup, Lucas Vispico, Michelle Baruhm, Thaís Abreu e Victor Barone que contribuíram intensamente para versões iniciais do artigo, e ao IDGlobal, pelo espaço de discussão promovido. Erros remanescentes são de minha inteira responsabilidade.

todos os casos foram determinados remédios voltados a mitigar os efeitos da concentração.

Palavras-chave: Direito da concorrência; monopólio; integração vertical; controle de estruturas; Conselho Administrativo de Defesa Econômica; concentração econômica; mercado de trabalho.

CADE'S CASE LAW ON MONOPSONIES UNDER LAW N° 12,529/11: YET TO BEGIN?

Abstract

This study aims to understand the general course of action taken by the Administrative Council for Economic Defense (CADE) in the merger control of monopsonies. The tested hypothesis is that CADE rarely analyzes monopsonistic concentration and frequently fails to take action to prevent it, whether through competition remedies or by rejecting the merger. Therefore, after reviewing the literature, we chose to conduct an empirical survey of operations (*Atos de Concentração*) judged by the CADE Tribunal during the current Competition Law (Law No. 12,529/11), which were either rejected, approved with restrictions, or conditional upon compliance with a Merger Control Agreement. Among these cases, and based on the examination of Tribunal members' votes, we sought to identify those that addressed buyer power. The research findings indicated that in 35 out of the 65 identified cases, there is no consideration of the impact of the merger on buyer power in the market. Among the 65 cases in the sample, only 4 concluded that there was the formation or reinforcement of buyer power due to the merger, and in those cases, the authority imposed remedies to mitigate its effects. Thus, it is understood that the hypothesis was confirmed regarding the frequency of analysis of monopsonies, but it was partially refuted since remedies were determined in all cases to mitigate the effects of the concentration.

Keywords: Competition Law; monopsony; vertical integration; merger control; Administrative Council for Economic Defense; economic concentration; labor market.

1. INTRODUÇÃO

O tema deste trabalho é a ação antitruste pelo controle de estruturas contra monopsonios. A pergunta de pesquisa é: em que medida o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) analisa aspectos de concentração monopsonista nos Atos de Concentração (AC)? A hipótese trabalhada é: o CADE raramente analisa a concentração monopsonista e frequentemente deixa de agir para evitá-la, seja com remédios concorrenciais ou por meio da reprovação da operação.

Há hoje pouca informação sobre a atuação do CADE contra monopsonios. Ainda que haja algumas menções doutrinárias à escassez de casos desse tipo¹⁴², a revisão de literatura realizada não indicou nenhum trabalho empírico voltado a quantificar essa atuação e descrevê-la de modo agregado. Além disso, parcela da doutrina internacional indica que em particular nos Estados Unidos da América observa-se uma tendência a subestimar o número de situações em que se pode observar monopsonios¹⁴³.

Dessa forma, a principal contribuição que esse trabalho pretende realizar é precisamente o levantamento de dados gerais sobre a atuação do CADE contra monopsonios, o que inclui o número de ACs reprovados ou que tiveram sua aprovação condicionada a remédios em função do poder de comprador (e a relação com o total dos ACs analisados) e os remédios determinados com maior frequência pelo CADE para casos do tipo. Esse esforço é feito adotando metodologia empírica por meio da análise de votos em Atos de Concentração na vigência da Lei 12.529/11.

O restante deste trabalho está dividido em quatro partes: a primeira apresenta uma revisão de literatura sobre monopsonios; a segunda apresenta o posicionamento do CADE sobre análise de

142 BAGNOLI, Vicente; CRISTOFARO, Pedro Paulo Salles. **Jurisprudência do CADE Comentada**. São Paulo: RT, 2019. p. 77.

143 BLAIR, Roger; HARRISON, Jeffrey. **Monopsony in Law and Economics**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. p. 10.

monopsônios em abstrato, a partir do estudo do guia disponibilizado pela autoridade concorrencial sobre a análise de atos de concentração horizontal; a terceira apresenta o estudo empírico voltado a testar a hipótese aventada e discute seus principais resultados; a quarta apresenta a conclusão do trabalho.

2. A RELEVÂNCIA DA ANÁLISE DE MONOPSÔNIOS

Dá-se o nome de monopsônio à estrutura de mercado em que há apenas um comprador para determinada mercadoria¹⁴⁴. Assim, o efeito imediato da existência de um monopsônio é o reflexo do monopólio para a demanda. Em outras palavras, o monopsonista tende a exercer seu poder de comprador contra os agentes posicionados a montante de forma a adquirir os insumos necessários para produção por um preço inferior ao que se daria em um mercado competitivo¹⁴⁵.

Diferentemente do que ocorre em um mercado competitivo, o monopsonista dá a totalidade da demanda no mercado, de modo que para elevar a quantidade comprada o monopsonista precisa oferecer um preço maior do que o estabelecido. A elevação do custo marginal, no caso, é acompanhada por uma elevação na despesa média do monopolista. No mercado competitivo, diferentemente, a oferta é elástica no preço de equilíbrio – ou seja, o comprador pode adquirir tantas unidades quantas desejar por um preço P_c , dado que seu comportamento não impactará substancialmente a demanda no mercado de modo que se preserva o preço¹⁴⁶.

Essa diferença é crucial uma vez que em decorrência do pressuposto de maximização dos lucros, cada firma adquirirá unidades adicionais de um insumo em mercado até que a renda marginal

144 VARIAN, Hal. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. São Paulo: Elsevier, 2015. p. 692.

145 BLAIR, Roger; HARRISON, Jeffrey. **Monopsony in Law and Economics**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. p. 36.

146 NICHOLSON, Walter; SNYDER, Christopher. **Microeconomic Theory**: Basic principles and extensions. 11 Ed. Connecticut: Editora Thomson, 2008. p. 596 e ss.

derivada do uso daquele insumo se iguale ao custo de sua aquisição. Como o custo marginal é ascendente para o monopsonista, (e não fixo como é no mercado competitivo) a quantidade demanda – assim como o preço – é inferior à que se teria em um mercado competitivo, o que conduz a uma situação de ineficiência no sentido de Pareto.¹⁴⁷

Por consequência, a quantidade adquirida pelo monopsonista tende a ser *maior* quando fixado o preço do insumo. A situação, aparentemente contraditória, é demonstrada pelo exemplo do salário-mínimo, cujo efeito é aumentar o emprego em situações de monopsonio¹⁴⁸.

Quando o monopsonista não for também monopolista, ou seja, operar em condições concorrenciais normais a jusante (por exemplo, quando há diversos substitutos para o bem que ele produz, ou quando a dimensão geográfica do mercado relevante para aquisição do insumo for mais restrita que a de venda do produto final), o preço ao consumidor final será fixado pelo mercado, de modo que não há danos diretos ao consumidor¹⁴⁹. Quando o monopsonista detiver também poder de mercado a jusante, e somente nessa situação, a tendência é o aumento de preços ao consumidor final¹⁵⁰.

Desse modo, é perfeitamente possível que a existência de um monopsonio seja neutra do ponto de vista do consumidor final da cadeia. Ainda assim, os monopsonios estão sujeitos a escrutínio concorrencial tanto pelo controle de estruturas como pela repressão a condutas abusivas, conforme aponta SALOMÃO FILHO¹⁵¹.

Outro elemento que complexifica a análise dos monopsonios sob a ótica do consumidor é a hipótese de autorização de concentrações

147 VARIAN, Hal. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. São Paulo: Elsevier, 2015. p. 695.

148 VARIAN, Hal. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. São Paulo: Elsevier, 2015. p. 697.

149 BLAIR, Roger; HARRISON, Jeffrey. **Monopsony in Law and Economics**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. p. 36.

150 BLAIR, Roger; HARRISON, Jeffrey. **Monopsony in Law and Economics**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. p. 36.

151 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2ª Ed. São Paulo: Forense, 2021. p. 145.

com vistas a equilibrar a existência de poder na outra ponta da cadeia produtiva. O racional aqui é que a integração entre agentes econômicos que encontram no comprador de seus produtos um monopsonista (ou encontram em seu fornecedor um monopolista) pode compensar o poder exercido por esse monopsonista, de modo a equilibrar o mercado com a formação de um monopólio bilateral.

A aplicação dessa teoria, no entanto, deve ser cuidadosa particularmente quando for utilizada para justificar a integração entre compradores (caso em que há monopólio no mercado de fatores)¹⁵². Isso porque, nesse caso, há forte risco de formar-se um oligopólio entre os vendedores do insumo final (compradores do insumo intermediário vendido em situação de monopólio)¹⁵³. Além desse risco pontual, nas demais situações de monopólio bilateral, encontra-se uma estrutura que convida à integração vertical¹⁵⁴, seja em atos de concentração na ponta compradora ou na ponta vendedora. Como as estruturas monopsonistas já implicam risco de integração entre compradores e vendedores – uma vez que o monopsonista pode agir de modo a fechar o mercado a montante para vendedores menos sensíveis à cooperação vertical–, a defesa do poder compensatório deve ser avaliada caso a caso, sopesando-se o risco de integração em cada um dos cenários¹⁵⁵.

A análise de monopsônios também apresenta desafios à ortodoxia econômica dada sua relação com a análise concorrencial do mercado de trabalho. Essa relação é umbilical, uma vez que a primeira observação acadêmica dos monopsônios deu-se precisamente no contexto do mercado de trabalho¹⁵⁶ e foi seguida na literatura

152 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2ª Ed. São Paulo: Forense, 2021. p. 166.

153 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2ª Ed. São Paulo: Forense, 2021. p. 166.

154 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2ª Ed. São Paulo: Forense, 2021. p. 166.

155 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2ª Ed. São Paulo: Forense, 2021. p. 166.

156 A primeira menção a monopsônios é atribuída à economista britânica Joan Robinson, no livro *The Economics of Imperfect Competition*, por BOAL, William;

econômica por diversos estudos que buscavam aplicar os modelos de monopólio ao estudo do mercado de trabalho¹⁵⁷.

Recentemente, meta-análise conduzida por Anna Sokolova e Todd Soerensen que abarcou 53 estudos sobre o tema encontrou suporte para duas teses frequentemente levantadas nesse campo: (i) que há substancial poder de monopólio no mercado de trabalho, especialmente em países em desenvolvimento e (ii) que mulheres estão sujeitas a maior abuso de poder de monopólio do que homens¹⁵⁸. Há no entanto uma notável reticência das autoridades concorrenciais¹⁵⁹ em analisar os efeitos dos atos de concentração no mercado de trabalho.

Importante exceção a essa regra está na atuação inicial do CADE, conforme documentada por Alberto Lúcio Barbosa Júnior, que entre 1994 e 2000 analisou o efeito de sete atos de concentração no mercado de trabalho¹⁶⁰. Depois disso, o autor não conseguiu identificar mais casos em que o CADE tenha atuado desse modo e, como será indicado nos resultados do estudo empírico, foram localizados dois casos em que o Tribunal do CADE expressamente se negou a estudar o impacto do ato de concentração no mercado de trabalho.

Apesar dos pontos aqui levantados, na condução da revisão de literatura para este trabalho, identificou-se notável ausência de estudos empíricos sistemáticos que documentassem a repressão a monopólios no Brasil. Assim, e considerando a atualidade da

RANSOM, Michael. Monopsony in the labor market. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, pp. 86-112, 1997, p. 86.

157 Para uma revisão dos diversos modelos e uma compilação dos estudos econométricos sobre o tema, ver: MARTINS, Eduardo Monte Jorge Hey. **Para além da miopia consumerista**: uma análise da interface da defesa da concorrência e o mercado de trabalho. Trabalho de conclusão do PinCade 2019. Disponível em: <https://pincade.cade.gov.br/images/9.-Eduardo-Monte-Jorge-Hey-Martins.pdf>.

158 SOKOLOVA, Anna; SOERENSEN, Todd. Monopsony in labor markets: a meta-analysis. **Industrial and Labor Relations Review**, 2020.

159 NAIDU, Suresh; POSNER, Eric; WEYL, Glen. Antitrust Remedies for Labor Market Power. **Harvard Law Review**, v. 132, p. 536-601, 2018, p. 571. Disponível em: <https://harvardlawreview.org/2018/12/antitrust-remedies-for-labor-market-power/>.

160 BARBOSA JÚNIOR, Alberto Lúcio. **Antitruste e Política de Emprego**. Dissertação de Mestrado (Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo), 2016.

discussão sobre a repressão a um tipo específico de monopólio, o do mercado de trabalho, é necessário conduzir estudo panorâmico voltado a levantar dados que retratem a posição atual do CADE sobre o controle de monopólios. É a isso que se propõe este estudo.

3. O CADE E OS MONOPÓLIOS NO GUIA PARA ANÁLISE DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO HORIZONTAL

A estrutura da análise de atos de concentração pelo CADE está descrita no Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal (Guia H), documento de caráter não vinculante e não exaustivo¹⁶¹, mas que apresenta o procedimento básico seguido pelo CADE ao considerar a aprovação dos casos submetidos à autoridade. Nesse sentido, esse documento representa um discurso oficial do próprio CADE sobre sua atuação, de modo que serve como ponto de partida para identificar o posicionamento em abstrato da autoridade concorrencial.

No Guia H, o CADE trata expressamente da concentração de poder de compra, espelhando os procedimentos de análise de concentração no mercado de produto para a concentração no mercado de fatores produtivos.

A primeira fase da análise concorrencial é a identificação das dimensões geográfica e de produto do mercado relevante que será objeto da análise. Já aqui, o Guia inclui expressamente entre os métodos de determinação de mercado relevante o teste do monopsonista hipotético. Esse teste é uma versão espelhada do conhecido teste do monopolista hipotético, voltada para o mercado a montante¹⁶². Em seguida, ao tratar da definição de participações de mercado, o Guia H também sinaliza a preocupação com monopólios, incluindo o seguinte trecho:

161 CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 7. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>

162 CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 17. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>

Em casos **envolvendo poder de compra**, as participações de mercado dos consumidores refletirão a estrutura da demanda a montante, podendo ser calculadas a partir, por exemplo, do volume ou do valor de compra de cada agente. Tais dados poderão ser conjugados com a estrutura de oferta a jusante. (grifo nosso)¹⁶³

O Guia H também prevê um procedimento específico para análise de atos de concentração que criam ou reforçam o poder de monopólio pré-existente, que pode ser descrito em três fases: (i) a identificação de compradores alternativos que podem absorver o desvio da oferta (realizado pelos fornecedores para evitar as condições impostas pelo monopsonista); (ii) na ausência de compradores que possam absorver de forma suficiente a oferta, a autoridade busca identificar se há incentivos para exercício do poder de comprador pelas requerentes e se haveria aumento dos incentivos pela aprovação do ACC; e (iii) caso se confirme a existência de poder de compra efetivo e de incentivos para o seu abuso que guardem nexo de causalidade com a operação, deve-se realizar análise da probabilidade de exercício de poder de mercado, com foco na compra¹⁶⁴.

As duas principais variáveis para análise clássica de probabilidade de exercício de poder de mercado são também elencadas no Guia H, a saber: (i) possibilidade de entrada tempestiva, provável e suficiente; (ii) análise da rivalidade restante no mercado após a operação¹⁶⁵. Por fim, o Guia indica que também nos casos que envolvam poder de

163 CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 23. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>.

164 CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 41. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>.

165 CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 9. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>.

comprador serão ponderadas as eficiências econômicas inerentes ao AC, de modo a identificar seu efeito líquido para os consumidores¹⁶⁶.

Nesse campo, vale notar que o Guia H menciona a possibilidade de o aumento de poder de barganha vindo da concentração monopsonista levar a uma diminuição dos preços pagos pelo agente econômico, o que pode ser repassado para o consumidor, elevando seu bem-estar¹⁶⁷. É interessante notar que, apesar de essa ideia ser teoricamente possível, os resultados da pesquisa empírica, que serão apresentados no capítulo 4 do trabalho, e doutrinária¹⁶⁸ indicam que o Tribunal do CADE é bastante cético com a efetiva transmissão das eficiências aos consumidores.

Desse modo, é possível concluir que o CADE inclui a análise de monopsonios no rol de temas de atenção e dispõe de um procedimento básico, ainda que não vinculante, para a análise desses casos. Esse procedimento prevê: (i) a adoção de critérios de participação de mercado medida a partir da estrutura de demanda; (ii) a condução de análise de criação de poder de mercado e de probabilidade de exercício desse poder de modo simétrico ao da análise padrão de monopsonios, buscando analisar as possibilidades de entrada e de rivalidade no mercado sob a ótica da compra; e, por fim, (iii) a identificação de eficiências geradas pela operação observando que o aumento do poder de comprador pode ser benéfico aos consumidores.

166 CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 40. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>.

167 CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 42. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>.

168 Nesse sentido: BAGNOLI, Vicente; CRISTOFARO, Pedro Paulo Salles. **Jurisprudência do CADE Comentada**. São Paulo: RT, 2019. p. 77. Também identificando o ceticismo da autoridade concorrencial, mas em sentido crítico, ver: AZEVEDO, Paulo Furquim de; ALMEIDA, Sílvia Fagá de. Poder compensatório: coordenação horizontal na defesa da concorrência. **Estudos Econômicos**, v. 3, n. 4. São Paulo. Oct./Dec. 2009.

4. ESTUDO EMPÍRICO DO CONTROLE DE MONOPSÔNIOS NA JURISPRUDÊNCIA DO CADE

4.1 JUSTIFICATIVA

Como apontado anteriormente, há um movimento acadêmico que defende substanciais alterações na avaliação antitruste de monopsônios, inclusive no mercado de trabalho¹⁶⁹. Isso se deve a dois principais ramos de literatura: o primeiro é aquele que defende a conexão entre concentração de mercado em geral e distribuição desigual de riqueza¹⁷⁰, já o segundo conecta o exercício de poder de comprador com piores condições de trabalho¹⁷¹ e violações de direitos humanos em países na periferia do capitalismo¹⁷².

Com isso, e considerando as particularidades de economias subdesenvolvidas, identificou-se uma surpreendente falta de estudos que abordem a análise de monopsônios pelo CADE em atos de concentração. A própria autoridade concorrencial reconheceu, em 2008, que o estudo de poder de monopsônio era ainda bastante

169 Por todos, ver: NAIDU, Suresh; POSNER, Eric; WEYL, Glen. Antitrust Remedies for Labor Market Power. **Harvard Law Review**, v. 132, p. 536-601, 2018. Disponível em: <https://harvardlawreview.org/2018/12/antitrust-remedies-for-labor-market-power/>.

170 Para uma revisão completa dessa literatura, mais ampla, ver: BORGES, Rodrigo Fialho. **Descontrole de estruturas**: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, 2020. Ainda que haja pouco material voltado especificamente para a avaliação dos impactos de monopsônios na concentração de renda, o modelo utilizado pelo Grupo Direito e Pobreza em “Concentrações, Estruturas e Desigualdade” parcialmente analisa esses efeitos, tanto por adotar uma dimensão de extração de renda supraconcorrencial por meio do exercício de poder de no mercado de trabalho, como também porque as variações na remuneração da mão-de-obra são elementos centrais nas alterações entre os ciclos econômicos – proxy adotada pelo estudo do grupo; SALOMÃO FILHO, Calixto; FERRÃO, Brisa Lopes de Mello; RIBEIRO, Ivan César. **Concentração, Estruturas e Desigualdade**: As Origens Coloniais da Pobreza e da Má Distribuição de Renda. São Paulo: Icdid, 2006.

171 OCDE. **Competition in Labour Markets**. 2020. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/competition-concerns-in-labour-markets.htm>.

172 CLEELAND, Donald A. The Core of the Apple: Dark Value and Degrees of Monopoly in Global Commodity Chains. **Journal of World-Systems Research**, v. 20, n. 1, p. 5.

incipiente¹⁷³. Na época, o trabalho apresentado pelo CADE à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) citava apenas cinco casos em que se verificou poder de comprador, três dos quais eram casos de cartéis, não atos de concentração¹⁷⁴.

No entanto, após a participação do CADE na publicação da OCDE é que a autoridade concorrencial teve a oportunidade de fixar uma estratégia de análise de monopsonios, o que fez em sede do julgamento do AC 08012.004423/2009-18¹⁷⁵. Infelizmente, após o julgamento, a produção acadêmica sobre o tema foi escassa, faltando ainda um estudo empírico voltado às análises de poder de comprador pelo CADE.

Nesse sentido, a análise doutrinária é pouco elucidativa para sanar a questão que orienta o trabalho: em que medida o CADE analisa a concentração monopsonista nos Atos de Concentração?

A hipótese adotada é que o CADE raramente analisa a concentração monopsonista e deixa de recomendar remédios adequados a saná-la (ou evitar efeitos anticompetitivos vindos dela).

Para responder ao problema de pesquisa e testar a hipótese, este quarto item do estudo volta-se à análise empírica de três grupos de atos de concentração, selecionados conforme a decisão de mérito do Tribunal do CADE. Os três grupos selecionados foram os ACs: reprovados, aprovados com restrições ou com aprovação condicionada a celebração e cumprimento de ACC¹⁷⁶, já na vigência da contemporânea Lei da Concorrência (Lei 12.529/11). Optou-se por incluir esses grupos de ACs na amostra porque eles representam os casos de atuação mais rigorosa da autoridade concorrencial. A doutrina aponta que o CADE,

173 **BRAZIL**. In: OCDE. **Monopsony and buyer power** – Policy Roundtables. 2018. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/44445750.pdf>.

174 **BRAZIL**. In: OCDE. **Monopsony and buyer power** – Policy Roundtables. 2018. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/44445750.pdf>.

175 BAGNOLI, Vicente; CRISTOFARO, Pedro Paulo Salles. **Jurisprudência do CADE Comentada**. São Paulo: RT, 2019. p. 77.

176 Vale notar que a identificação desses casos, até 2018, tomada como base pelo autor foi retirada de BORGES, Rodrigo Fialho. **Descontrole de estruturas**: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, 2020.

entre 1994 e 2018, aprovou sem restrições 94,42% dos casos submetidos à análise do Tribunal¹⁷⁷. Assim, a imposição de restrições de quaisquer tipos é reservada a uma reduzida minoria dos casos analisados, os quais foram interpretados como de maior potencial danoso à concorrência, exigindo análise mais completa e rigorosa pela autoridade antitruste. Sem prejuízo de críticas pertinentes à ínfima proporção de casos sujeitos a controle efetivo pela autoridade concorrencial, ao reduzir-se a amostra a esses casos busca-se compreender se há, no universo dos casos mais complexos submetidos à autoridade, controle efetivo dos monopólios.

A amostra, portanto, é voltada a testar a hipótese de pesquisa no contexto mais adverso possível, uma vez que eventual confirmação da hipótese em casos aprovados sem restrições pouco informaria sobre a ação efetiva de controle de monopólios pelo CADE. Por outro lado, a confirmação da hipótese mesmo entre os mais complexos casos indica com maior grau de confiança um cenário de ausência de controle efetivo de monopólios.

Por fim, a delimitação da amostra permite também a análise dos remédios e restrições impostos aos casos em que há verificação de poder de comprador, incluindo no estudo as medidas utilizadas pelo CADE para mitigar os possíveis efeitos anticompetitivos advindos do poder de comprador identificado.

4.2 METODOLOGIA

O primeiro passo da metodologia foi a identificação dos Atos de Concentração julgados na vigência da lei que, no mérito, foram reprovados, aprovados com restrições ou aprovados sob condição de celebração de Acordo em Controle de Concentrações (ACC). Para os casos decididos entre 2012 e 2018, partiu-se do trabalho de Rodrigo

177 BORGES, Rodrigo Fialho. **Descontrole de estruturas**: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, 2020.

Fialho Borges¹⁷⁸, que já havia identificado os processos nessa situação. Ao autor coube, assim, complementar a amostra entre 2018 e 2022.

Para isso, conduziu-se pesquisa na plataforma “CADE em números” que registra, a partir dos relatórios anuais de gestão do CADE, os principais dados relativos à atuação da autoridade concorrencial, inclusive o número de Atos de Concentração processados. A partir da filtragem dos dados por decisão de mérito, foi possível identificar os casos em que o Tribunal condicionou a aprovação à homologação de Acordo em Controle de Concentrações¹⁷⁹. Com isso, completou-se a amostra buscada.

Em seguida, conduziu-se análise da amostra completa, que inclui todos os processos aprovados com restrições, reprovados ou com aprovação condicionada a celebração e cumprimento de ACC sob o regime da atual Lei da Concorrência, com base nos dados levantados por Rodrigo Fialho Borges¹⁸⁰. Os dados compilados nessa fase da análise foram: número do processo, data de julgamento, decisão de mérito, tipo de restrição imposta (quando aplicável), composição do acórdão, mercado relevante e indicadores utilizados para composição do *market share* e da análise de rivalidade¹⁸¹.

Nesse primeiro momento, foram identificados os processos em que houve discussão sobre concentração de poder de comprador no Tribunal do CADE e, entre esses, coletadas as seguintes informações: número de processo, mercado relevante, resultado da análise de poder de comprador pela Superintendência-Geral, resultado da análise de poder de comprador pelo Tribunal do CADE e classificação dos remédios (comportamentais ou estruturais) caso tenham sido indicados.

178 BORGES, Rodrigo Fialho. **Descontrole de estruturas**: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, 2020.

179 Não houve casos de reprovação no período.

180 Idem.

181 Vale notar que em onze dos casos da amostra não foi possível identificar os indicadores utilizados, sendo que nesses o os votos apenas indicavam “*Market Share*” ou “participação em mercado”.

Para selecionar os processos em que foi discutido o efeito da concentração para a criação de poder monopsonista, leu-se todos os votos do Tribunal em cada um dos casos analisados. Com base nessa leitura, foram selecionados aqueles casos em que se discute expressamente o impacto da concentração para o mercado a montante, mesmo que para concluir que a concentração não é expressiva. Incidentalmente, quando a concentração monopsonista era alegada no mercado a jusante como forma de justificar a decisão (defesa por poder compensatório), também incluímos o caso na amostra.

Com isso, foram elaboradas duas tabelas com os dados levantados. A primeira é composta da totalidade de casos analisados (Apêndice A), e indica se houve, ou não, análise de poder de monopsonio no ato de concentração em comento, bem como o tipo de análise identificada (se de sobreposições horizontais, de integração vertical ou ligada à criação de eventual poder compensatório com relação ao poder de comprador a jusante). A segunda é composta apenas pelos casos em que efetivamente houve análise de poder de monopsonio e, entre esses, identifica os resultados dessa na Superintendência-Geral e no Tribunal do CADE (Apêndice B). Por fim, os casos em que foi feita alguma análise de poder de monopsonio foram agregados e descritos por tipo e resultado da análise. Também buscou-se identificar se o Acordo em Controle de Concentrações ou as restrições nas quais se baseou a aprovação do ato de concentração incluíam medidas aptas a diminuir os efeitos da concentração de poder de comprador, caso o Tribunal tenha determinado que essa seria relevante.

4.3 PANORAMA DOS RESULTADOS

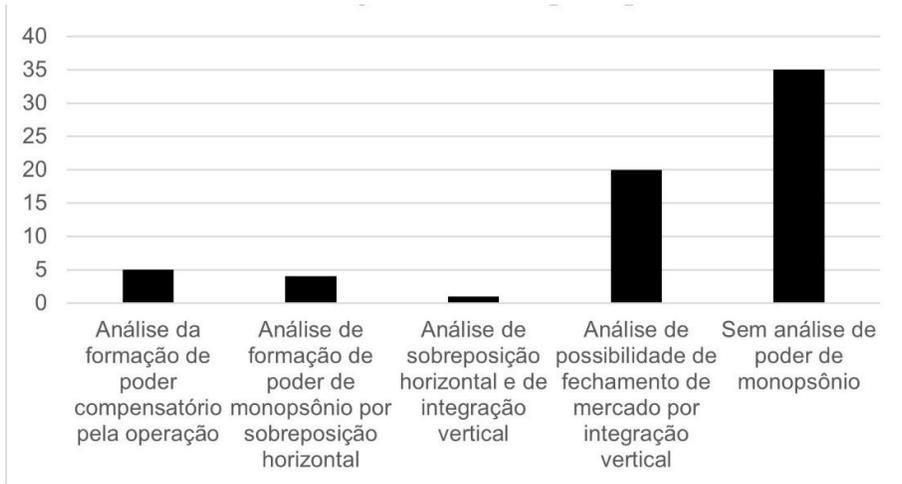
Através da análise da amostra levantada, composta por 65 casos, foram identificados 30 em que o CADE analisou o poder de monopsonio, sendo 25 aqueles que analisaram o poder formado ou reforçado na operação e cinco aqueles que analisaram a defesa de poder

compensatório das requerentes¹⁸². Foi possível dividir a amostra em quatro tipos diferentes de análise: (i) cinco casos de formação de poder de monopólio com a sobreposição horizontal entre as requerentes, (ii) 21 casos de poder de monopólio expresso no fechamento do mercado a montante em casos de integração vertical¹⁸³ entre as requerentes, (iii) cinco casos de formação de poder compensatório pela operação, (iv) 35 casos sem análise de monopólio (foco apenas no mercado de produtos do mercado relevante, sem considerar os efeitos no mercado de fatores). Em um caso, foi feita análise tanto dos efeitos da sobreposição horizontal como da integração vertical – para a contagem descrita acima, o caso foi considerado em ambas as listas. A distribuição numérica desses casos na amostra está ilustrada no gráfico abaixo:

182 Nesses casos, o poder de monopólio no mercado a jusante foi alegado pelas requerentes do ato de concentração, como forma de justificar a operação submetida ao CADE. A lógica do argumento é que o ato deveria ser aprovado, uma vez que equilibraria uma situação prévia de concentração de poder de comprador pelos consumidores das requerentes, conduzindo a uma estrutura de monopólio bilateral. Assim, ainda que levasse à concentração no mercado relevante sobre análise, os efeitos finais da operação seriam positivos ao evitar o exercício de poder de comprador contra as requerentes. Ocorre que, como analisado na primeira parte do trabalho, o monopólio bilateral não gera, por si só, qualquer incentivo de repasse de eficiências aos consumidores finais, o que levou à rejeição ou temporização do argumento pela autoridade concorrencial em todos os casos da amostra.

183 Vale notar, em alguns dos casos somam-se as integrações verticais e sobreposições horizontais. A categorização feita aqui entre os tipos de análise separa essencialmente os casos em que a preocupação se dá pela possibilidade de fechamento do mercado aos concorrentes da requerente posicionada a montante no mercado dos demais casos, em que a preocupação é mais ampla com a formação de um monopólio na cadeia. Em apenas um caso foi feita uma análise do poder de monopólio tanto em decorrência da integração vertical como de sobreposições horizontais – esse caso foi contabilizado em ambas as listas.

Gráfico 1 - Distribuição de casos por tipo de análise



Elaboração própria

Entre esses 30 casos, em cinco identificou-se poder de monopólio no mercado a jusante¹⁸⁴ - desses cinco, quatro indicaram que o poder de monopólio era apenas relativo, ou seja, de apenas uma parcela dos agentes que consomem a produção das requerentes, e somente um indicou que havia poder de monopólio relevante e homogêneo entre esses agentes -, 15 concluíram que o ato de concentração não criava poder de monopólio relevante, seis concluíram que, embora a concentração criasse poder de monopólio, não haveria lógica econômica para o abuso desse poder¹⁸⁵ e em quatro casos foi identificada formação de poder de monopólio com condições e lógica econômica para seu abuso.

Nos quatro casos em que foi identificada a formação de poder de comprador (seja na forma de possibilidade de fechamento de mercado a montante ou simplesmente a formação de um monopólio), o CADE

184 AC 08700.006437/2012-13; AC 08700.006723/2015-21; AC 08700.003244/2019-87 e AC 08700.001692/2019-46.

185 O argumento se aplica especificamente a casos de poder de monopólio em integrações verticais. Nesse caso, pode não fazer sentido econômico para a instituição no mercado a jusante o fechamento do mercado a montante.

tomou medidas para mitigar os efeitos dessa formação, tendo em um caso adotado remédio estrutural, em dois casos adotado remédios comportamentais e, no último, estabelecido restrição de ordem comportamental ao ato de concentração.

Não foi possível identificar, a partir da amostra levantada, um único caso em que um ato de concentração tenha sido reprovado no Tribunal do CADE pela formação de monopsônios¹⁸⁶. Mais grave ainda, em 35 dos 65 casos analisados não há na análise feita pelo Tribunal do CADE absolutamente qualquer consideração sobre o impacto do ato de concentração analisado no poder de comprador da estrutura que resultará da concentração. Em todos os casos, a decisão sobre o poder de monopsônio pelo Tribunal seguiu o entendimento prévio da Superintendência-Geral.

Vale notar, em 2¹⁸⁷ dos casos analisados o CADE ativamente evitou analisar o impacto da concentração em um específico mercado de fatores: o mercado de trabalho. Na operação Itaú/XP¹⁸⁸, o Conselheiro-Relator indicou expressamente sua discordância com relação à cláusula incluída no ACC pelas Requerentes para evitar a imposição de cláusulas de exclusividade a agentes autônomos de investimentos. Durante a análise, tanto o Tribunal do CADE como a Superintendência-Geral do CADE identificaram a formação de poder de fechamento de mercado de distribuição de produtos de investimento e a existência de lógica econômica para tanto, o que inclui essa operação entre aquelas em que se identificou possibilidade preocupante de fechamento de mercado, ainda que nenhum dos órgãos tenha tratado da formação de monopsônio do ponto de vista do mercado de trabalho.

186 Após três anos do julgamento que resultou em aprovação com restrições do AC 08012.003065/2012-21, no mercado de processamento de laranja, a ausência de cumprimento das restrições impostas levou à posterior reprovação do ato de concentração. O caso tem uma série de peculiaridades que serão tratadas no item 4.3.3 deste trabalho.

187 Ato de Concentração 08700.010790/2015-41. Relatoria do Conselheiro João Paulo de Resende; e Ato de Concentração 08700.004431/2017-16, de relatoria do Conselheiro Paulo Burnier.

188 Ato de Concentração 08700.004431/2017-16, de relatoria do Conselheiro Paulo Burnier.

Já no ato de concentração HSBC/Bradesco, o Sindicato dos bancários do Paraná foi habilitado no processo e apontou a existência de *gunjumping*, situação na qual as partes de uma operação sujeita à notificação obrigatória já consomem a operação, seja total ou parcialmente antes da aprovação do CADE, e o risco ao mercado de trabalho apresentado pela operação. Enquanto o Conselheiro-Relator indicou que não seria caso de *gunjumping*, também apontou que a preocupação com o risco imposto por uma concentração ao mercado de trabalho não era um objeto concorrencial *stricto sensu*¹⁸⁹. Nesse ato de concentração, não foi possível encontrar análise de poder de monopólio, apenas a negativa expressa de explorar as consequências da operação no mercado de trabalho.

A postura do CADE em não incluir no escopo de análise do ato de concentração seu impacto no mercado de trabalho, apesar de situar-se

189 “Em relação ao pleito referente à manutenção dos empregos, registro que, embora considere essa uma preocupação legítima do sindicato, principalmente na atual conjuntura econômica brasileira, tal pleito não configura uma preocupação concorrencial *stricto sensu*, não cabendo à autoridade antitruste rejeitar a presente operação única e exclusivamente em função dos efeitos no mercado de trabalho, nem mesmo exigir tal medida como condição necessária à aprovação da operação. A preservação de empregos, a meu ver, é um bem social que deve ser perseguido por políticas públicas específicas, e não pela autoridade de defesa da concorrência. A manutenção de postos de trabalho tampouco se qualifica como uma espécie de possível eficiência da operação. Nem tudo que tem um efeito positivo é uma eficiência, e é preciso estressar bem esse ponto, pois muitas vezes essa pretensão aceção da palavra “eficiência” é utilizada no contexto antitruste para justificar decisões regulatórias, seja numa direção ou em outra. Eficiências são reduções de custos, otimizações do processo produtivo. Podem ser estáticas ou dinâmicas, mas não incluem, por exemplo, a geração de emprego ou a realização de um determinado valor de investimento que, por si só, não necessariamente gerará redução de custos passíveis de serem apropriados pelo consumidor final. Conforme bem sustentou agora há pouco o patrono do sindicato, é verdade que já houve casos em que o CADE admitiu compromissos de manutenção de empregos em acordos de controle de concentração. No entanto, a meu ver, tal compromisso tem que ser assumido unilateralmente pelas Requerentes no momento da proposição do ACC, e não partir de uma imposição do órgão antitruste em uma aprovação condicionada, ou de uma condição trazida pela autoridade para celebração do acordo. Até mesmo porque, tendo em vista que muitas vezes acordos são negociados entre as partes, a busca da preservação de postos de trabalho poder acabar prejudicando a negociação de uma solução para as preocupações verdadeiramente concorrenciais do ato de concentração.” Ato de Concentração 08700.010790/2015-41. Relatoria do Conselheiro João Paulo de Resende. Itens 25 a 27 do relatório.

no campo mais amplo da análise de monopsonios, guarda relação com a especificidade do mercado de trabalho em relação aos demais mercados de fatores. Essa postura, inclusive, está documentada na rara produção acadêmica sobre monopsonios e é uma tendência que se inverte após o início dos anos 2000, de modo que, antes disso, o CADE realizou em sete casos análise sobre o impacto da concentração no mercado de trabalho¹⁹⁰. O presente trabalho, nesse sentido, apresenta evidências que confirmam que o CADE, ao menos em sede de controle de estruturas¹⁹¹, vem indicando reiteradas vezes que entende que não cabe à autoridade concorrencial avaliar o impacto das concentrações no mercado de trabalho.

A análise da amostra também indicou que Tribunal do CADE frequentemente discute a estrutura do mercado relevante da operação sem especificar se se preocupa com efeitos a montante ou a jusante, em sede de estudo de efeitos do ato de concentração sobre o poder de coordenação no mercado. No entanto, como a estrutura do mercado é definida a partir das dimensões de produto e geográfica, entende-se que essa análise não abarca, por si, o mercado de fatores. Essa posição é sustentada também pelo levantamento das *proxys* utilizadas pelo Tribunal para delimitação do mercado relevante, que se baseiam em critérios ligados aos produtos e serviços oferecidos pelas empresas requerentes do ato de concentração (e.g. quantidades vendidas e faturamento bruto), não nos insumos demandados. Em apenas três casos, todos de análise de sobreposições horizontais, foi possível identificar o uso de métricas relacionadas ao mercado de insumos para análise de *marketshare* e rivalidade, o que destoa da impressão passada pelo Guia de análise de atos de concentração horizontal, que prevê expressamente a observação de métricas de mercado de insumos. Em

190 BARBOSA JÚNIOR, Alberto Lúcio. **Antitruste e Política de Emprego**. Dissertação de Mestrado (Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo) 2016. p. 38.

191 Em 21 março de 2021, o CADE instaurou o Inquérito Administrativo nº 08700.004548/2019-61 para investigar condutas anticompetitivas na área de Recursos Humanos. Nesse sentido, é possível que na função de repressão a condutas a posição do CADE sobre a interferência no mercado de trabalho venha se alterando.

um caso, foi utilizada a métrica do volume de vendas operado pelas requerentes como *proxy* do volume de suas compras¹⁹².

4.3.1 RESULTADOS POR TIPO DE ANÁLISE: FECHAMENTO DE MERCADO POR INTEGRAÇÃO VERTICAL

Em 21 entre os 30 casos da amostra, identificou-se análise da possibilidade de fechamento a montante em decorrência de integrações verticais, seja realizada exclusivamente ou de modo combinado à análise das sobreposições horizontais. Essa presença forte parece indicar que as integrações verticais são, de fato, um âmbito de maior controle dentro do campo da análise de poder de comprador¹⁹³.

Nesses casos, duas empresas distintas e que operam em fases parcial ou completamente diversas da cadeia de valor de um bem ou serviço realizam um ato de concentração, de modo que é ao menos plausível, em teoria, que a requerente com atuação no mercado a jusante passe a adquirir insumos para produção da requerente com atuação no mercado a montante.

No entanto, por vezes não há racionalidade econômica nessa substituição, uma vez que se sacrifica o acesso da empresa a jusante a insumos de modo a aumentar o lucro da empresa a montante. Se a entidade a jusante for mais lucrativa do que a situada a montante, por exemplo, a operação não vai representar um benefício econômico real para o grupo.

Do mesmo modo, se o mercado a jusante for competitivo (considerando aqui o mercado para aquisição de fatores para operação

192 AC nº 08700.003654/2021-42.

193 Por outro lado, é necessário reconhecer que a categorização dos tipos de análise foi feita com vistas a separar os casos em que não há análise de poder de monopólio daqueles em que há e, dentro deste grupo, por tipo de análise feita. Desse modo, não foi realizado o levantamento de quantos dos casos sem análise de poder de monopólio envolviam integrações verticais. Ainda assim, incidentalmente e de modo não exaustivo foi possível notar, com base nas anotações do levantamento de dados, que ao menos quatro casos envolviam integrações verticais, mas sem análise de possibilidade do fechamento a montante. São eles: AC 08700.009882/2012-35; AC 08700.004957/2013-72; AC 08700.010688/2013-83 e AC 08700.007777/2017-76.

no mercado a jusante), as concorrentes da requerente a jusante não devem, em princípio, realizar a mesma troca de fornecedores, de modo a preservar a concorrência a montante e não levar a um maior proveito da requerente a montante. Por fim, se a empresa a montante for ineficiente, a troca de fornecedor pode representar um custo adicional para a empresa a jusante. Nesse sentido, o CADE, frente a casos de integração vertical, busca determinar se há ou não lógica econômica para o fechamento do mercado¹⁹⁴ nesses casos.

Entre os casos de avaliação de integração vertical na amostra, 16 indicaram que o poder de comprador, no caso, era irrelevante (em outras palavras, que não seria possível o fechamento do mercado a montante ainda que a empresa tentasse) e seis indicaram a ausência de lógica econômica para o fechamento de mercado¹⁹⁵. Entre os 21 casos de análise de integração vertical dentro da amostra, em apenas dois o Tribunal do CADE indicou que havia formação de poder de comprador relevante e incentivos para o fechamento do mercado¹⁹⁶.

4.3.2 RESULTADOS POR TIPO DE ANÁLISE: FORMAÇÃO DE PODER COMPENSATÓRIO

Por fim, em cinco dos casos identificados, a existência de poder de comprador a jusante foi utilizada como um instrumento argumentativo das requerentes para defender a aprovação da operação. Dois desses casos¹⁹⁷ se deram no mercado relevante de serviços de transporte e custódia de valores, em que os agentes a jusante são instituições financeiras. Ainda que se reconheça a realidade de concentração bancária, em ambos os casos o argumento foi relativizado tanto na

194

195 AC 08700.010266/2015-70; AC 08700.005937/2016-61; AC 08700.001390/2017-14; AC 08700.000627/2020-37; AC 08700.002346/2019-85.

196 Ato de Concentração 08700.001390/2017-14 e Ato de Concentração 08700.004431/2017-16.

197 Ato de Concentração 08700.001692/2019-46 e Ato de Concentração 08700.003244/2019-87.

análise da Superintendência-Geral como na do Tribunal do CADE, que argumentaram que não havia poder de comprador homogêneo a jusante. Assim, uma vez que as requerentes dos atos de concentração atendiam tanto instituições de grande e médio porte como pequenas instituições financeiras de atuação local, não era sequer possível argumentar que havia, de fato, poder de comprador relevante a jusante.

Essa foi a mesma conclusão de tanto da Superintendência-Geral como do Tribunal do CADE no AC 08700.006437/2012-13, que se deu no mercado de GSM *data clearing* e soluções NRTRDE, que garantem a integração de serviços de transferência de dados em *roaming*. Do mesmo modo que nos casos anteriores o CADE relativizou a existência de poder de comprador por essas agentes.

Já no AC 08700.006723/2015-21 as requerentes alegaram a existência de poder de comprador entre operadoras de conteúdo pago para televisão, com relação ao mercado de transmissão de conteúdo televisivo. O Tribunal do CADE reconheceu a existência de poder de comprador entre as operadoras de televisão, mas desconsiderou o argumento das requerentes uma vez que a existência de poder compensatório não conduziria, por si, à transmissão de eficiências para os consumidores, especialmente considerando que o mercado a jusante era também bastante concentrado. A análise é consistente com a produção doutrinária examinada na primeira parte do trabalho, de modo que tanto o Tribunal do CADE como a Superintendência-Geral basearam-se nesse ponto na melhor doutrina.

Por fim, no AC 08700.002569/2020-86, no mercado de blocos de motor de ferro fundido, o Tribunal do CADE e a Superintendência-Geral entenderam pela irrelevância do poder de comprador alegado pelas partes.

4.3.3 RESULTADOS POR TIPO DE ANÁLISE: CASOS DE SOBREPOSIÇÃO HORIZONTAL

Foram identificados apenas cinco casos em que foi feita análise de poder de monopólio em situações de sobreposição horizontal, seja isoladamente ou em conjunto com a de integrações verticais. Chama a atenção que em dois dos cinco casos as conclusões da Superintendência-Geral e do Tribunal do CADE foram pela existência de poder de comprador relevante.

O primeiro desses casos, o AC 08012.003065/2012-21, é bastante incomum do ponto de vista concorrencial. Isso porque não se trata da fusão ou aquisição de participações societárias, mas sim da submissão, à análise do CADE, do estatuto do Conselho dos Produtores e Exportadores de Suco de Laranja (então chamado de Consecitrus). A constituição do Consecitrus foi uma das medidas determinadas na análise do AC 08012.005889/2010-74, que teve sua aprovação condicionada à celebração de Termo de Compromisso de Desempenho (TCD). Uma das cláusulas do TCD determinava a criação de um Conselho nos moldes do Consecana (Conselho dos Produtores de Cana de Açúcar, Açúcar e Etanol do Estado de São Paulo), com o objetivo de melhorar a transmissão de informações entre os setores de processamento e exportação de laranjas e os produtores de laranja.

O motivo da constituição da Consecitrus foi a identificação pelo Tribunal do CADE de relevante concentração monopsonística no mercado de processamento e exportação de laranja, uma vez que há poucos agentes que concentram esses processos, ao mesmo tempo que as atividades de citricultura são muito mais pulverizadas.

Vale notar que os problemas concorrenciais no mercado de exportação de laranja já eram conhecidos antes da análise dos referidos atos de concentração, uma vez que há um notório caso de cartel de compradores¹⁹⁸ nesse mercado. O caso antecede em 11 anos o primeiro

198 As investigações no âmbito do Processo Administrativo 08012.008372/1999-14 foram iniciadas em 1999 e encerradas em 2016, com o cumprimento dos Termos

ato de concentração mencionado. Ainda assim, é louvável o extenso voto do relator Ricardo Machado Ruiz no AC 08012.003065/2012-21, que traçou um histórico do setor no Brasil e analisou de modo detalhado a possibilidade de desvio de oferta dos citricultores, bem como os instrumentos dos agentes a montante para minar quaisquer tentativas de barganha dos citricultores¹⁹⁹. Entre eles, destacou-se a assimetria de informações entre os agentes, uma vez que os citricultores não tinham acesso às variáveis concorrenciais da venda da produção no mercado internacional, o que dificultava a organização da produção. Nesse sentido, a análise do AC em questão tinha como principal objetivo a garantia de que a Consecitrus seria instrumento para melhorar a disseminação da informação em mercado.

Após análise de diferentes estruturas de mercado possíveis e do resultado líquido de cada uma delas, além de discussões sobre a representatividade dos produtores na associação, o Conselheiro-Relator determinou que a constituição do Consecitrus fosse realizada em cinco etapas. Após três anos, a Superintendência-Geral determinou a reprovação da operação, uma vez que os agentes envolvidos na operação não haviam chegado ainda a consenso quanto à segunda fase da implantação do Consecitrus que seria a elaboração de minuta de estatuto seguindo as determinações do Tribunal do CADE – especificamente as que determinavam a produção e distribuição a industriais, citricultores e instituições públicas de relatórios contendo informações variadas sobre o processamento e venda de suco de laranja no mercado externo e interno²⁰⁰. Como relata o parecer jurídico

de Compromisso de Cessação celebrados no processo e a condenação de diversas empresas do setor por formação de cartel.

199 AC 08012.003065/2012-21, voto do Conselheiro Relator Ricardo Machado Ruiz, p. 30. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?xgSJHD3TI7Rh0CrGYtJb0A1Onc6JnUmZgGFW0zP7uM9QP1pSD9sHfx1pvc0i09qIzopPfDcurQIt5KLCykhfxG8EH1TQEO3xjPm0F1S-hjJIHp5Fv4yHSJFu5QY9WUWn

200 PFE-CADE. Parecer Jurídico 106 no AC 08012.003065/2012-21, 2017, p. 2. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYichuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9yNYLC-6v5g6AeVZoZXQ5nTrEV7tcZIOhF2XN0ReKocgLfOsdz1jNz9Uvor5hbiXITJHXCHx5ofnC0zjA9ij4NA.

que embasa a decisão da Superintendência-Geral, o descumprimento da restrição imposta pelo CADE foi fruto da resistência da CitrusBR, associação de exportadores, à inclusão dessas atividades no estatuto do Consecitrus²⁰¹. Assim, a CitrusBR impediu o cumprimento das medidas que visavam precisamente à diminuição das assimetrias de informação do setor, resultando em manutenção do poder de comprador no mercado de processamento e exportação de laranja.

O outro caso de sobreposição horizontal identificado na amostra que concluiu que a haveria formação relevante de poder de monopólio foi o Caso AcelorMittal/Votorantim, que envolvia criação de poder de comprador no caso do mercado de compra de sucata na região Sul-Sudeste, com o aumento do poder de barganha das siderúrgicas e sem indicação de transferência da redução forçada de preço dentro da cadeia ao consumidor final²⁰². A análise de poder de comprador foi incidental, uma vez que tanto a Superintendência-Geral como o Tribunal do CADE identificaram que a sobreposição horizontal entre as requerentes se dava também em diversos outros mercados, que foram objeto da maior parte da análise. Ainda assim, é importante ressaltar que a decisão de mérito no caso foi a aprovação condicionada a celebração e cumprimento de ACC, por meio do qual impôs-se a alienação de ativos das requerentes.

4.3.4 CASOS DE INTEGRAÇÃO VERTICAL NOS QUAIS IDENTIFICOU-SE PODER DE COMPRADOR

Como já mencionado, em apenas dois casos de integração vertical o Tribunal do CADE identificou a possibilidade de fechamento de mercado a montante. O primeiro deles foi o caso Itaú/XP²⁰³,

201 PFE-CADE. Parecer Jurídico 106 no AC 08012.003065/2012-21, 2017, p. 2. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9yNYLC-6v5g6AeVZoZ XQ5nTrEV7tcZIOhF2XN0ReKocgLfOsdz1jNz9Uvor5hbiXITJHXCHx5ofnC0zjA9ij4NA.

202 Ato de Concentração 08700.002165/2017-97.

203 Ato de Concentração 08700.010790/2015-41.

em que tanto a Superintendência-Geral como o Tribunal do CADE identificaram a formação de poder de monopólio relevante com estímulos para o abuso desse poder. Ainda assim, com base nas eficiências da operação e no Acordo em Controle de Concentrações homologado, o Tribunal do CADE optou por aprovar a operação apenas com remédios comportamentais.

O segundo caso foi o Ato de Concentração Warner/AT&T²⁰⁴, no mercado de licenciamento de programação e Operadoras de TV por assinatura. Nesse caso, a preocupação da autoridade concorrencial era com a possibilidade de fechamento do mercado para as programadoras no Brasil pelo redirecionamento da demanda internamente para a Warner. Do mesmo modo, que no caso Itaú/XP, incluiu-se remédios comportamentais no ACC com objetivo de evitar o fechamento de mercado, com a posterior aprovação do AC.

5. CONCLUSÃO

A partir do estudo conduzido é possível concluir que a análise de poder de monopólio pelo CADE na vigência da Lei nº 12.529/11 é, de fato, escassa. Quando ocorre, na imensa maioria dos casos, trata-se de caso de integração vertical. Ademais, não foi possível identificar casos de reprovação pelo Tribunal do CADE de atos de concentração com base na formação de poder de monopólio e a análise de poder de monopólio parece estar ligada a um histórico prévio já conhecido de concentração de mercado no setor. Nesse ponto, vale indicar que a repressão a condutas parece estar mediamente subsidiando a análise dos atos de concentração, uma vez que os casos de análise mais detalhada, em especial o do Consecitrus, são vinculados a setores que já haviam sido exaustivamente estudados em virtude de famosos casos envolvendo condutas anticompetitivas. O CADE, como já apontava a doutrina, vem indicando entender como fora de seu escopo o impacto do ato de concentração no mercado de trabalho.

204 Ato de Concentração 08700.001390/2017-14.

Não se nota, portanto, a equivalência esperada a partir da leitura do Guia do CADE para análise de atos de concentração horizontais, dado que na ampla maioria dos casos da amostra não há qualquer consideração explícita sobre o impacto do ato de concentração no mercado de fatores. Do mesmo modo, em apenas três dos casos identificou-se análise de participação de mercado e de rivalidade a partir de variáveis de demanda no mercado, o que é essencial para eventual análise de poder de comprador.

Com isso, entende-se que houve a confirmação da hipótese sobre a escassez de análises voltadas a identificar os efeitos dos atos de concentração sobre o poder de comprador. Por outro lado, em todos os casos em que se identificou poder de comprador efetivo e incentivos para seu abuso foram incluídos remédios nos ACCs voltados a mitigar esse poder. Assim, nesse ponto, entende-se que a hipótese foi rejeitada. Uma conclusão possível aqui é que há uma escassez de análise, mas a devida compreensão que, quando identificada, a concentração monopsonista deve ser também combatida, ao menos na amostra analisada.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Paulo Furquim de; ALMEIDA, Sílvia Fagá de. Poder compensatório: coordenação horizontal na defesa da concorrência. **Estudos Econômicos**, v. 3, n. 4. São Paulo. Oct./Dec. 2009.

BAGNOLI, Vicente; CRISTOFARO, Pedro Paulo Salles. **Jurisprudência do CADE Comentada**. São Paulo: RT, 2019.

BARBOSA JÚNIOR, Alberto Lúcio. **Antitruste e Política de Emprego**. Dissertação de Mestrado (Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo), 2016.

BLAIR, Roger; HARRISON, Jeffrey. **Monopsony in Law and Economics**. Cambridge University Press: Cambridge, 2010.

BOAL, William; RANSOM, Michael. Monopsony in the labor market. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, pp. 86-112, 1997, p. 86.

BORGES, Rodrigo Fialho. **Descontrole de estruturas: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas**. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, 2020.

BRAZIL. In: OCDE. **Monopsony and buyer power** – Policy Roundtables. 2018. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/444445750.pdf>.

CADE. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. 2016, p. 7. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>

CLEELAND, Donald A. The Core of the Apple: Dark Value and Degrees of Monopoly in Global Commodity Chains. **Journal of World-Systems Research**, v. 20, n. 1, p. 5.

KAPLINSKY, Raphael. **Global value chains in manufacturing industry**: Where they came from, where they are going and why this is important?, pp. 184-202 *In*: WEISS, John; TRIBE, Michael. Routledge Handbook of Industry and Development. Routledge: Abingdon, 2016.

MARTINS, Eduardo Monte Jorge Hey. **Para além da miopia consumerista**: uma análise da interface da defesa da concorrência e o mercado de trabalho. Trabalho de conclusão do PinCade 2019. Disponível em: <https://pincade.cade.gov.br/images/9.-Eduardo-Monte-Jorge-Hey-Martins.pdf>.

NAIDU, Suresh; POSNER, Eric; WEYL, Glen. Antitrust Remedies for Labor Market Power. **Harvard Law Review**, v. 132, p. 536-601, 2018, p. 571. Disponível em: <https://harvardlawreview.org/2018/12/antitrust-remedies-for-labor-market-power/>.

OCDE. **Competition in Labour Markets**. 2020. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/competition-concerns-in-labour-markets.htm>.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2ª Ed. Forense: São Paulo, 2021.

SELDEN, Mark; NGAI, Pun; CHAN, Jenny. Apple, Foxconn and China's New Working Class: Political Economy of global production. **The Asia-Pacific Journal**, v. 11, n. 32, pp. 1-21, 2013.

SOKOLOVA, Anna; SOERENSEN, Todd. Monopsony in labor markets: a meta-analysis. **Industrial and Labor Relations Review**, 2020.

VARIAN, Hal. **Microeconomia**: uma abordagem moderna. Elsevier: São Paulo, 2015.

APÊNDICE A – TABELA COM TODOS OS CASOS ANALISADOS

| Número do Processo | Data de julgamento | Decisão de mérito | Tipo de restrição imposta | Composição do acórdão | Mercado relevante | Tipo de análise |
|----------------------|--------------------|--|-----------------------------|-----------------------|--|--|
| 08700.006437/2012-13 | 22/05/2013 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Mercados mundiais de GSM data clearing e soluções NTRRDE | Análise da formação de poder compensatório pela operação |
| 08700.009882/2012-35 | 22/05/2013 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercado de papel decorativo, bases para abrasivos e papéis eletrotécnicos | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.004957/2013-72 | 22/01/2014 | Aprovado com restrição de alterações em contrato | Comportamental | Unanimidade | Mercado de desenvolvimento de sementes transgênicas | Sem análise de poder de monopólio |
| 08012.003065/2012-21 | 19/02/2014 | Aprovado com restrição | Comportamental | Unanimidade | Mercado de processamento de laranja in natura e a oferta de suco de laranja concentrado | Análise detalhada de poder de monopólio |
| 08700.005447/2013-12 | 14/05/2014 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Mercado de educação em nível de graduação presencial, pós-graduação presencial, graduação a distância e pós-graduação a distância, segmentado por cursos | Sem análise de poder de monopólio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------|--|---|
| 08700.009198/2013-34 | 14/05/2014 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Mercado de educação em nível de graduação presencial, pós-graduação presencial, graduação a distância e pós-graduação a distância, segmentado por cursos | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.002372/2014-07 | 16/07/2014 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Mercado de prestação de serviços de apoio à medicina diagnóstica | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.000658/2014-40 | 20/08/2014 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Setor de alimentos: abate de bovinos, carnes in natura bovina, suína, de aves, de cordeiro e de peixe. Alimentos processados em foodservice. | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.010688/2013-83 | 20/08/2014 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Setor de alimentos: abate de bovinos, carnes in natura bovina e subprodutos. | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.009924/2013-19 | 01/10/2014 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Mercado de Estireno | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.000436/2014-27 | 12/11/2014 | Reprovado | N/A | Unanimidade | Setor Petroquímico e resinas PVC | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|--|----------------|-------------|--|---|
| 08700.007621/2014-42 | 10/12/2014 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercado de Cimento, concreto e agregados | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.000344/2014-47 | 10/12/2014 | Aprovado condicionado a ACC e com reserva de supressão de cláusula de não-concorrência | Comportamental | Unanimidade | Mercado de produção de Ácido Fosfórico | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|----------------|-------------|--|--|
| 08700.004185/2014-50 | 29/01/2015 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | <p>Mercados de molas pneumáticas para veículos de carga pesada de peças originais, molas pneumáticas para veículos de carga pesada de peças de reposição, correias transportadoras pesadas de tecidos, correias transportadoras pesadas de cabos de aço, correias de transmissão de potência para produtos automotivos originais, correias de transmissão de potência para produtos automotivos de reposição, correias de transmissão de potência para o segmento industrial e mangueiras industriais de borracha.</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |
| 08700.005719/2014-65 | 11/02/2015 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | <p>Mercados relevantes de produção e distribuição de açúcar na Região Centro-Sul; produção e distribuição de combustíveis líquidos de dimensão estadual; serviços logísticos para exportação de açúcar e outros grãos vegetais no percurso via modal ferroviário para exportação via Porto de Santos; e de movimentação e armazenagem portuária de grãos no Porto de Santos na área de concessão da ALL</p> | <p>Sem análise de poder de monopólio</p> |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------|---|-----------------------------------|
| 08700.008607/2014-66 | 25/02/2015 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Preparados Estomatológicos; Antiácidos Simples; Laxantes Formadores de Bolo Fecal; Produtos a Base de Cálcio; Produtos a Base de Potássio; Tônicos; Inibidores de Agregação Plaquetária Ciclooxigenase; Anti-hemorroidários Tópicos sem Corticoide; Terapia Varicosa, Tópico; Terapia Varicosa, Sistêmico; Antifúngicos Dermatológicos para Uso Tópico; Antifúngicos Tópicos para o Couro Cabeludo; Emolientes, Protetores; Antipruriginosos, incluindo Anti-Histamínicos para Uso Tópico, Anestésicos, entre outros; Produtos Antiprosfáticos para Uso Tópico; Preparações Antiacne para Uso Tópico; Outros Preparados Dermatológicos; Produtos Tópicos Antirreumáticos e Analgésicos (ATC3 M2A); Analgésicos Não-narcóticos e Antipiréticos de Venda Livre; Produtos Antiabagismo; Descongestionantes Nasais; Preparados para Resfriados sem Anti-infecciosos; Anti-histamínicos para Uso Sistêmico; Testes de Gravidez e Ovulação; Todos os Outros Agentes Não-Terapêuticos. | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.009731/2014-49 | 25/03/2015 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Mercado de infraestrutura de telecomunicações | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.009732/2014-93 | 25/03/2015 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Mercado de infraestrutura de telecomunicações | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.009988/2014-09 | 02/09/2015 | Reprovado | N/A | Unanimidade | Mercado relevante de pincéis para pintura, trinchas, broxas e escovas, acessórios para pintura e rolos. | Sem análise de poder de monopólio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------|---|---|
| 08700.001437/2015-70 | 25/11/2015 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Mercados nacionais de (i) bombas a vácuo; (ii) consultórios ou dental sets; (iii) raio X intraoral; (iv) peças de mão – que incluem peças de alta rotação, baixa rotação e kit acadêmico; (v) fotopolimerizadores; (vi) e equipamento de profilaxia | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.006567/2015-07 | 09/12/2015 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Unanimidade | Mercado de latas de alumínio para bebida. | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.010266/2015-70 | 13/04/2016 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Mercado brasileiro e paraguai de SIC Metalúrgico e Ferro Silício Mercado brasileiro e paraguai de SIC Cristal Preto; Mercado de produtos abrasivos à base de SIC. Mercado de produtos refratários à base de SIC, | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.006723/2015-21 | 11/05/2016 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Maioria | Mercado transmissão de conteúdo da TV aberta para a operadora de TV paga | Análise da formação de poder compensatório pela operação |
| 08700.009363/2015-10 | 11/05/2016 | Aprovado com restrição | Comportamental | Maioria | Mercado nacional de ar-ranjos de pagamento | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.010790/2015-41 | 08/06/2016 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Serviços bancários (análise individual de cada serviço) | Sem análise de poder de monopólio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|----------------|-------------|---|---|
| 08700.003462/2016-79 | 14/09/2016 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercado de bem-estar sexual (preservativos e lubrificantes íntimos) | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.002792/2016-47 | 09/11/2016 | Aprovado condicionado a ACC | Compartamental | Maioria | Mercado de (i) serviços de informações negativas de crédito de pessoas físicas; (ii) serviços de informações negativas de crédito de pessoas jurídicas; (iii) serviços de informações positivas de crédito de pessoas físicas; e (iv) serviços de informações positivas de crédito de pessoas jurídicas | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.004211/2016-10 | 08/03/2017 | Aprovado condicionado a ACC | Compartamental | Unanimidade | Mercado de serviço de transporte aéreo de passageiros e de cargas | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.004860/2016-11 | 22/03/2017 | Aprovado condicionado a ACC | Compartamental | Maioria | Mercado relevante de bolsa de valores mobiliários e de mercadorias e futuros no Brasil; e de balcão | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.005937/2016-61 | 17/05/2017 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercados de ingredientes ativos (IAs), insumos base para a produção de defensivos agrícolas, sendo cada tipo um mercado relevante diferente; Halopiridina; Coformulante propileno glicol; Produtos para proteção de cultivos, separado entre os mercados de (i) inseticidas; (ii) fungicidas; (iii) herbicidas; (iv) tratamento de sementes; (v) acaricidas e (vi) reguladores de crescimento | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.006185/2016-56 | 28/06/2017 | Reprovado | N/A | Maioria | Ensino superior por curso e nível acadêmico | Sem análise de poder de monopólio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------|--|---|
| 08700.006444/2016-49 | 02/08/2017 | Reprovado | N/A | Unanimidade | Mercado de distribuição e comercialização de combustível líquido | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.001642/2017-05 | 16/08/2017 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Mercado bancário - Mercado de distribuição de fundos/ativos de terceiros e Mercado de arranjos de pagamentos e emissão de cartão de crédito. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.001390/2017-14 | 18/10/2017 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Mercado de licenciamento de programação e Operadoras de TV por assinatura. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.007553/2016-83 | 18/10/2017 | Reprovado | N/A | Unanimidade | Abate de bovinos e comercialização de carne <i>in natura</i> | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.001097/2017-49 | 07/02/2018 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamental | Maioria | Mercado de sementes e defensivos agrícolas. | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.002165/2017-97 | 07/02/2018 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Maioria | Mercado de aços longos (Mercado Regional de Compra de Sucata Ferrosa - Sudeste) | Análise detalhada de poder de monopólio |
| 08700.004163/2017-32 | 07/02/2018 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Maioria | Mercado de resinas PET e PTA. | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.008483/2016-81 | 28/02/2018 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | Mercados nacionais de redutores industriais e de motorreductores. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|---|-------------|---|---|
| 08700.002155/2017-51 | 28/02/2018 | Reprovado | N/A | Maioria | Mercado de distribuição de GLP. | Sem análise de poder de monopósonio |
| 08700.004431/2017-16 | 14/03/2018 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Maioria | Mercado nacional de distribuição de produtos de investimento | Análise pontual de poder de monopósonio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.007777/2017-76 | 13/06/2018 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercado de gases industriais e especiais | Sem análise de poder de monopósonio |
| 08700.004494/2018-53 | 13/02/2019 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural (manutenção da diversidade da programação) | Por maioria | Mercado nacional de programação para TV por assinatura de conteúdo esportivo básico | Análise detalhada de poder de monopósonio |
| 08700.005972/2018-42 | 25/03/2019 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental/Ancilar (para de realizar atos de concentração por dois anos e submeter todos que realizar pelos dois anos subsequentes ao término do período inicial) | Unanimidade | Mercado nacional de distribuição de insumos farmacêuticos para farmácias de manipulação | Sem análise de poder de monopósonio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|--|-------------|--|---|
| 08700.005705/2018-75 | 23/05/2019 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental/Ancilar (cláusula de não-discriminação, manutenção da oferta e realização de investimento no ativo adquirido) | Por maioria | (i) planos de saúde médico-hospitalares individual/familiar; (ii) planos de saúde médico-hospitalares coletivo; (iii) prestação de serviços médico-hospitalares (hospitais-gerais) | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.001206/2019-90 | 17/06/2019 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural (confidencial mas de desinvestimento) | Unanimidade | Mercado nacional de antiácidos simples | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.003244/2019-87 | 18/12/2019 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental/Ancilar (parar de realizar atos de concentração por dois anos e submeter todos que realizar pelos dois anos subsequentes ao término do período inicial) | Unanimidade | Mercado relevante de serviços de transporte e custódia de valores com dimensão geográfica estadual e de serviços de transporte de cargas especiais, com dimensão geográfica estadual | Análise da formação de poder compensatório pela operação |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|---|-------------|---|---|
| 08700.001692/2019-46 | 28/02/2020 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental/Anular (limitar a realização de atos de concentração por dois anos e submeter todos que realizar pelos dois anos subsequentes ao término do período inicial) | Por maioria | Mercado de serviço de transporte e custódia de valores | Análise da formação de poder compensatório pela operação |
| 08700.002346/2019-85 | 24/06/2020 | Aprovado condicionado a ACC | Estruturais e Comportamentais | Unanimidade | (i) plano médico individual/familiar; (ii) plano médico coletivo (sem segmentações); (iii) plano médico coletivo por adesão; e (iv) plano médico coletivo empresarial | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.001226/2020-02 | 06/08/2020 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercados relevantes nacionais de antiespasmódicos combinados com analgésicos e analgésicos não-narcóticos e antipiréticos | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.002592/2020-71 | 01/10/2020 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercado municipal de supermercados com 3 (três) ou mais check-outs (caixas), hipermercados e "atacarejos" | Sem análise de poder de monopólio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|--|-------------|---|---|
| 08700.000627/2020-37 | 11/11/2020 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamentais (isolamento total das unidades produtivas, canal de denúncias e não discriminação) | Unanimidade | Mercado nacional de distribuição e varejo de calçados e artigos esportivos | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.000827/2020-90 | 25/11/2020 | Aprovado condicionado a ACC | Estruturais e Comportamentais | Unanimidade | i) distribuição de gás liquefeito de petróleo envasado; ii) distribuição de gás liquefeito de petróleo a granel e (iii) distribuição de gás liquefeito de petróleo propelente | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.001227/2020-49 | 23/12/2020 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental/Ancilar (parar de realizar atos de concentração por dois anos e submeter todos que realizar pelos dois anos subsequentes ao término do período inicial) | Unanimidade | Mercado de serviço de transporte e custódia de valores | Sem análise de poder de monopólio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|------------------------------|-------------|---|---|
| 08700.003553/2020-91 | 26/01/2021 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Mercado nacional de Hepatoprotetores e Lipotrópicos OTC | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.001846/2020-33 | 03/03/2021 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamentais | Unanimidade | Mercado de planos de saúde médico-hospitalares individuais ou familiares e coletivos empresariais | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.000149/2021-46 | 22/12/2021 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamentais | Por maioria | i. Mercado de locação de veículos (RAC), com as dimensões geográficas nacional, municipal e por aeroporto; ii. Mercado de gestão e terceirização de frotas (GTF), com dimensão geográfica nacional; iii. Mercado de venda de veículos usados no atacado, com dimensão geográfica nacional; e iv. Mercado de venda de veículos usados no varejo, com dimensão geográfica nacional. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------|--|--|
| 08700.002569/2020-86 | 22/04/2021 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e complementares | Unanimidade | Blocos de motor de ferro fundido para veículos de passeio e comerciais leves, blocos de motor de ferro fundido para aplicações médias, pesadas e off-road, cabeçotes de motor de ferro fundido para aplicações médias, pesadas e off-road, e outros componentes em ferro fundido. | Análise da formação de poder compensatório pela operação |
| 08700.003307/2020-39 | 19/05/2021 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e complementares | Unanimidade | Unidades de direção hidráulica (HSD), em sentido estrito (excluindo direção eletro-hidráulica e elétrica); Válvulas prioritárias; Válvulas hidráulicas de cartucho/HICs; Válvulas hidráulicas de carretel; Motores hidráulicos de engrenagem; Motores hidráulicos orbitais; Motores hidráulicos de pistão; Bombas hidráulicas de engrenagem; Bombas hidráulicas de pistão; Componentes de automação e controle hidráulico. | Sem análise de poder de monopólio |
| 08700.005598/2020-08 | 22/07/2021 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Gás natural canalizado, liquefeito (GNL) e comprimido (GNC) | Sem análise de poder de monopólio |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|------------------------------|-------------|--|---|
| 08700.000726/2021-08 | 22/02/2022 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural e comportamentais | Por maioria | Varejo de serviços móveis de voz e dados, na dimensão nacional e por área de registro (DDD); e acesso às redes móveis em atacado, na dimensão nacional e por área de registro (DDD) | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.003654/2021-42 | 01/06/2022 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | Varejo de autosserviço, atacado de distribuição e revenda de combustíveis | Análise detalhada de poder de monopólio |
| 08700.004426/2020-17 | 02/02/2022 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Por maioria | Mercado de transporte rodoviário coletivo regular de passageiros por rota cidade origem – cidade destino; mercado nacional de intermediação e integração de conteúdo rodoviário entre viações rodoviárias e plataformas ota; mercado nacional de comercialização de passagens rodoviárias pela internet em plataformas ota | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------------------------|----------------|-------------|---|---|
| 08700.005053/2021-74 | 30/06/2022 | Aprovado condicionado a ACC | Estrutural | Unanimidade | (i) distribuição de medicamentos, produtos de perfumaria e higiene pessoal e materiais para uso médico, cirúrgico, hospitalar e de laboratórios para o segmento “farmá”; (ii) programas de fidelidade; e (iii) gestão de benefícios farmacêuticos, (iv) comércio varejista de drogas, medicamentos e de produtos de saúde, higiene e beleza | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.007309/2021-88 | 15/06/2022 | Aprovado condicionado a ACC | Comportamental | Unanimidade | mercado de óleo de soja e outros subprodutos da soja, como o farelo de soja, lecitina de soja, casca de soja, etanol e biodiesel, de âmbito nacional | Análise detalhada de poder de monopólio e análise de integração vertical |

APÊNDICE B – ATOS DE CONCENTRAÇÃO QUE TRATARAM DE PODER DE COMPRADOR

| Número | M.R. | S.G. | Tribunal | Tipo de análise conduzida |
|----------------------|---|--|--|---|
| 08012.003065/2012-21 | Mercado de processamento de laranja in natura e oferta de suco de laranja concentrado | Identificação de poder de comprador relevante | Identificação de poder de comprador relevante | Análise de poder de monopólio por sobreposição horizontal. |
| 08700.000344/2014-47 | Mercado de produção de Ácido Fosfórico | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.000436/2014-27 | Setor Petroquímico e resinas PVC | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.000627/2020-37 | Mercado nacional de distribuição e varejo de calçados e artigos esportivos | Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto. | Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.000827/2020-90 | Mercado de distribuição de gás liquefeito de petróleo envasado; ii) distribuição de gás liquefeito de petróleo a granel e (iii) distribuição de gás liquefeito de petróleo propelente | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.001390/2017-14 | Mercado de licenciamento de programação e Operadoras de TV por assinatura. | Possibilidade de fechamento de mercado preocupante. | Possibilidade de fechamento de mercado preocupante. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | |
|----------------------|---|---|---|--|
| 08700.001642/2017-05 | <p>Mercado bancário - Mercado de distribuição de fundos/ativos de terceiros e Mercado de arranjos de pagamentos e emissão de cartão de crédito.</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |
| 08700.001692/2019-46 | <p>Mercado de serviço de transporte e custódia de valores</p> | <p>Poder de comprador relativo no mercado a jusante.</p> | <p>Poder de comprador relativo no mercado a jusante.</p> | <p>Análise da formação de poder com-pensatório pela operação</p> |
| 08700.001846/2020-33 | <p>Mercado de planos de saúde médico-hospitalares individuais ou familiares e coletivos empresariais</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |
| 08700.002165/2017-97 | <p>Mercado de aços longos (Mercado Regional de Compra de Sucata Ferrosa – Sudeste)</p> | <p>Identificação de poder de comprador relevante</p> | <p>Identificação de poder de comprador relevante</p> | <p>Análise de poder de monopólio por sobreposição horizontal.</p> |
| 08700.002346/2019-85 | <p>Mercado de plano médico individual/familiar; (ii) plano médico coletivo (sem segmentações); (iii) plano médico coletivo por adesão; e (iv) plano médico coletivo empresarial</p> | <p>Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto.</p> | <p>Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto.</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |

| | | | | |
|----------------------|---|---|---|---|
| 08700.003244/2019-87 | Mercado de serviços de transporte e custódia de valores com dimensão geográfica estadual e de serviços de transporte de cargas especiais, com dimensão geográfica estadual | Poder de comprador relativo no mercado a jusante. | Poder de comprador relativo no mercado a jusante. | Análise da formação de poder compensatório pela operação. |
| 08700.004185/2014-50 | Mercados de molas pneumáticas para veículos de carga pesada de peças originais, molas pneumáticas para veículos de carga pesada de peças de reposição, correias transportadoras pesadas de tecidos, correias transportadoras pesadas de cabos de aço, correias de transmissão de potência para produtos automotivos originais, correias de transmissão de potência para produtos automotivos de reposição, correias de transmissão de potência para o segmento industrial e mangueiras industriais de borracha. | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.004431/2017-16 | Mercado nacional de distribuição de produtos de investimento | Possibilidade de fechamento de mercado preocupante. | Possibilidade de fechamento de mercado preocupante. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | | |
|-----------------------|--|---|---|---|--|
| 08700.004494/2018-53 | <p>Mercado nacional de programação para TV por assinatura de conteúdo esportivo básico</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |
| 08700.005705/2018-75 | <p>Mercado de planos de saúde médico-hospitalares individual/familiar; (ii) planos de saúde médico-hospitalares coletivos; (iii) prestação de serviços médico-hospitalares (hospitais-gerais)</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |
| 08700.0065937/2016-61 | <p>Mercados de Polietileno de baixa densidade (PEBD); Etileno Vinil Acetato ou acetato de vinila (EVA); Copolímeros de acrilato, sem segmentações adicionais; Copolímeros de ácido, com subsegmentação de tipos específicos; Ionômeros, com subsegmentação de tipos específicos; Polímeros MAH, sem segmentação de tipos diferentes; Soluções compostas/formuladas (resinas de fácil abertura), sem segmentações adicionais.</p> | <p>Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto.</p> | <p>Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto.</p> | <p>Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto.</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |

| | | | | | |
|----------------------|--|--|--|--|---|
| 08700.006437/2012-13 | Mercados mundiais de GSM data clearing e soluções NRTRDE | Poder de comprador relativo no mercado a jusante. | Poder de comprador relativo no mercado a jusante. | Poder de comprador relativo no mercado a jusante. | Análise da formação de poder com-pensatório pela operação. |
| 08700.006723/2015-21 | Mercado transmissão de conteúdo da TV aberta para a operadora de TV paga | Poder de comprador relevante no mercado a jusante | Poder de comprador relevante no mercado a jusante | Poder de comprador irrelevante | Análise da formação de poder com-pensatório pela operação. |
| 08700.007621/2014-42 | Mercado de Cimento, concreto e agregados | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.008483/2016-81 | Mercados nacionais de redutores industriais e de motorreductores. | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.009363/2015-10 | Mercado nacional de arranjos de pagamento | Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto. | Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto. | Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |

| | | | | |
|----------------------|---|--|--|---|
| 08700.010266/2015-70 | <p>Mercado brasileiro e paraguai de SiC Metalúrgico e Ferro Silício</p> <p>Mercado brasileiro e paraguai de SiC Cristal Preto;</p> <p>Mercado de produtos abrasivos à base de SiC, Mercado de produtos refratários à base de SiC,</p> | Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto. | Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto. | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.002569/2020-86 | Blocos de motor de ferro fundido para veículos de passeio e comerciais leves, blocos de motor de ferro fundido para aplicações médias, pesadas e off-road, cabeçotes de motor de ferro fundido para aplicações médias, pesadas e off-road, e outros componentes em ferro fundido. | Poder de comprador irrelevante no mercado a jusante | Poder de comprador irrelevante no mercado a jusante | Análise da formação de poder compensatório pela operação. |

| | | | | |
|-----------------------|---|---|---|---|
| 08700.0001.49/2021-46 | Mercado de locação de veículos (RAC), com as dimensões geográficas nacional, municipal e por aeroporto; Mercado de gestão e terceirização de frotas (GTF), com dimensão geográfica nacional; Mercado de venda de veículos usados no atacado, com dimensão geográfica nacional; Mercado de venda de veículos usados no varejo, com dimensão geográfica nacional. | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.000726/2021-08 | Varejo de serviços móveis de voz e dados, na dimensão nacional e por área de registro (DDD); e acesso às redes móveis em atacado, na dimensão nacional e por área de registro (DDD) | Poder de comprador irrelevante | Poder de comprador irrelevante | Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical. |
| 08700.0003654/2021-42 | Varejo de autosserviço, atacado de distribuição e revenda de combustíveis | Identificação de poder de comprador irrelevante | Identificação de poder de comprador irrelevante | Análise de poder de monopólio por sobreposição horizontal. |

| | | | | |
|----------------------|--|---|---|--|
| 08700.004426/2020-17 | <p>Mercado de transporte rodoviário coletivo regular de passageiros por rota cidade origem – cidade destino; mercado nacional de intermediação e integração de conteúdo rodoviário entre viagens rodoviárias e plataformas ota; mercado nacional de comercialização de passagens rodoviárias pela internet em plataformas ota</p> | <p>Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto.</p> | <p>Possibilidade de fechamento de mercado, mas ausência de lógica econômica para tanto.</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |
| 08700.005053/2021-74 | <p>(i) distribuição de medicamentos, produtos de perfumaria e higiene pessoal e materiais para uso médico, cirúrgico, hospitalar e de laboratórios para o segmento “farma”; (ii) programas de fidelidade; e (iii) gestão de benefícios farmacêuticos, (iv) comércio varejista de drogas, medicamentos e de produtos de saúde, higiene e beleza</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Poder de comprador irrelevante</p> | <p>Análise pontual de poder de monopólio na possibilidade de fechamento de mercado a montante por integração vertical.</p> |
| 08700.007309/2021-88 | <p>mercado de óleo de soja e outros subprodutos da soja, como o farelo de soja, lecitina de soja, casca de soja, etanol e biodiesel, de âmbito nacional</p> | <p>Identificação de poder de comprador irrelevante</p> | <p>Identificação de poder de comprador irrelevante</p> | <p>Análise detalhada de poder de monopólio e análise de integração vertical.</p> |

Fonte: Elaboração própria.

A DIVERSIDADE DE GÊNERO NA ALTA ADMINISTRAÇÃO: TOKENISMO, CONEXÕES PESSOAIS E DIRETORAS DE ENFEITE

Thais Calixto de Abreu (USP, São Paulo)

Resumo: Este artigo busca contribuir para a literatura de governança corporativa, em razão da lacuna de estudos empíricos no Brasil quanto à eleição de conselheiras e diretoras frente à crescente pressão por diversidade na alta administração, norteados pela seguinte pergunta: as políticas de diversidade de gênero cumprem seu papel de permitir a participação efetiva de mulheres nos espaços de decisão da alta administração das companhias abertas brasileiras? Parte-se da hipótese de que há forte presença de tokenismo (fenômeno que indica a inclusão de poucas mulheres para mera aparência de diversidade na administração), a qual é testada a partir do mapeamento das políticas de diversidade e da composição da alta administração de 14 companhias do Novo Mercado. O resultado da pesquisa confirma essa hipótese, havendo poucas companhias pioneiras com mais de 30% de participação feminina no conselho ou na diretoria, o que é compatível com o tokenismo. Além disso, a pesquisa revela outro problema indicado pela literatura: o fenômeno das *trophy directors*, conselheiras que criam carreiras como membros independentes e participam simultaneamente da alta administração de diversas companhias – o que, por um lado, é representativo de movimento positivo de independência e profissionalização da administração das companhias abertas brasileiras, mas, por outro, pode ser indício de baixa participação destas conselheiras nas companhias em que atuam.

Palavras-chave: Governança corporativa. Diversidade de gênero. Conselho de Administração. Diretoria. Novo Mercado. Tokenismo. Conselheiros independentes.

Abstract: This article seeks to contribute to the corporate governance literature, given the lack of empirical studies in Brazil on the election of women in top management bodies in the face of growing

pressure for diversity, guided by the following question: do gender diversity policies fulfill their role in allowing the effective participation of women in the decision-making spaces of top management in Brazilian public companies? It starts from the hypotheses that despite the growing diversity policies of Brazilian companies and the greater inclusion of women in boards of directors there is a strong presence of tokenism, a phenomenon that indicates the inclusion of few women for the appearance of diversity in management, without significant efforts. That hypothesis is tested by mapping the diversity policies and the composition of top management of 14 companies listed on the Brazilian Novo Mercado. The result of the research confirms this hypothesis, there being few pioneer companies with more than 30% female participation on the board of directors, which is compatible with tokenism. In addition, the research reveals another problem indicated by the literature: the phenomenon of trophy directors, those who create careers as independent members and participate simultaneously in the top management of several companies. On the one hand, this phenomenon is representative of a positive movement towards independence and professionalization of the administration of Brazilian public companies; on the other hand, it may indicate a low participation of these board members in the companies where they work.

Keywords: Corporate governance. Gender diversity. Top Management. Board of Directors. Novo Mercado. Tokenism. Independent directors.

1. INTRODUÇÃO

A alta administração das companhias abertas é historicamente, no Brasil e no mundo, um espaço de exclusão de mulheres. Segundo dados divulgados pela B3 no final de 2021, 61% das companhias abertas registradas no Brasil não possuem diretoras estatutárias, e

45% não possuem qualquer conselheira²⁰⁵, a despeito de mulheres na faixa etária entre 25 e 64 anos serem, em média, significativamente mais instruídas que os homens em nosso país²⁰⁶.

Diante de crescente pressão da sociedade para atuação responsável das grandes companhias nas esferas ambiental, social e de governança – o que abrange a promoção da equidade de gênero – são cada vez mais frequentes discussões acerca da importância da inclusão feminina em espaços de liderança²⁰⁷, inclusive com a adoção de ações afirmativas para mulheres na alta administração em diversos países.

Apesar das diversas iniciativas nesse sentido, identifica-se ao menos três limites que subsistem ainda que haja maior inclusão das mulheres na alta administração. O primeiro é o tokenismo, situação em que, quando presentes em número minorizado em órgãos dominados por homens, as mulheres ficam sujeitas a um estado símbolo da “categoria mulher” que dificulta a atuação perante seus pares. O segundo é a eleição exclusiva de mulheres que possuem conexões pessoais com acionistas controladores ou demais membros da diretoria e do conselho ou, ainda, que são celebridades. O terceiro é o fenômeno das “diretoras de enfeite”, mulheres que ocupam simultaneamente cargos aparentemente incompatíveis em diversas companhias de grande porte. Em todos os casos, tais limites dizem respeito à inclusão de poucas mulheres para aparência de diversidade na administração, sem que essas tenham uma participação efetiva.

205 B3. **Mulheres em Ações: Um Retrato da Participação Feminina na Alta Liderança das Empresas de Capital Aberto**. 2021. P. 4. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/estudo-de-diversidade-mostra-que-ainda-faltam-mulheres-em-cargos-de-direcao.htm. Acesso em: 16 maio 2023.

206 INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Estatísticas de Gênero: Indicadores Sociais das Mulheres no Brasil**. 2ª ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2021, p. 5.

207 Dentre os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável propostos pela ONU, está “[g]arantir a participação plena e efetiva das mulheres e a igualdade de oportunidades para a liderança em todos os níveis de tomada de decisão na vida política, econômica e pública” (NAÇÕES UNIDAS BRASIL. **Igualdade de Gênero**. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs/5>. Acesso em: 16 maio 2023).

Nesse cenário, este artigo busca acrescentar à literatura de governança corporativa ao apresentar um panorama sobre as mulheres na alta administração de companhias abertas brasileiras, partindo de um recorte de 14 companhias do Novo Mercado (que, segundo renomado índice internacional, seriam líderes em matéria ESG no país), buscando compreender se as políticas de promoção da diversidade de gênero implementadas nacionalmente possibilitam a efetiva participação de mulheres em espaços de decisão da alta administração de companhias abertas brasileiras, relativamente aos parâmetros indicados pela literatura²⁰⁸.

A pesquisa empírica compreenderá a coleta de dados sobre a composição da alta administração divulgados pelas companhias em formulários de referência e relatórios anuais, em relação aos exercícios de 2020 e 2021, bem como o mapeamento de dados publicamente disponíveis a respeito das conselheiras e diretoras identificadas, e o levantamento de eventuais políticas e iniciativas das companhias para a promoção de diversidade de gênero na alta administração.

Parte-se da hipótese de que, apesar das crescentes políticas de diversidade das empresas brasileiras e da maior presença de mulheres nos altos órgãos da administração, há forte presença de tokenismo. A princípio, a literatura de governança corporativa indica que, quando as mulheres estão presentes em número inferior a 3 (três) em órgãos dominados por homens, há tokenismo²⁰⁹. No entanto, como se

208 Ao tratar de efetividade das políticas de diversidade e da participação das mulheres na alta administração, esta pesquisa tem por foco a quantidade de mulheres presentes na alta administração das companhias brasileiras, baseando-se em parâmetros indicados pela literatura de governança corporativa para a análise dos dados identificados. Optou-se por trabalhar com informações divulgadas publicamente pelas próprias companhias, porque tais informações são razoavelmente parametrizadas, de fácil acesso, e comumente utilizadas no mercado para avaliação de empresas por seus investidores, parceiros comerciais e *stakeholders* no geral. Adicionalmente, destaca-se que a análise da diversidade de gênero é inserida em debates mais amplos sobre interseccionalidade. Contudo, para fins deste artigo, trataremos apenas da questão de gênero, sem aprofundamento em marcadores específicos de raça, identidade de gênero e opção sexual, em razão da indisponibilidade sistemática desses dados nos documentos divulgados pelas companhias que serão objeto da pesquisa (em especial, no formulário de referência e em relatórios anuais).

209 Vide seção 3.3.1.

discutirá, a métrica para definição do tokenismo ainda está sujeita a debates.

A fim de tratar dos temas indicados acima, este artigo é dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. A **seção 2** aborda as justificativas para promoção da diversidade de gênero na alta administração. A **seção 3** examina os mecanismos para promoção da presença de mulheres na alta administração, bem como seus limites. A **seção 4** apresenta a metodologia e os resultados da pesquisa empírica sobre diversidade de gênero no Novo Mercado. A **seção 5** conclui.

2. A DIVERSIDADE DE GÊNERO NA ALTA ADMINISTRAÇÃO

2.1 O PAPEL DA ALTA ADMINISTRAÇÃO

A administração delegada é uma das características que define a sociedade anônima, de forma que a maioria das decisões societárias da companhia são atribuídas a um conselho (seja este unitário ou dual, como no caso brasileiro) – com exceção de mudanças tão fundamentais à continuidade da atividade empresarial que exigem deliberação da assembleia geral, como reformas do estatuto ou operações de reorganização societária²¹⁰.

Por “alta administração”, referimo-nos neste artigo a esses conselhos que, no Brasil, são chamados de diretoria e conselho de administração. Ambos são órgãos obrigatórios nas companhias abertas, aos quais compete, em geral, a administração da sociedade (nos termos do art. 138, *caput* e §2º, da Lei nº 6.404/1976)²¹¹.

210 ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Mariana. “O Que é Direito Societário?”. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **A Anatomia do Direito Societário: uma Abordagem Comparada e Funcional**. São Paulo: Singular, 2018, pp. 49-51.

211 Além do conselho de administração e da diretoria, também são órgãos obrigatórios da companhia aberta brasileira a assembleia geral e o conselho fiscal. Ao tratar de assembleia, enquanto órgão deliberativo formado por conjunto de acionistas, que podem ser pessoas físicas e jurídicas dos mais diversos perfis, não cumpre, a princípio, tratar do tema de diversidade de gênero. Já quanto ao conselho fiscal, apesar de lhe ser pertinente a discussão da diversidade de gênero, entendemos por

Na lei acionária brasileira, a diretoria possui a função de representação da companhia perante terceiros (art. 144), além de funções executivas atribuídas explicitamente pelo estatuto a cada diretor (art. 143, inciso IV). Seus membros são eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração (art. 143, *caput*).

Já o conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada, com membros eleitos pela assembleia geral, ao qual compete, dentre outras atribuições, fixar a orientação geral dos negócios da companhia, eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que o estatuto dispuser a este respeito (art. 142).

A despeito de particularidades nos órgãos da administração ao redor do mundo²¹², trataremos da alta administração de forma ampla, tendo como premissa de que a composição das diretorias e dos conselhos de administração apresenta grande importância para a governança da sociedade anônima e para a sociedade como um todo – o que será explicado em maior profundidade na seção 2.2. abaixo – e, por isso, deve ser estudada.

2.2 A JUSTIFICATIVA PARA A DIVERSIDADE NA ALTA ADMINISTRAÇÃO

Historicamente, a alta administração das grandes companhias abertas tem apresentado composição homogênea, sendo formada por círculo bastante restrito²¹³ de homens, brancos, com alto perfil

deixá-lo de fora do escopo deste estudo tendo em vista ser órgão com poderes mais limitados relativamente à alta administração, ao qual compete a fiscalização dos atos dos administradores (art. 163 da Lei nº 6.404/1976).

212 Como, por exemplo, maior ou menor poder frente aos acionistas, a depender da concentração da propriedade acionária do país, ou certas diferenças quanto à função de monitoramento. Para análise comparada entre conselhos de administração, ver ARMOUR, John; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. “A Estrutura de Governança Básica: os Interesses dos Acionistas como Classe”. In: KRAAKMAN, Reinier et al, *op. cit.*, pp. 112-115.

213 Em termos de cadeiras disponíveis, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa recomenda que o conselho de administração das companhias abertas

socioeconômico, de idade e escolaridade semelhantes²¹⁴ – os quais, vale lembrar, são indicados por acionistas controladores, que, em geral, buscam reproduzir seu próprio perfil privilegiado²¹⁵.

Esse padrão já é contestado ao menos desde a década de 1970, quando se iniciou pressão para a indicação de conselheiros independentes – que, por não terem vínculos com a companhia ou com acionistas controladores, garantiriam que as decisões do conselho de administração seriam tomadas no melhor interesse da companhia²¹⁶, evitando problemas de diversas ordens, como corrupção e escândalos ambientais²¹⁷.

tenha entre cinco e onze membros (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5ª ed. São Paulo: IBGC, 2015, p. 43). Segundo estudo sobre a composição dos conselhos no Brasil entre 2009 e 2013, a média de conselheiros efetivos era sete (BRUGNI, Talles Viana et al. Conselhos de Administração Brasileiros: uma Análise à Luz dos Formulários de Referência. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 1, pp. 146-165, 2018, p. 153).

214 “Boards have traditionally been viewed as a homogenous group of elites who have similar socioeconomic backgrounds, hold degrees from the same schools, have similar educational and professional training, and, as a result, have very similar views about appropriate business practices.” (WESTPHAL, James D.; MILTON, Laurie P. How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards. **Administrative Science Quarterly**, v. 45, n. 2, pp. 266-398, 2000, p. 366).

215 “‘Homophily’ or ‘homosocial reproduction’ – a well-known feature of CEO succession [...] – is a longstanding explanation for the lack of women CEOs. Homophily describes the tendency of individuals to surround themselves with people who share similar demographic profiles, perspectives and values. Hence, successors who resemble incumbents have a better chance of being selected. CEOs and boards, who are mostly male, are more likely to favour successors of similar age, background, experience and gender.” (BYRNE, Janice et al. Gender Gymnastics in CEO Succession: Masculinities, Femininities and Legitimacy. **Organization Studies**, v. 42, n. 1, pp. 129-159, 2021, p. 131).

216 São considerados independentes “conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização.” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, *op. cit.*, p. 45).

217 Para explicação histórica do movimento de conselheiros independentes e da percepção da necessidade de freios e contrapesos na companhia, ver PARGENDLER, Mariana. The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, pp. 359-401, 2016, pp. 375-379.

Seguindo a mesma lógica, recentemente passou-se a identificar estudos indicando que conselheiros não apenas independentes, mas representativos de perfis com experiências diversas – compreendendo diferenças em idade, profissão, gênero, raça, entre outros – contribuiriam para processos de decisão mais refletidos e adequados na condução dos negócios, bem como para a percepção positiva dos investidores, do mercado e da sociedade sobre as grandes companhias.

Nesse sentido, surge intenso movimento de *stakeholders* diversos para a inclusão de grupos subrepresentados na sociedade, como mulheres e negros, para a ocupação de lugares na alta administração das empresas²¹⁸, baseado nas mais diversas justificativas.

Por exemplo, há estudos que indicam que a presença de mulheres na alta administração contribui para maior variedade de habilidades profissionais nos conselhos, melhor compreensão dos desejos de grupos de consumidores, gestão de risco mais adequada ou, ainda, que traz benefícios relacionados à presença de administradores em reuniões e à relação de homens da alta administração com colegas mulheres que encontrem em outros conselhos no futuro²¹⁹.

218 Ainda que este artigo possua como escopo apenas a diversidade de gênero, por entender se tratar de discussão mais avançada no Brasil, por certo não se deixa de reconhecer a importância de estudos futuros sobre outros grupos subrepresentados. Para uma visão sobre o tratamento da interseccionalidade na adoção de cotas em empresas, incluindo discussões sobre a não-binaridade de gênero, ver ROSENBLUM, Darren. **Diversity and the Board of Directors: A Comparative Perspective**. 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3651026, pp. 17-19. Acesso em: 16 maio 2023. Ainda, como exemplo de excelente e recente estudo sobre diversidade racial na alta administração das companhias abertas brasileiras, ver PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **Governança Corporativa e Diversidade Racial no Brasil: um Retrato das Companhias Abertas**. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4077326>. Acesso em: 16 maio 2023.

219 Cf. (i) KIM, Daehyun; Starks, Laura T. Gender Diversity on Corporate Boards: Do Women Contribute Unique Skills? **American Economic Review: Papers & Proceedings**, v. 106, n. 5, pp. 267-271, 2016; (ii) ADAMS, Renée B. e FERREIRA, Daniel. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. **Journal of Financial Economics**, v. 94, n. 2, pp. 291-309, 2009; e (iii) BOUTCHKOVA, Maria et al. Gender Diversity and the Spillover Effects of Women on Boards. **Corporate Governance: An International Review**, v. 29, n. 1, pp. 2-21, 2021. Ainda, para um objetivo resumo da literatura sobre os efeitos da maior presença de mulheres na alta administração, ver TERJESSEN, Siri; SEALY, Ruth; SINGH, Val. Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, pp. 320-337, 2009.

Maior parte da literatura, porém, justifica a diversidade com base em benefícios de performance e consequente valorização do valor das ações da empresa. Indica-se, por exemplo, que empresas com mais mulheres na alta administração apresentam com maiores índices de *Return on Equity*, *Total Return to Shareholders* e *EBIT*, e que o efeito financeiro positivo é inequívoco quando há três ou mais mulheres na alta administração²²⁰.

No entanto, conforme conclui Daniel Ferreira, “*the business case is a bad idea anyway*”²²¹. Apesar da existência de estudos que correlacionem a presença de mulheres na alta administração à boa performance financeira da empresa, também há estudos que não encontram qualquer influência de mulheres no desempenho da companhia, ou que entendem haver relação negativa nesse sentido²²².

Foge ao escopo deste estudo avaliar essa relação, notando-se que há tantos fatores que potencialmente influenciam o valor das ações de uma empresa que é difícil afirmar com certeza o nexos causal entre

220 Cf. (i) CATALYST. **The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity**. 2004. Disponível em: https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/The_Bottom_Line_Connecting_Corporate_Performance_and_Gender_Diversity.pdf. Acesso em: 16 maio 2023; (ii) MCKINSEY & COMPANY. **Women Matter: A Latin America Perspective**. 2013. Disponível em: <https://www.empowerwomen.org/pt/resources/documents/2014/6/women-matter-a-latin-american-perspective?lang=en>. Acesso em: 16 maio 2023; e (iii) BRAHMA, Sanjukta; NWAFOR, Chioma; BOATENG, Agyenim. Board Gender Diversity and Firm Performance: The UK Evidence. **International Journal of Finance & Economics**, v. 26, pp. 5704-5719, 2021.

221 “Current research does not really support a business case for board gender quotas. But it does not provide a case against quotas either. There is little hope that any (credible) research will ever do so. Causal effects will always be too hard to estimate, unless governments unintentionally help us with badly designed policies that randomly assign quotas to some firms and not to others. I do not think that the lack of evidence that female board representation improves profitability is a problem. The business case is a bad idea anyway. When discussing policies that promote women in business, it is better to focus on potential benefits to society that go far beyond narrow measures of firm profitability.” (FERREIRA, Daniel. Board Diversity: Should We Trust Research to Inform Policy? **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 2, pp. 108-111, 2015, p. 110).

222 Por exemplo, cf. ADAMS, Renée B. e FERREIRA, Daniel, *op. cit.* Para um estudo brasileiro nesse sentido, ver MARGEM, Helena Rangel. **Participação das Mulheres no Conselho de Administração e Diretoria, Valor e Desempenho das Companhias Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro, 2013.

a maior presença de mulheres e a valorização do *shareholder value*, o que torna inadequado que esse seja o argumento mais forte para a promoção da diversidade de gênero.

Dessa forma, é importante ressaltar a existência de debates sobre os impactos da diversidade da alta administração de grandes companhias não apenas no âmbito interno à empresa, mas também na resolução de problemas de interesse de *stakeholders* amplamente considerados, principalmente tendo em vista o porte das grandes companhias abertas no mundo globalizado e a influência destas na sociedade em geral²²³.

Por exemplo, há estudos indicando a correlação entre diversidade e responsabilidade social corporativa, com maior transparência quanto a questões sociais e ambientais e consequente reputação perante *stakeholders*²²⁴. Refere-se, ainda, à diversidade de gênero na alta administração como propulsora da diversidade de gênero em geral, trazendo efeitos positivos para a experiência de outras empresas e mulheres, pela simbólica (mas significativa) inspiração que a presença de uma mulher na liderança pode representar para outras²²⁵.

223 Além disso, vale lembrar que, mesmo se tratando do âmbito interno da empresa, cada vez mais parece inadequado defender que o valor de uma empresa é baseado apenas no valor de suas ações. Cf. aponta Lynn Stout, o entendimento de que a maximização *shareholder value* é o único objetivo sociedade anônima não advém de exigências legais (mas de escolhas da administração), e desconsidera que acionistas podem ter perfis e interesses diversos que vão além do retorno financeiro em curto prazo (STOUT, Lynn. The Shareholder Value Myth. **Cornell Law Faculty Publications**, Paper 771, 2013. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2311&context=facpub>. Acesso em: 16 maio 2023).

224 Ver, por exemplo, (i) BEAR, Stephen; RAHMAN, Noushi; POST, Corinne. The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. **Journal of Business Ethics**, v. 97, pp. 207-221, 2010; e (ii) ISSA, Ayman; FANG, Hong-Xing. The Impact of Board Gender Diversity on Corporate Social Responsibility in the Arab Gulf States. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 34, n. 7, pp. 577-605, 2019.

225 SEALY, Ruth; SINGH, Val. The Importance of Role Models in the Development of Leaders' Professional Identities. In: James, Kim Turnbull; Collins, James (eds.). **Leadership Perspectives: Knowledge into Action**. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2008, pp. 208-223.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESIGUALDADE SOCIAL

Além dos argumentos apresentados acima em favor da diversidade de gênero, que são comumente tratados pela literatura, é importante notar que a governança corporativa brasileira apresenta uma peculiaridade que torna ainda mais relevante a discussão sobre a composição da alta administração por aqui. Conforme tese de Carlos Portugal Gouvêa, a estrutura da governança corporativa no Brasil tanto reflete como reforça a desigualdade social intrínseca à estrutura brasileira, marcada por patriarcalismo e racismo, com exclusão sistemática de minorias²²⁶.

Por estarmos diante de um país com prevalência do poder dos acionistas controladores²²⁷ – que, por sua vez, formam verdadeiro “capitalismo de laços”²²⁸, concentrado em poucas famílias com influência nas esferas pública e privada – há indícios de que, apesar de esforços para garantia de independência na alta administração, sejam eleitos apenas indivíduos que já participem desse seleto grupo em razão de relações familiares ou pessoais, e que acabam por reforçar a distribuição desigual de renda na sociedade brasileira²²⁹.

226 “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 social. [...] 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 sociais. O ambiente corporativo está inserido dentro desses sistemas sociais, sendo regulado não apenas pela lógica econômica do mercado, mas também pelas relações sociais e políticas. 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.” (*op. cit.*, p. 5).

227 Sobre a estrutura de controle concentrado e a “disfunção societária” brasileira, ver SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2019, pp. 182-174.

228 Na nomenclatura de Sérgio Lazzarini em **Capitalismo de Laços: os Donos do Brasil e suas Conexões**. São Paulo: Campus, 2011.

229 Como panorama da gravidade desse cenário, nota-se que a remuneração média mensal dos conselheiros e diretores estatutários das companhias abertas brasileiras em 2020 foi de R\$ 46.256,00 e R\$ 241.697,00, respectivamente, o que equivale a aproximadamente 38 e 199 vezes o valor do salário-mínimo vigente (considerando o

No âmbito da diversidade de gênero, não são raros os no Brasil casos em que mulheres da família passam a ocupar cargos na alta administração, ainda que a companhia possua porte que não mais se compatibiliza com a governança familiar – o que indica que a presença de mulheres não necessariamente implica maior independência dos conselhos e diretorias – servindo, em repetidas ocasiões, para manter a estrutura de poder preexistente²³⁰.

Nesse sentido, em vista da importância do estudo da governança corporativa para possíveis mudanças estruturais da sociedade brasileira, cumpre analisar o cenário atual da diversidade de gênero nas empresas brasileiras, especialmente frente ao panorama internacional de iniciativas para promoção da diversidade na alta administração.

3. A PROMOÇÃO DA DIVERSIDADE E SEUS LIMITES

3.1 MECANISMOS PARA A PROMOÇÃO DA DIVERSIDADE AO REDOR DO MUNDO

Tendo em vista as pressões para crescente diversidade na alta administração, vários países vêm adotando medidas, mais ou menos incisivas, para promover a presença de mulheres, principalmente após o exemplo da Noruega que, em 2003, passou a exigir em sua lei acionária limites mínimos de 33% a 50% de presença (conforme o

valor de R\$ 1.212,00 recentemente estabelecido na Lei nº 14/358/2022). A remuneração máxima, por sua vez, alcançou os valores de R\$ 529.919,00 para conselheiros e R\$ 2.170.885,00 para diretores – equivalente a 437 e 1.791 vezes o salário-mínimo. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Remuneração dos Administradores**. 8ª ed. São Paulo: IBGC, 2022, pp. 14, 18). Ainda sobre a relação entre governança corporativa e desigualdade, ver BROU, Daniel et al. Corporate Governance and Wealth and Income Inequality. **Corporate Governance: an International Review**, v. 29, n. 6, pp. 612-529, 2021.

230 Ver, por exemplo, ERTEL, Lurdete. Conheça os Jovens Sucessores em Empresas Familiares: Nova Geração de Herdeiros vem Assumindo a Gestão de Grandes Companhias. **Forbes**, 5 maio 2018. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2018/05/conheca-os-jovens-sucessores-em-empresas-familiares/#foto1>. Acesso em: 16 maio 2023.

número de cadeiras disponíveis²³¹) dos gêneros feminino e masculino no conselho de companhias com participação estatal, sob pena de dissolução da companhia caso não cumprisse a exigência no prazo determinado.

Conforme bem resumido por Darren Roseblum, os mecanismos para incentivar a diversidade na alta administração vão desde remédios privados advindos do próprio mercado até cotas obrigatórias, com penalidades severas às companhias que não seguirem a legislação²³². Sem a pretensão de esgotar os mecanismos para promoção da diversidade ao redor do mundo, vale ressaltar alguns exemplos notáveis que podem ser úteis para compreensão do cenário brasileiro frente ao panorama internacional²³³.

Seguindo o modelo norueguês, a França adotou, em 2011, legislação bastante similar quanto à representação igualitária dos sexos feminino e masculino, porém extensiva a companhias abertas que atinjam certo número mínimo de empregados e volume de negócios²³⁴.

231 “The exact percentage of gender representation required for each company varies proportionally to the size of the board, but boards with over ten members must maintain a forty percent ratio for each gender. The forty percent requirement does not apply to board of nine or fewer members because it would practically result in a representational requirement of fifty percent. If the board is between two and nine members, the law prescribes that individuals of both gender must hold positions.” (ROSEMBLUM, Darren. *Feminizing Capital: a Corporate Imperative*. **Berkeley Business Law Journal**, v. 6, n. 1, pp. 55-95, 2009, p. 63).

232 ROSEMBLUM, 2020, *op. cit.*, p. 7.

233 Para estudos comparativos aprofundados sobre os mecanismos de promoção da diversidade ao redor do mundo, ver (i) DELOITTE. **Women in the Boardroom: A Global Perspective**. 2022. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/gx-women-in-the-boardroom-seventh-edition.pdf>. Acesso em: 16 maio 2023; e (ii) TERJESEN, Siri; AGUILERA, Ruth V.; LORENZ, Ruth. *Legislating a Woman’s Seat on the Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors*. **Journal of Business Ethics**, v. 128, pp. 233-251, 2015.

234 Art. 1º da *Loi 2011-103 du 27 janvier 2011*: “Le conseil d’administration est composé en recherchant une représentation équilibrée des femmes et des hommes. [...] La proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et, à l’issue de la plus prochaine assemblée générale ayant à statuer sur des nominations, dans les sociétés qui, pour le troisième exercice consécutif, emploient un nombre moyen d’au moins cinq cents salariés permanents et présentent un montant net de chiffre d’affaires ou un total de bilan d’au moins 50 millions d’euros. Dans ces mêmes sociétés, lorsque le conseil d’administration est composé au plus de huit membres,

Como consequência do descumprimento da lei, são consideradas nulas as nomeações de administradores em desconformidade à participação igualitária exigida²³⁵.

Já na América Latina, tanto a Argentina como o Chile passaram a adotar ações afirmativas para equidade de gênero. A Argentina exige desde 2020 a participação igualitária dos gêneros nos órgãos de administração e fiscalização, com a mesma quantidade de homens e mulheres – exceto quando o número de membros do órgão for ímpar, caso em que deverá haver no mínimo um terço de mulheres²³⁶. No Chile, por sua vez, há um teto de 60% de participação de cada gênero em empresas com participação estatal acima de 50%²³⁷. Em ambos os casos, não se nota sanção específica em caso de descumprimento.

l'écart entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux. [...]"

235 Art. 1º da *Loi 2011-103 du 27 janvier 2011*: “[...] Toute nomination intervenue en violation du premier alinéa et n’ayant pas pour effet de remédier à l’irrégularité de la composition du conseil est nulle. Cette nullité n’entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l’administrateur irrégulièrement nommé.”

236 Art. 1º da *Resolución General 34/2020*: “A partir de la entrada en vigencia de esta resolución las asociaciones civiles en proceso de constitución; las simples asociaciones que soliciten su inscripción en el registro voluntario; las sociedades anónimas que se constituyan, en cuanto estuvieren o quedaren comprendidas en el artículo 299, de la Ley N° 19.550, excepto las abarcadas por los incisos 1º, 2º y 7º, las fundaciones con un consejo de administración de integración temporaria y electiva y las Sociedades del Estado (Ley N° 20.705) deberán incluir en su órgano de administración, y en su caso en el órgano de fiscalización, una composición que respete la diversidad de género, estableciendo una composición de los órganos referidos que esté integrado por la misma cantidad de miembros femeninos que de miembros masculinos. Cuando la cantidad de miembros a cubrir fuera de número impar, el órgano deberá integrarse de forma mixta, con un mínimo de un tercio de miembros femeninos.”

237 Artigo único da *Ley 21356*: “Las personas de un mismo género no podrán exceder el sesenta por ciento del total de los miembros de los directorios de las siguientes entidades: a) Empresas públicas creadas por ley, cuyos directores son designados por acuerdo del Consejo de la Corporación de Fomento de la Producción o de alguno de aquellos Comités a que se refiere el artículo 7º del decreto con fuerza de ley N° 211, de 1960, del Ministerio de Hacienda, al que dicho Consejo delegue expresamente esta función, y b) Sociedades en que el Estado tenga una participación superior al cincuenta por ciento del capital a través de la Corporación de Fomento de la Producción, y cuyos directores son designados por esta última a través del Comité Sistema de Empresas Públicas SEP, al que el Consejo de la Corporación delega expresamente esa función. En el caso de directorios compuestos por 3 integrantes, las personas del mismo género no podrán exceder de 2.”

Vale notar, ainda, a existência de mecanismos de autorregulação presentes em países de *common law* como Reino Unido e Canadá, em que Códigos de Governança Corporativa estabelecem recomendações sobre diversidade na alta administração bem como exigem transparência sobre a composição dos conselhos, em modelo “pratique ou explique”²³⁸.

3.2 INICIATIVAS BRASILEIRAS

Já no Brasil, não há qualquer mecanismo de cotas para mulheres em companhias abertas. Em 2010, foi submetido ao Senado, pela então Senadora Maria do Carmo Alves, o Projeto de Lei nº 112/2012, o qual inicialmente estabelecia o mínimo de 40% de participação feminina nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista – percentual a ser atingido gradualmente, com limites mínimos a cada dois anos²³⁹.

A justificativa do projeto fundamenta o percentual de 40% em estatísticas que indicam que “o nível de ocupação das mulheres no mercado de trabalho é superior a 47% e também revelam que as mulheres são a maioria da população brasileira, correspondendo a 51,3% das pessoas que habitam o País”²⁴⁰.

A literatura criticou o projeto na medida em que não apresentava penalidades para as empresas que não cumprissem os limites mínimos exigidos, nem requeria que o percentual de 40% se referisse a cadeiras

238 Para explicação mais detalhada desses mecanismos, ver ROSEMBLUM, 2020, pp. 13-14.

239 Art. 2º do Projeto de Lei nº 112/2010: “Art. 2º Nos conselhos de administração das empresas públicas e das sociedades de economia mista de que trata esta Lei, pelo menos quarenta por cento dos membros serão mulheres.

Parágrafo único. Fica facultado às empresas o preenchimento gradual dos cargos definidos no caput, desde que respeitados os limites mínimos a seguir definidos: I – dez por cento, até o ano de 2016; II – vinte por cento, até o ano de 2018; III – trinta por cento, até o ano de 2020; IV – quarenta por cento, até o ano de 2022.”

240 SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei nº 112/2010**. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=2958299&ts=1630418323735&disposition=inline>. Acesso em: 16 maio 2023.

de membros efetivos do conselho de administração (evitando que mulheres sejam indicadas apenas para posições de suplentes)²⁴¹. No entanto, à época se reconhecia a importância da iniciativa, ainda que limitada a sociedades com participação da União, ressaltando-se a possibilidade de engatilhar avanços também para a governança do setor privado²⁴².

Mais recentemente, em 08/03/2021, foi submetido à Câmara dos Deputados o Projeto de Lei nº 785/2021, de autoria da Deputada Tabata Amaral, o qual estabelece cota obrigatória mínima de 30% de participação feminina em cargos titulares nos conselhos de administração não apenas de empresas públicas e sociedades de economia mista, mas também de companhias abertas.

Conforme a justificativa do Projeto de Lei nº 785/2021²⁴³, buscou-se avançar no debate inicialmente proposto no Projeto de Lei nº 112/2012 a partir da **(i)** inclusão de cotas em companhias abertas; **(ii)** alteração da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 13.303/2016 para inclusão de regras de *disclosure* sobre políticas de equidade de gênero; e **(iii)** criação de sanções, consubstanciadas nas penalidades previstas na Lei nº 6.385/1976, bem como anulação das eleições de conselheiros em infração em desconformidade com os limites estabelecidos – com aparente inspiração na lei francesa – e impossibilidade de eleição de novo conselheiro sem comprovação de aderência à lei²⁴⁴.

241 DI MICELI DA SILVEIRA, Alexandre; DONAGGIO, Angela Rita Franco; SICA, Lígia Paula Pires Pinto; RAMOS, Luciana. **Women's Participation in Senior Management Positions: Gender Social Relations, Law and Corporate Governance**. 2014. Pp. 19-20. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2508929>. Acesso em: 16 maio 2023.

242 *Id.*, p. 20.

243 SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei nº 785/2021**. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2273356&fichaAmigavel=nao>. Acesso em: 16 maio 2023.

244 Art. 5º do Projeto de Lei nº 785/2021: “Art. 5º. Sem prejuízo da aplicação de multa e demais penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração aos preceitos dessa Lei ensejará a anulação da deliberação que tenha eleito membro do conselho de administração em desconformidade com os percentuais estipulados nessa Lei.

Os projetos de lei citados acima demonstram tentativas de aderência aos novos padrões internacionais de governança corporativa no que diz respeito à participação feminina na alta administração. No entanto, nenhum deles foi aprovado até o presente momento²⁴⁵, e ainda há pouca repercussão na mídia para tanto – o que parece indicar que um outro caminho para a promoção da diversidade no Brasil, ainda que, a princípio, menos estrutural e mais limitado, seja o da autorregulação.

Um primeiro passo nesse sentido parece ser a Resolução CVM nº 59/2021, que alterou o item 10.1 do formulário de referência a ser apresentado anualmente pelas companhias abertas a fim de exigir informações sobre a identidade declarada de gênero dos empregados da companhia²⁴⁶.

Por mais que ainda seja uma iniciativa restrita, no sentido de estabelecer mero dever informacional, a ampla divulgação de dados sobre a identidade declarada de gênero dos membros da alta administração poderá tornar este um fator relevante de influência às decisões de investidores, além de facilitar pesquisas no campo da governança corporativa.

Mais recentemente, vale também notar a iniciativa da B3 que, no âmbito da Audiência Pública nº 01/2022-DIE²⁴⁷, apresentou ao mercado uma proposta de Anexo ao Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários, a fim de exigir das

§1º A sociedade empresarial infratora ficará impossibilitada de eleger novo conselheiro ou de reeleger os conselheiros atuais até que comprove a aderência aos percentuais fixados nesta Lei.

§2º Caberá ao Tribunal de Contas da União a fiscalização da implementação dos preceitos desta Lei por sociedades empresariais mencionadas no art. 1º desta Lei, mas que não estejam submetidas à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários.”

245 O Projeto de Lei nº 785/2021, inclusive, foi retirado de tramitação em 28/04/2021 a pedido da autora.

246 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 59**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>. Acesso em: 16 maio 2023.

247 B3. **Revisão do Regulamento de Emissores**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/processo-de-revisao-do-regulamento-de-emissores.htm. Acesso em: 16 maio 2023.

empresas listadas, em modelo “pratique ou explique”, a “eleição, como membro titular do conselho de administração ou da diretoria estatutária de, pelo menos (i) 1 (uma) mulher e (ii) 1 (um) membro de comunidade minorizada” até o ano de 2026²⁴⁸.

Por mais que a proposta da B3 seja passível de críticas (em razão de abrir brechas ao tokenismo pela possibilidade de cumulação das características “mulher” e “comunidade minorizada” em uma mesma pessoa para fins de cumprimento da regulamentação, ou até mesmo pelo uso do termo “comunidade minorizada”, por exemplo)²⁴⁹, a reação negativa de parte significativa dos manifestantes da Audiência Pública demonstra que a exigência de mulheres na alta administração ainda encontra forte resistência no Brasil, de forma que propostas que avancem a agenda da diversidade, ainda que não sejam ideais, são necessárias²⁵⁰.

248 Arts. 3º e 4º da Minuta de Anexo Sobre Matérias ASG: “Art. 3º. Medida ASG 111: eger como membro titular do conselho de administração ou da diretoria estatutária, pelo menos: I. 1 (uma) mulher, assim entendida como qualquer pessoa que se identifique com o gênero feminino, a despeito do sexo designado em seu nascimento; e II. 1 (um) membro de comunidade minorizada, assim entendido como qualquer pessoa que (a) se autodeclare “preta” ou “parda”, segundo classificação apresentada pelo IBGE, (b) se identifique como integrante da comunidade LGBTQIA+, ou (c) seja considerada pessoa com deficiência, nos termos da Lei 13.146/2015. Parágrafo único. O mesmo Administrador poderá acumular as duas características previstas nos incisos I e II do caput.”;

“Art. 4º. A medida prevista no artigo anterior deverá ser adotada, ou ter a justificativa para sua não adoção apresentada, até o prazo de atualização anual obrigatória do formulário de referência: I. do ano subsequente à listagem, para ao menos um dos incisos; e II. do segundo ano subsequente à listagem, para ambos os incisos. Parágrafo único. Os anos referidos nos incisos do caput: I. Em relação às companhias já listadas na data de início da vigência deste Anexo, ficam fixados como sendo os anos de 2025 e 2026, respectivamente; e II. No caso de SPAC, terão como referencial não a data de listagem do emissor, mas sim a de realização da combinação de negócios com a empresa-alvo.”

249 Para relevante crítica sobre a proposta da B3, ver AMPARO, Thiago. Tokenismo e Inclusão na Bolsa. **Folha**, 14 set. 2022. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/thiago-amparo/2022/09/tokenismo-e-inclusao-na-bolsa.shtml>. Acesso em: 16 maio 2023.

250 Sobre a resistência do mercado brasileiro frente às medidas ASG propostas pela B3, ver o pertinente comentário de COPOLA, Marina. Consulta Pública da B3 sobre Diversidade em Conselhos é Alvo de Insultos. **O Globo**, 05 out. 2022. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/blogs/capital/post/2022/10/consulta-publica-da-b3-sobre-diversidade-em-conselhos-e-alvo-de-insultos.ghtml>. Acesso em: 16 maio 2023.

3.3 LIMITES DA DIVERSIDADE DE GÊNERO: TOKENISMO, CONEXÕES PESSOAIS E DIRETORAS DE ENFEITE

Não obstante a adoção dos referidos remédios internacionalmente, a literatura de governança corporativa identifica alguns problemas que subsistem, integral ou parcialmente, mesmo com crescente participação das mulheres na alta administração, quais sejam: **(i)** o tokenismo; **(ii)** a eleição de mulheres com conexões pessoais a indivíduos relacionados à companhia; e **(iii)** o fenômeno das diretoras de enfeite. Cada um deles será abordado nas subseções a seguir.

3.3.1 TOKENISMO

Um primeiro limite quanto às iniciativas de promoção da diversidade de gênero diz respeito ao tokenismo – termo derivado do inglês *token* (símbolo). Rosabeth Kanter descreve de forma pioneira o tokenismo *token* ao identificar situações em que, dentro de determinado grupo, uma minoria é tratada tão somente como “símbolo” das características daquela minoria, sem reconhecimento da independência de cada indivíduo²⁵¹. Mais especificamente no caso de mulheres em ambiente de trabalho, há tokenismo quando as poucas mulheres que ocupam espaço dominados por homens ficam sujeitas a tal estado de “símbolo”, sendo tratadas como representantes da categoria “mulher” em detrimento de sua individualidade²⁵².

251 “Wherever occupational sex segregation has been in effect, as it has in the managerial and professional ranks of corporations like Indsco, those women who do break into men’s territories find themselves in the position of the very few among the very many. This position as “tokens” (representatives of their category rather than independent individuals) accounts for many of the difficulties such numerically scarce people face in fitting in, gaining peer acceptance, and behaving ‘naturally.’” (KANTER, Rosabeth Moss. **Men and Women of the Corporation**. 2ª ed. Nova Iorque: Basic Books, 1993, p. 26).

252 “Those women who were few in number among male peers and often had ‘only woman’ status became tokens: symbols of how-women-can-do, stand-ins for all women. Sometimes they had the advantages of those who are ‘different’ and thus were

Os efeitos do tokenismo são comumente descritos por Kanter a partir dos conceitos de visibilidade, polarização e assimilação. Segundo a autora, na perspectiva da mulher *token*, como minoria, ela ganha uma visibilidade indesejada, sendo percebida pelo grupo dominante apenas por suas diferenças, que a isola e pressiona para que faça jus ao estereótipo de mulher que lhe é projetado²⁵³. Há pressão sobre a mulher, pois, caso falhe em suas tarefas, essa falha não é vista como falha individual, mas sim como falha da categoria mulher.

A criação de estereótipos sobre mulheres é evidente a partir de indícios de que, havendo ao menos uma mulher ocupando cargo na alta administração, tem-se a percepção de que se atingiu nível de representação suficiente, o que mitiga esforços para a inclusão de novas mulheres, na ausência de regras exigindo maior participação²⁵⁴.

Estudos posteriores a Kanter avançam seus argumentos sobre os efeitos negativos do tokenismo sobre mulheres ao demonstrar que a sub-representação no ambiente de trabalho não é suficiente para explicar completamente o fenômeno, existindo também fatores sociais que agravam a situação da mulher *token*, relativamente ao homem *token*²⁵⁵.

Nesse sentido, além do problema do mero preenchimento de maior número de cadeiras da alta administração por mulheres,

highly visible in a system where success is tied to becoming known. Sometimes they faced the loneliness of the outsider, of the stranger who intrudes upon an alien culture and may become self-estranged in the process of assimilation.” (KANTER, *op. cit.*, p. 324).

253 “Partly as a result of their visibility, they will have applied to them by the dominants many of the stereotypes associated with their type (for women, emotional, intuitive, not rational). Dominant group members more readily stereotype tokens than other categories of persons found in greater numbers. As the token’s type increases in number, her visibility may decrease ‘because each individual becomes less surprising, unique or noteworthy’” (BRANSON, Douglas M. **No Seat at the Table: How Corporate Governance and Law Keep Women Out of the Boardroom**. Nova Iorque: New York University Press, 2007, p. 111).

254 “Tokenism, like low opportunity and low power, set in motion self-perpetuating cycles that served to reinforce the low numbers of women and, in the absence of external intervention, to keep women in the position of token.” (KANTER, *op. cit.*, p. 328).

255 YODER, Janice D.; SINNETT, Laura M. Is It All in the Numbers? A Case of Tokenism. **Psychology of Women Quarterly**, v. 9, n. 3, 1985, pp. 413-418.

questiona-se a efetividade da presença delas. Por exemplo, há dúvidas se a mulher, sozinha em um conselho composto por homens, consegue compartilhar suas ideias, ser ouvida e contribuir para o processo de tomada de decisões. A literatura sugere que, ainda que haja duas mulheres, a participação feminina proporcionalmente inferior não evita o problema do tokenismo²⁵⁶.

Apesar de não ser possível identificar um número ideal de mulheres que evite essa situação em todas as companhias, entende-se que apenas a partir da presença de três mulheres que se torna possível a criação de uma “massa crítica” que permite a participação efetiva das mulheres na tomada de decisões, sem a limitação do fator gênero. Isso se dá na medida em que, estando em três, elas conseguem demonstrar o que deveria ser óbvio – que mulheres são seres individuais, com diferenças entre si, e que podem contribuir para assuntos além da representação de seu gênero²⁵⁷.

Ainda assim, se deve buscar apenas a criação de uma massa crítica mínima ou a representação equitativa das mulheres na alta administração (em linha com as iniciativas internacionais descritas anteriormente)²⁵⁸? Ao menos um estudo procurou enfrentar diretamente a teoria da massa crítica, demonstrando que, na realidade, é uma distribuição balanceada entre gêneros (com proporções de mulheres variando entre 40% e 60%) que traz efeitos positivos em termos de performance empresarial²⁵⁹. No mesmo sentido, afirma

256 “A mere shift in absolute numbers, then, as from one to two tokens, could potentially reduce stresses in a token’s situation even while relative numbers of women remained low. But two were also few enough to be rather easily divided and kept apart. It would appear that larger numbers are necessary for supportive alliances to develop in the token context.” (KANTER, *op. cit.*, pp. 373-374).

257 São exemplos de estudos empíricos que confirmam tal hipótese: (i) KONRAD, Alison M.; KRAMER, Vicki; ERKÜT, Sumru. The Impact of Three or More Women on Corporate Boards. **Organizational Dynamics**, v. 37, n. 2, pp. 145-164, 2008; (ii) TORCHIA, Mariateresa; CALABRÒ, Andrea; HUSE, Morten. Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, v. 102, pp. 299-317, 2011; e (iii) BRAHM; NWAFOR; BOATENG, *op. cit.*

258 Vide seção 3.1. acima.

259 LAFUENTE, Esteban M. G.; VAILLANT, Yancy. Balance rather than Critical Mass or Tokenism: Gender Diversity, Leadership and Performance in Financial Firms. **International Journal of Manpower**, v. 40, n. 5, pp. 894-916, 2019.

Douglas Branson: “*In a larger group, one may be one of two, or even three, who are different, and still be a token.*”

*Two women in a group of twenty-five to thirty are tokens*²⁶⁰.

Levando em conta essas preocupações que contrariam ao menos parcialmente a teoria da massa crítica, a pesquisa empírica empreendida na seção 4 abaixo se atentará não apenas números absolutos de mulheres na alta administração, mas também para a porcentagem de representação feminina.

3.3.2 CONEXÕES PESSOAIS

A despeito de eventuais barreiras sociais entre as *tokens* e o resto do grupo, a literatura indica que essas diferenças podem ser minimizadas se o indivíduo minoritário possuir conexões prévias que criem sensação de similaridade com a maioria²⁶¹. Isso nos leva a um segundo limite da diversidade de gênero na alta administração: o fato de que muitas mulheres acabam sendo indicadas apenas para cumprir determinada cota e aliviar pressões por diversidade – por exemplo, sendo indicadas apenas para cargos de suplentes, sem possibilidade de participação efetiva em reuniões.

Seguindo essa lógica, conseguem participar da alta administração apenas mulheres que perpetuam o ciclo de indicações do *old boys’ club*²⁶² – em especial, mulheres que possuem algum tipo de conexão

260 BRANSON, *op. cit.*, p. 110.

261 “In general, the results support our overarching proposition that obstacles to minority influence in strategic decision making can be avoided by prior experiences or social network ties that enable minority directors to create the perception of similarity to the majority. Moreover, the findings provided consistent evidence that minority directors actually enjoyed significantly more influence over decision making than majority directors if they (or majority directors) had relatively high levels of minority versus majority experience on other boards or if they had relatively strong social connections with majority directors through common board memberships and/or third-party board ties. The results also suggest that, in the absence of minority role experience or social ties to the majority, minority directors are less influential than majority directors.” (WESTPHAL, James D.; MILTON, Laurie P., *op. cit.*, p. 389).

262 “The reality is that the majority of board appointments continue to be made in a largely informal process, wherein currently serving directors turn to those within

pessoal com acionistas controladores ou demais membros da diretoria e do conselho, principalmente relações diretas de parentesco²⁶³. Em muitos casos, ainda que com base em critérios estritamente de mérito e competência profissional, a mulher não fosse escolhida para determinado cargo, frente a candidatos mais qualificados, a relação familiar é determinante para sua eleição²⁶⁴.

Apesar do estigma do nepotismo, no sentido de conselheiras e diretores eleitas em razão de relações familiares não possuem competência profissional suficiente para atuar nesses cargos de poder – por muitas vezes justificado – ele não é absoluto, sendo perfeitamente possível que filhas, esposas e outras familiares estudem e estejam aptas a performar as tarefas que lhe são exigidas por mérito próprio²⁶⁵. Isso

their circles. The proverbial “old-boy” networks exist, fed by family, clan, school and business relations. Thus, it is difficult for any new faces to enter the boardroom. Few boards have Nominations Committees with formal processes for recruiting new board members. Those boards that have appointed women tend to select those with highly visible roles with whom some members are already familiar, so the same women continue to be asked to do board service.” (AFRICAN DEVELOPMENT BANK, **Where Are the Women: Inclusive Boardroom in Africa’s Top Listed Companies?** 2015. Pp. 43-44. Disponível em: https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/Where_are_the_Women_Inclusive_Boardrooms_in_Africa’s_top-listed_companies.pdf. Acesso em: 16 maio 2023).

263 Em estudo que a presença de mulheres na alta administração de empresas italianas, por exemplo, encontrou-se ligação significativa entre mulheres com ligações familiares com o controlador, e ausência de indicações baseadas em mérito (BIANCO, Magda; CIAVARELLA, Angela; SIGNORETTI, Rossella. Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 2, pp. 129-144, 2015). No mesmo sentido, RIGOLINI, Alessandra; HUSE, Morton. Women and Multiple Board Memberships: Social Capital and Institutional Pressure. **Journal of Business Ethics**, v. 169, n. 3, pp. 443-459, 2019.

264 Conforme estudo sobre a participação de mulheres em companhias abertas brasileiras entre os anos de 1997 a 2012: “We observe that family control is associated with a higher proportion of women on the board but is not related to a higher proportion of women on the senior management team. These results indicate that the higher proportion of women on boards of family companies seems to be due to their belonging to the controlling family and not because these companies actively seek to promote greater retention of talent and gender diversity. Another fact that confirms this conclusion is that the number of women in family-controlled companies is negatively associated with the proportion of women classified as independent board members.” (DI MICELI DA SILVEIRA, Alexandre; DONAGGIO, Angela Rita Franco; SICA, Lígia Paula Pires Pinto; RAMOS, Luciana, *op. cit.*, pp. 14-15).

265 Em pesquisa com diretores e conselheiros da alta administração brasileira realizada pela Fundação Getúlio Vargas, foram relatados esforços para profissionalizar

não exclui, porém, eventuais privilégios que obtiveram nesse caminho até a alta administração, como a possibilidade de educação adequada e de *networking* facilitado.

Além das relações familiares, a literatura identifica um fenômeno similar (na medida em que possivelmente indicaria que o elemento determinante para a indicação de uma mulher para a alta administração não é sua qualificação específica para o cargo, mas sim demais atributos pessoais que não necessariamente o que se tipicamente espera do currículo de conselheiras ou diretoras), consistente na indicação de mulheres celebridades para a alta administração. Segundo Douglas Branson, isso é bastante frequente nos Estados Unidos²⁶⁶. No Brasil, por sua vez, temos o notório exemplo da indicação da cantora Anitta ao conselho de administração do Nubank²⁶⁷, que suscitou debates diversos sobre a indicação de profissionais para a alta administração sem experiência prévia em cargos semelhantes²⁶⁸. Sem a pretensão de esgotar o tema, nota-se que uma possível justificativa para a indicação de celebridades para a alta administração pode ter efeitos positivos relacionados à visibilidade da companhia²⁶⁹.

grupos familiares e evitar que profissionais qualificados sejam vistos apenas como “filhos do dono”: “Outra respondente de uma empresa familiar também destacou a importância de modernização de grupos familiares e da gestão profissional, deixando a família apenas nos órgãos de governança superior (conselhos). [...] Também chama atenção o fato dos herdeiros de empresas familiares terem uma preocupação em não serem vistos apenas como ‘filhos dos donos’, mas sim como executivos experientes e competentes. Assim, nota-se que um deles atuou no mercado antes de ingressar no negócio da família e outro trabalhou na empresa familiar desde cargos iniciais (estoquista) até chegar à presidência.” (SICA, Lígia Paula Pires Pinto; VENTURINI, Anna Carolina. **O Que Elas Dizem? Motivos da Sub-representação de Mulheres em Cargos da Alta Administração**. São Paulo: FGV Direito SP, 2019, p. 10).

266 BRANSON, *op. cit.*, pp. 93-94.

267 NUBANK. **Anitta é a Nova Membro do Conselho do Nubank**. 21 jun. 2021. Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/anitta-nubank-membro-conselho/>. Acesso em: 16 maio 2023.

268 CAPITAL ABERTO. **Famosos no Conselho de Administração: Uma Boa Ideia?** 6 out. 2021. Disponível em: <https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/famosos-no-conselho-de-administracao-uma-boa-ideia/>. Acesso em: 16 maio 2023.

269 FERRIS, Stephen P. et al. Reaching for the Stars: the Appointment of Celebrities to Corporate Boards. **International Review of Economics**, v. 58, pp. 337-358, 2011.

3.3.3 DIRETORAS DE ENFEITE

O terceiro limite identificado pela literatura, por fim, remete à presença de *trophy directors*, ou diretoras “de enfeite”, que ocupam cargos simultâneos em diversas companhias de grande porte²⁷⁰ – o que parece ser indicativo de que a mulher apenas está nesses cargos para cumprir a “cota de mulher”, sem que participe de forma efetiva das decisões da companhia, na medida em que cargos de alta gestão exigem envolvimento que resta comprometido quando se ocupa quatro ou mais cargos de alta exigência, por exemplo.

Esse fenômeno dá-se em razão da falta de mulheres qualificadas (ou percebidas como qualificadas) para ocupar vagas sendo ofertadas exclusivamente para mulheres, em decorrência de exigências legais ou pressões do mercado por diversidade, de forma que sempre as mesmas poucas mulheres bem estabelecidas em seu ramo que acabam trabalhando nas maiores companhias.

Após a implementação de cotas para mulheres na Noruega, as diretoras e conselheiras com cargos múltiplos em diversas companhias ficaram conhecidas como *golden skirts*, termo de conotação negativa que indica a percepção da existência de uma elite de mulheres em ascensão, que estaria meramente substituindo a elite masculina preexistente²⁷¹.

Huse demonstra, no entanto, que a despeito da aparente substituição de elites, as *golden skirts* norueguesas são substancialmente diversas dos grupos masculinos que lhes antecederam, uma vez

270 “Although no precise definition exists, a director who sits on four or more corporation boards is generally considered, on the face of things at least, to be a trophy director. Thirty-five years ago it was not unheard of for a single person to sit on twelve boards of directors. Today, and since the good governance movement began in the mid- to late 1980s, service on more than three or four boards is considered unacceptable.” (BRANSON, *op. cit.*, p. 155).

271 Cf. HUSE, Morten. The “Golden Skirts”: Changes in Board Composition Following Gender Quotas on Corporate Boards. [Academic lecture]. **ANZAM Australian and New Zealand Academy of Management**. 2011. Pp. 4-5. Disponível em: https://www.anzam.org/wp-content/uploads/pdf-manager/473_ANZAM2011-148.PDF. Acesso em: 16 maio 2023.

que as mulheres ocupam a maioria de cadeiras de conselheiros independentes²⁷² e diferentemente dos homens, só são escolhidas quando “verdadeiramente qualificadas”²⁷³. Apesar da diferença de rigidez na entrada na alta administração para homens e mulheres, a partir dos estudos de Huse vislumbra-se um ponto positivo consistente em um movimento de valorização de competências profissionais e de independência na composição da alta administração.

Por mais que o exemplo norueguês não seja universal, ele demonstra possíveis avanços que a exigência legal da participação de mulheres na alta administração pode trazer. Embora haja limites como os relatados nesta seção, nota-se que a presença de mulheres, ainda que em *tokens* ou de elite, na frente da direção de grandes empresas, pode avançar a agenda da equidade de gênero por meio da representatividade, nem que apenas de forma simbólica²⁷⁴.

272 “When exploring the transition in Norway based on the gender quota law, we find that directors in board positions with insider or stakeholder-based motivations are hardly replaceable. This means that the law required transition from men to women almost only has been in the group of independent directors. [...] Interestingly, it is the women, who in practice will fill most of the seats as independent directors, and consequently who also will fill most of the seats in important board committees as the auditing committee, nomination committee and compensation committee.” (*op. cit.*, p. 8).

273 “Competencies and qualifications of board members are emphasised in the discussion of women directors. Women are not supposed to be board members unless they are truly qualified.” (HUSE, *op. cit.*, p. 11).

274 “[T]he fact remains that the corporate board quota necessarily provides an advantage to elites—often white, bourgeois women—not broader groups of women. While this redistribution from elite women may serve equality ends, the corporate governance effects are undeniable. Good governance benefits may—as many studies suggest—flow to the firm. [...] One benefit is undeniable—the symbolic role of having more women at the top. It signals to other women in the pipeline that the firm is an inclusive place, at least with regard to sex. Those women in the pipeline may be potential CEOs, potential board members, or even people in middle management. Firms may find that having a critical mass of women on the board helps them succeed at recruiting women.” (ROSEMBLUM, 2020, *op. cit.*, p. 16).

4. A DIVERSIDADE DE GÊNERO NO NOVO MERCADO

4.1 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA EMPÍRICA

Tendo em vista os cenários retratados nas seções acima, entendeu-se necessário realizar pesquisa empírica para compreender a realidade da diversidade de gênero na alta administração brasileira, para além do discurso das companhias, frente aos obstáculos apontados pela literatura de governança corporativa.

Para tanto, a parte empírica do presente trabalho dividiu-se em três partes, quais sejam:

- i. coleta de dados divulgados pelas companhias sobre a composição da alta administração – a fim de identificar quantas e quem são as mulheres que ocupam cargos na alta administração das mais relevantes companhias abertas brasileiras;
- ii. mapeamento de dados publicamente disponíveis a respeito das conselheiras e diretoras identificadas;
- iii. levantamento de eventuais políticas e iniciativas das companhias para a promoção de diversidade de gênero na alta administração – buscando avaliar a efetividade dessas políticas e iniciativas frente aos dados encontrados no item (i).

Ao longo desta pesquisa, avaliou-se a pertinência de mapear a trajetória profissional completa das conselheiras e diretoras, visando especialmente à verificação de padrões e/ou elementos distintivos determinantes para a obtenção de seus cargos atuais, como a possibilidade de conexões familiares com outros administradores das companhias em que atuam. Não obstante, frente às limitações das fontes publicamente disponíveis, optou-se por realizar essa análise em trabalhos futuros, sem prejuízo de mencionar pontualmente

informações relevantes que já foram encontradas a esse respeito nesta seção.

4.2 METODOLOGIA

4.2.1 ESCOLHA DAS COMPANHIAS

Em primeiro lugar, partiu-se das companhias abertas, em razão da disponibilidade e padronização das informações sobre governança corporativa, restringindo-se àquelas listadas no Novo Mercado, segmento especial da B3 com os mais altos índices de governança corporativa²⁷⁵. Para selecionar quais companhias do Novo Mercado seriam objeto da presente análise, entendeu-se como critério adequado um alto nível de ESG, a fim de verificar se as empresas ditas líderes em termos sociais e de governança no Brasil efetivamente incluem mulheres em seus espaços de decisão.

Selecionou-se o reconhecido MSCI ESG Rating, índice publicado pela Morgan Stanley Capital International e voltado a guiar investidores sobre a atuação de mais de 8.500 empresas ao redor do mundo frente a 35 riscos-chave em matéria ambiental, social e de governança²⁷⁶. A partir do mecanismo de busca presente *website* da MSCI, conforme dados de dezembro de 2021²⁷⁷, cruzou-se a listagem do Novo Mercado

275 B3. **Empresas Listadas**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 16 maio 2023.

276 A partir de fontes de informações diversas, incluindo tanto relatórios das próprias companhias quanto estudos externos, o MSCI analisa as companhias em comparação a outras do mesmo setor, e classifica-as em uma escala de CCC (pior, ou *ESG Laggard*) a melhor (AAA, ou *ESG Leader*). Para maiores detalhes sobre a metodologia do MSCI ESG Rating, ver MSCI. **MSCI ESG Rating Methodology**, December 2020. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/4769829/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+Dec+2020.pdf/15e36bed-bba2-1038-6fa0-2cf52a0c04d6?t=1608110671584>. Acesso em: 16 maio 2023.

277 MSCI. **ESG Ratings & Climate Search Tool**. Disponível em: <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool>. Acesso em: 16 maio 2023.

com o MSCI ESG Rating, chegando à amostra de companhias brasileiras com maior nota ESG (AA ou A)²⁷⁸, apresentada na tabela abaixo:

Tabela 1 – Companhias selecionadas para análise

| Razão social | MSCI ESG rating |
|---|-----------------|
| AMERICANAS S.A. (“ <u>Americanas</u> ”) | A |
| ATACADÃO S.A. (“ <u>Atacadão</u> ”) | A |
| B3 S.A. - BRASIL. BOLSA. BALCÃO (“ <u>B3</u> ”) | A |
| BCO BRASIL S.A. (“ <u>Banco do Brasil</u> ”) | AA |
| CCR S.A. (“ <u>CCR</u> ”) | A |
| COSAN S.A. (“ <u>Cosan</u> ”) | A |
| ENGIE BRASIL ENERGIA S.A. (“ <u>Engie</u> ”) | A |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. (“ <u>Localiza</u> ”) | AA |
| LOJAS RENNEN S.A. (“ <u>Renner</u> ”) | A |
| NATURA & CO HOLDING S.A. (“ <u>Natura</u> ”) | AA |
| RUMO S.A. (“ <u>Rumo</u> ”) | A |
| TIM S.A. (“ <u>Tim</u> ”) | A |
| ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A. (“ <u>Ultrapar</u> ”) | A |
| VIBRA ENERGIA S.A. (“ <u>Vibra</u> ”) | A |

Fonte: elaboração própria.

²⁷⁸ Nota-se que o índice MSCI inclui no pilar de governança o tema *corporate governance*, dividido em quatro subtemas (*ownership & control, board, pay, e accounting*). Apesar de constar na página de busca de cada empresa sua nota específica em *corporate governance*, não foi possível utilizar esse critério para a seleção da amostra, por não haver diferenciação suficiente entre as empresas brasileiras – do total das empresas brasileiras no MSCI, 21 foram consideradas *average* (medianas) e 9 *ESG laggard* (retardatárias), sem nenhuma empresa brasileira considerada *ESG leader* (líder) neste fator.

4.2.2 MAPEAMENTO DOS FORMULÁRIOS DE REFERÊNCIA

Após selecionadas as companhias objeto deste estudo, passou-se a elencar as conselheiras e diretoras presentes em cada uma delas, por meio das informações apresentadas no item 12 do formulário de referência²⁷⁹, relativo à “assembleia e administração”.

A partir dos documentos selecionados, chegou-se ao número de 49 cargos ocupados por mulheres na alta administração, sendo 17 na Diretoria e 32 no Conselho de Administração (total de 47 mulheres²⁸⁰).

4.2.3 MAPEAMENTO DE DADOS PUBLICAMENTE DISPONÍVEIS

Em seguida, foi realizada pesquisa de dados das conselheiras e diretoras identificadas que estivessem publicamente disponíveis acerca no mecanismo de busca do Google, bem como no LinkedIn, YouTube e Twitter. Nessa etapa, buscaram-se informações relevantes para fins desta pesquisa acerca da trajetória profissional das referidas mulheres – em especial, a ocupação de outros cargos concomitantes ao cargo identificado na etapa anterior – atentando-se sempre à veracidade das informações, priorizando perfis verificados e postagens institucionais. Diante desses resultados, eventualmente se levantou novas fontes de pesquisa, como livros autobiográficos.

4.2.4 LEVANTAMENTO DE POLÍTICAS DE DIVERSIDADE

A última parte da coleta empírica envolveu o levantamento de eventuais iniciativas ou políticas implementadas nas companhias objeto do estudo para promoção da diversidade de gênero na alta administração. Para tanto, identificamos os últimos relatórios anuais

279 Considerou-se o último formulário de referência relativo ao ano de 2021.

280 Pois duas mulheres ocupam cargos em duas companhias objeto deste estudo ao mesmo tempo.

disponibilizados pelas companhias em seus *websites* (referentes aos anos 2021 ou 2020) e buscamos nos referidos documentos os termos “diversidade”, “gênero” e “mulher(es)”. A partir desses resultados, buscou-se mais dados sobre as empresas que indicaram especificamente haver iniciativa relacionada ao tema, tanto em outros documentos disponibilizados pelas próprias empresas como *websites* e documentos de terceiros sobre as referidas políticas.

4.3 RESULTADOS ENCONTRADOS

4.3.1 QUAIS AS POLÍTICAS DE DIVERSIDADE ADOTADAS PELAS COMPANHIAS SELECIONADAS?

Os mecanismos de promoção da diversidade de gênero identificados podem ser divididos em três categorias: **(i)** criação de comitês de diversidade; **(ii)** estabelecimento de metas de diversidade de gênero; **(iii)** cotas de gênero em processos seletivos.

Dentre as companhias analisadas, a CCR e a Localiza afirmam possuir comitês de diversidade que realizam iniciativas diversas quanto à promoção da diversidade e o fomento de talentos femininos – não apontando, no entanto, qualquer ênfase específica para a presença de mulheres na alta administração.

Já a Cosan, Natura e Tim estabelecem metas de diversidade de gênero em cargos de alta liderança. A Cosan busca alcançar o patamar de 30% de mulheres em cargos a partir da gerência-sênior até 2025, enquanto a Tim visa à porcentagem de 35% de mulheres liderança até 2023 e a Natura, com meta mais ambiciosa, tentará alcançar 50% de mulheres na alta liderança de todo seu grupo econômico até 2023. Nesses três casos, contudo, não foi possível identificar, a partir dos documentos divulgados pelas companhias, os meios concretos para atingimento das metas estabelecidas, nem eventuais penalidades caso as metas não sejam cumpridas nos prazos dispostos.

Por outro lado, a Engie atesta que tem assegurado a inserção de pelo menos uma mulher entre os finalistas dos processos seletivos que realiza, o que parece ser um exemplo positivo de medidas concretas a serem tomadas por outras companhias na tentativa de promoção de diversidade de gênero, ressaltando a importância de inserir mulheres não apenas na alta administração, mas em todos os níveis da companhia.

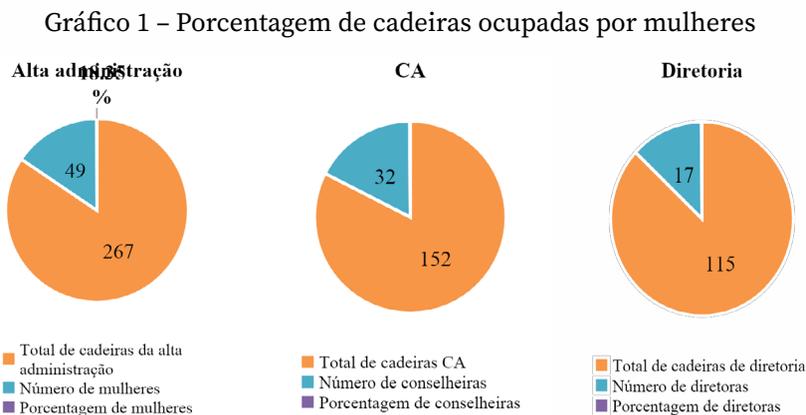
Além disso, vale notar que duas das companhias analisadas (B3 e Renner) destacam possuir o Selo Women on Board (WOB), iniciativa independente apoiada pela ONU Mulheres, que concede certificação a empresas que possuam pelo menos duas conselheiras efetivas²⁸¹. Conquanto se trate de projeto com grande importância para valorização e divulgação de empresas que reconhecem a necessidade da diversidade de gênero, sendo instrumento para maior transparência e consequente influência na decisão de investidores e consumidores, há dificuldade em afirmar que certificações atuem como mecanismo efetivo de promoção da igualdade, servindo para premiar empresas que já possuam participação feminina²⁸².

281 Para mais informações, ver WOB. **O que é WOB**. Disponível em: <https://wobwomenonboard.com>. Acesso em: 16 maio 2023.

282 Com efeito, por mais que certificados sejam indicadores aptos a difundir informações relevantes sobre diversidade de gênero para os participantes do mercado, eles costumam ser limitados quanto aos aspectos de clareza e transparência para guiar escolhas de investidores e consumidores, bem como a seu alcance, tendo em vista seu caráter voluntário. A esse respeito: SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, pp. 50-51. Como descreve a própria co-fundadora do WOB, Marina Copola: “[C]omo uma das fundadoras de uma associação que certifica empresas que possuem duas ou mais mulheres em seus conselhos, e que buscam o selo voluntariamente, o cenário é por vezes frustrante. É limitado o número de empresas que se qualificam, e aquelas que obtêm o selo raramente aumentam a proporção de mulheres em seus boards. Não é incomum que o número de mulheres se reduza nas empresas certificadas de um ano para o outro.” (COPOLA, *op. cit.*).

4.3.2 QUAL O TOTAL DE CADEIRAS OCUPADAS POR MULHERES?

Do total de 267 cadeiras da alta administração identificadas, apenas 49 (ou 18,35%) são ocupadas por mulheres, sendo que a presença de mulheres é proporcionalmente maior no conselho de administração (21,05%) do que na diretoria (14,78%), conforme os gráficos abaixo:



Fonte: elaboração própria

Por mais que sejam simples, esses dados inovam em relação a outras pesquisas sobre diversidade de gênero nas companhias abertas brasileiras, como os reconhecidos estudos da B3²⁸³ e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa²⁸⁴, que, apesar de trazerem dados relevantes quanto ao número de empresas que possuem mulheres na alta administração, não comparam o número de cadeiras disponíveis

283 B3. **Mulheres em Ações: Um Retrato da Participação Feminina na Alta Liderança das Empresas de Capital Aberto**. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/estudo-de-diversidade-mostra-que-ainda-faltam-mulheres-em-cargos-de-direcao.htm. Acesso em: 16 maio 2023.

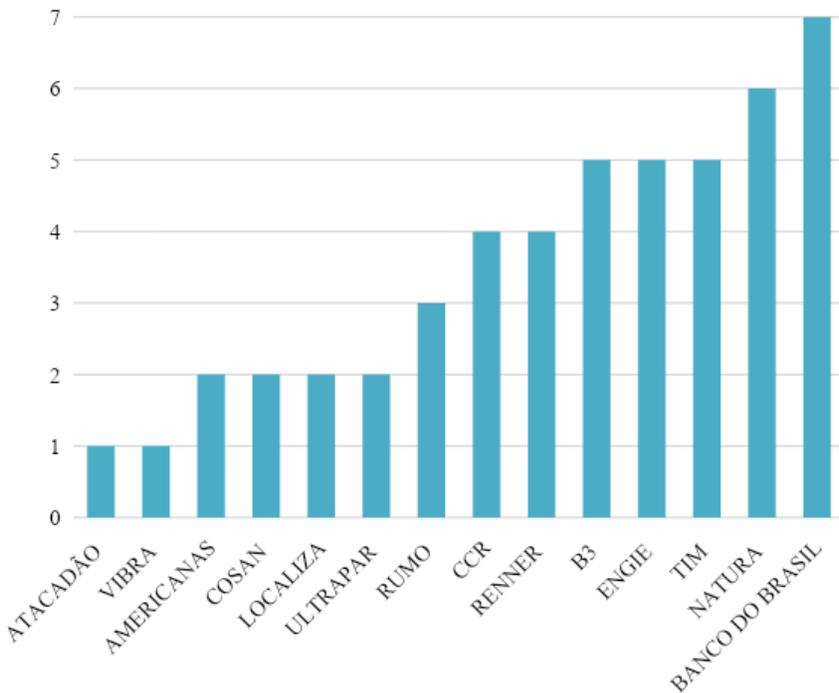
284 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Análise da Participação das Mulheres em Conselhos e Diretorias das Empresas de Capital Aberto**. 2^a ed. 2022. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2022/04/ibgc-mulheres-em-conselhos-e-diretorias-2022.pdf>. Acesso em: 16 maio 2023.

em cada órgão da alta administração com as cadeiras ocupadas por mulheres.

4.3.3 COMO AS MULHERES SE DISTRIBUEM NAS COMPANHIAS SELECIONADAS?

Todas as companhias selecionadas para este estudo apresentam pelo menos uma mulher na alta administração (considerando o conselho de administração e a diretoria), conforme disposto no Gráfico 2 abaixo:

Gráfico 2 – Total de mulheres na alta administração por companhia



Fonte: elaboração própria.

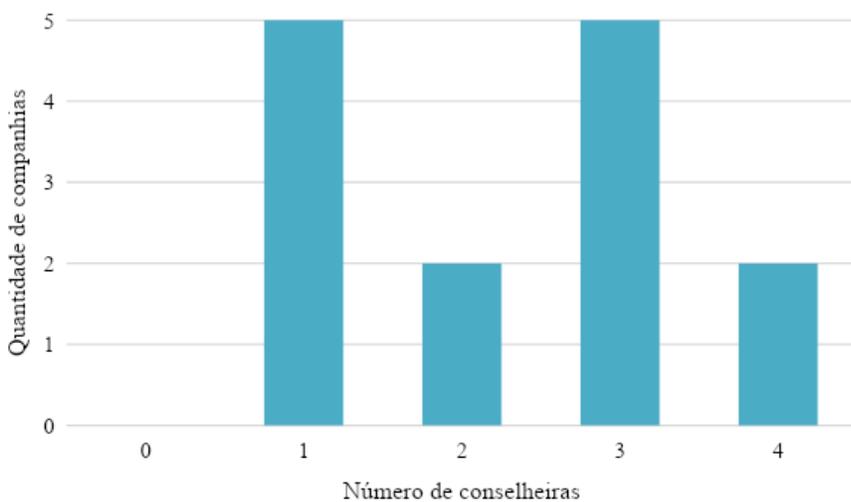
A partir dos dados acima, depreende-se que, de um total de 14 (catorze) companhias, **(i)** 2 (duas) possuem apenas 1 (uma) mulher na alta administração; **(ii)** 4 (quatro) possuem 2 (duas) mulheres na alta administração (sendo este o cenário mais comum identificado); e **(iii)** apenas 1 (uma) possui 7 (sete) mulheres na alta administração.

Segundo recente estudo do IBGC, de 337 companhias de capital aberto no Brasil, 266 (ou 79%) apresentam pelo menos uma mulher na alta administração (considerando o conselho fiscal, em adição à diretoria e ao conselho de administração)²⁸⁵. Assim, o fato de determinadas companhias possuírem pelo menos uma mulher na alta administração (como Atacadão e Vibra) não é suficiente para diferenciá-las positivamente da média brasileira.

Em relação às companhias que apresentam mais de uma mulher na alta administração, é importante compreender a distribuição dessas mulheres entre a diretoria e o conselho de administração. Os Gráficos 3 e 4 abaixo expõem um resumo do número de mulheres no conselho de administração e na diretoria, respectivamente, nas companhias analisadas.

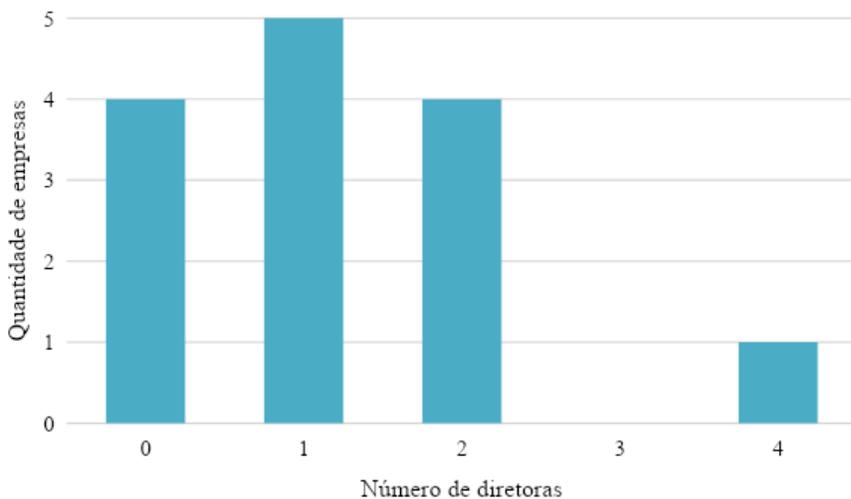
285 *Id.*, p. 7.

Gráfico 3 –Resumo do número de conselheiras nas companhias analisadas



Fonte: elaboração própria.

Gráfico 4 –Resumo do número de diretoras nas companhias analisadas



Fonte: elaboração própria.

Em suma, com relação ao Gráfico 3: **(i)** 5 (cinco) companhias possuem apenas 1 (uma conselheira); **(ii)** 2 (duas) companhias possuem 2 (duas) conselheiras; **(iii)** 5 (cinco) companhias possuem 3 (três) conselheiras; e **(iv)** 2 (duas) companhias possuem 4 (quatro) conselheiras). Quanto ao Gráfico 4, **(i)** 4 (quatro) companhias não possuem qualquer diretora estatutária; **(ii)** 5 (cinco) companhias possuem 1 (uma) diretora; **(ii)** 4 (quatro) companhias possuem 2 (duas) diretoras; e **(iii)** 1 (uma) companhia possui 4 (quatro) diretoras.

O número específico de conselheiras e diretoras será tratado na seção 4.3.6. abaixo. Por ora, em linhas gerais, é notável que a participação feminina é maior no conselho de administração, na medida em que todas as companhias possuem ao menos uma conselheira, enquanto quatro companhias não possuem nenhuma diretora. Possivelmente, essa diferença se verifica em razão de complexidades de sucessão presentes na diretoria e não no conselho de administração, sendo possível aumentar a participação feminina neste último por meio de sua inclusão em cadeiras de membros independentes.

Conforme pode se observar pelos gráficos acima, grande parte das companhias analisadas ainda mantém número de mulheres abaixo de três: no caso do conselho, 7 (sete) companhias possuem apenas 1 (uma) ou 2 (duas) mulheres; já no caso da diretoria, apenas 1 (uma) companhia possui mais de 2 (duas) mulheres. Tais dados parecem indicar a presença de tokenismo, já que até mesmo à luz da literatura mais consolidada (e de certa forma, conservadora) de diversidade de gênero, não se atinge o número mínimo ideal de três mulheres que seria ideal para o início da criação de uma massa crítica e efetiva participação feminina²⁸⁶.

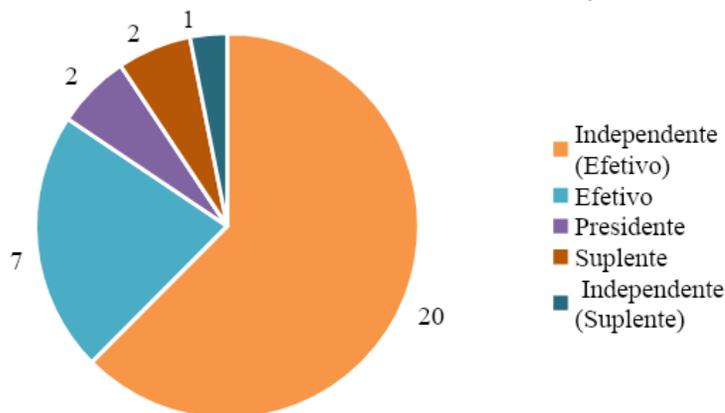
4.3.4 QUAIS OS CARGOS OCUPADOS PELAS CONSELHEIRAS?

Das 32 cadeiras ocupadas por conselheiras, mais da metade (21) são de membros independentes, sendo 20 cadeiras efetivas e apenas

²⁸⁶ Vide seção 3.3.1. acima.

uma suplente. Já para as cadeiras de membros não-independentes, identificou-se sete conselheiras efetivas e também uma única suplente. Além disso, duas mulheres ocupam o cargo de presidência do conselho de administração.

Gráfico 5 – Cadeiras do conselho de administração



Fonte: elaboração própria.

Os dados acima vão de encontro com a hipótese de que as mulheres estariam ocupando apenas cargos “de fachada” para cumprimento de cotas de gênero – pois, se assim o fosse, esperaríamos encontrar maioria de casos de conselheiras ligadas ao acionista controlador (portanto, não independentes) e/ou suplentes (que, dessa forma, não participariam das deliberações do conselho, exceto na vacância do membro efetivo).

4.3.5 QUAIS OS CARGOS OCUPADOS PELAS DIRETORAS?

Quanto às competências atribuídas às diretoras, não foi possível encontrar um padrão relevante. Nota-se, no entanto, que das 17 cadeiras consideradas, foi identificada uma CEO (porém em companhia com 3

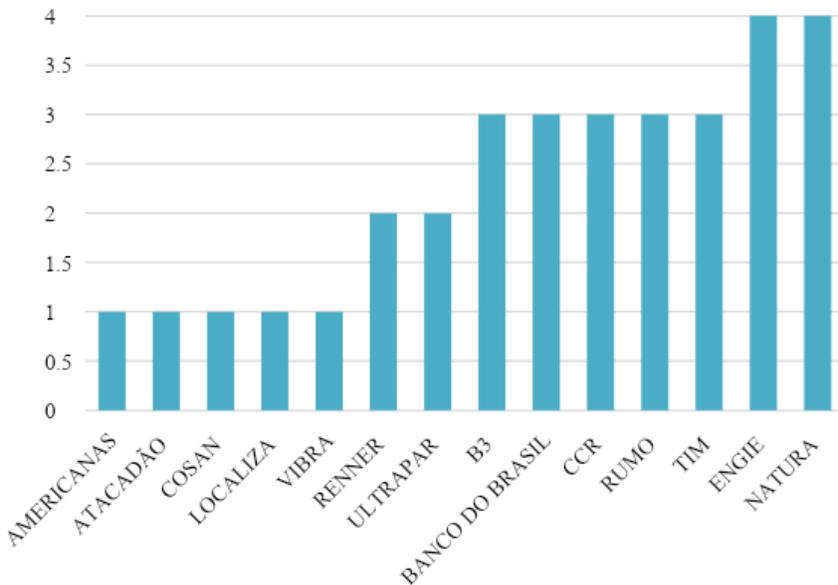
CEOs e um Diretor-Presidente) e uma CFO (cumulado com a atribuição de Diretora de Relações com Investidores)²⁸⁷.

4.3.6 COMO AS COMPANHIAS SELECIONADAS DIFEREM ENTRE SI?

Além dos números absolutos de conselheiras e diretoras em cada companhia, é importante esses números em relação ao total de cadeiras do órgão considerado.

Primeiramente, quanto ao conselho de administração, identificamos os seguintes dados sobre número de mulheres por companhia e a porcentagem que elas representam:

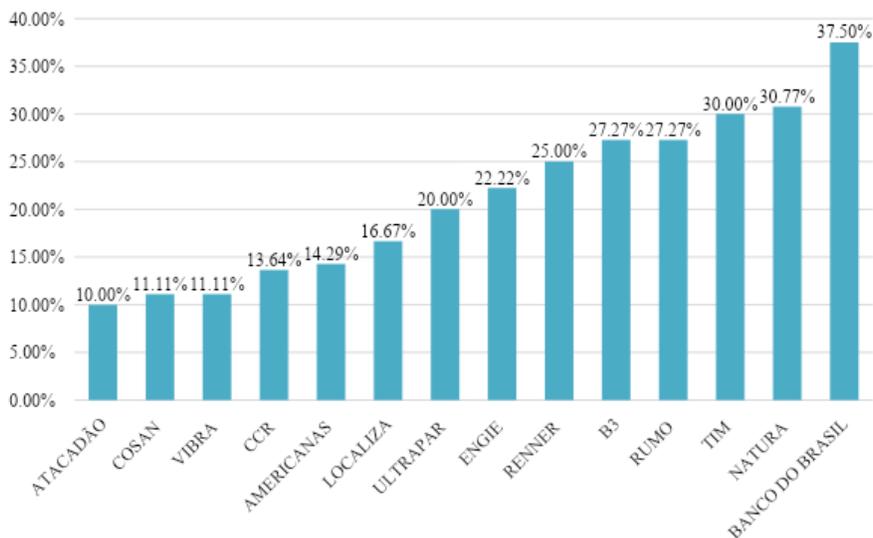
Gráfico 6 – Número de conselheiras por companhia



Fonte: elaboração própria.

²⁸⁷ Demais cadeiras incluem: Diretoria Executiva Jurídica e de Relações Institucionais; Diretora Executiva de Pessoas, Marca, Comunicação e Sustentabilidade; Vice Presidente / Superintendente; Diretoria Jurídica; Diretoria de Controles Internos e Gestão de Riscos; Diretoria de Clientes Varejo MPE e PF; Diretoria de Marketing e Comunicação; Diretoria de Negócios; Diretoria Administrativa; Diretora de Gente e Desenvolvimento; Diretoria de Operações; Diretoria Global de Operações e Compras e Human Resources & Organization Officer.

Gráfico 7 – Porcentagem de conselheiras por companhia

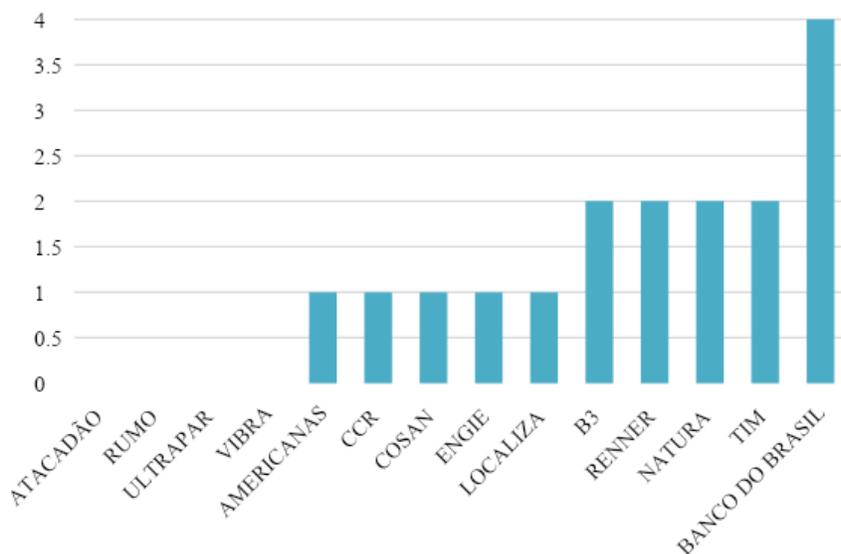


Fonte: elaboração própria.

Note-se, por exemplo, o caso da CCR: apesar da existência de três conselheiras, estas representam apenas 13,64% do total de cadeiras do conselho de administração – porcentagem menor que a participação de 16,67% da única conselheira da Localiza. Em nenhuma das companhias analisadas, ainda, foi atingida a porcentagem de 40% de participação feminina (a partir da qual poderíamos vislumbrar uma representação equitativa dos gêneros, à luz, por exemplo, da iniciativa francesa de diversidade de gênero em companhias narrada na seção 3.1. acima).

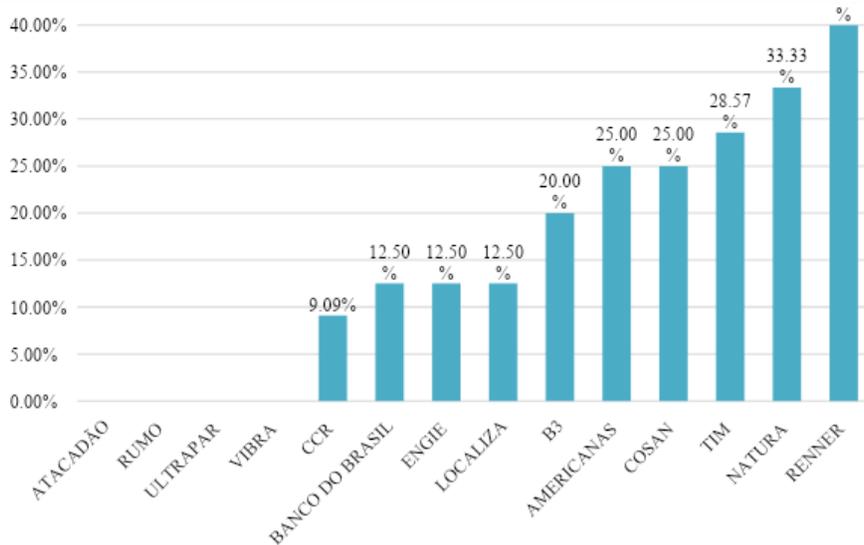
Já quanto à diretoria, temos os seguintes dados:

Gráfico 8 – Número de diretoras por companhia



Fonte: elaboração própria.

Gráfico 9 – Porcentagem de diretoras por companhia



Fonte: elaboração própria.

Mais uma vez, ressalta-se a discrepância entre os números absolutos e relativos: o Banco do Brasil é a empresa com maior número de diretoras (quatro); no entanto, a participação destas representa porcentagem abaixo da média de mulheres na diretoria das outras companhias (12,5%), em razão do elevado número de cadeiras da diretoria (32).

Por outro lado, salienta-se a relação positiva entre companhias que apresentam metas específicas de diversidade de gênero na alta administração e maior número de conselheiras/diretoras – como a Natura (33,33%) e a Tim (28,57%) – bem como o exemplo da Renner, que apesar de não possuir políticas específicas ou metas específicas para diversidade de gênero, apresenta impressionante porcentagem feminina de 40% em sua diretoria estatutária.

4.3.7 QUEM SÃO AS CONSELHEIRAS E DIRETORAS BRASILEIRAS?

Foram encontradas ao menos dez mulheres que parecem se encaixar na categoria de *trophy directors*, criando verdadeiras carreiras de conselheiras independentes em companhias abertas, ocupando entre **4 e 6** cargos em conselhos de administração, diretorias, conselhos fiscais e comitês estatutários de companhias abertas brasileiras diversas – o que parece indicar semelhança com o fenômeno relatado por Huse na Noruega²⁸⁸.

Em paralelo ao ponto principal da pesquisa, foram identificados dois casos de relação familiar entre conselheiras e acionista controlador²⁸⁹, o que é compatível com indícios apresentados pela literatura de perpetuação de relações familiares em companhia abertas não mais compatíveis com a estrutura de governança familiar. Conforme ressalva apresentada na seção 4.1. acima, isso não exclui

288 *Supra* seção 3.2.3.

289 VALOR ECONÔMICO. **Irmãs Donas de Parte da CCR Entram Para Lista de Bilionários**. 19 jan. 2013. Disponível em: <https://valor.globo.com/carreira/mercado-executivo/noticia/2013/01/19/irmas-donas-de-parte-da-ccr-entram-para-lista-de-bilionarios.ghtml>. Acesso em: 16 maio 2023.

a possibilidade da existência de relações familiares determinantes para a obtenção dos cargos de demais conselheiras abrangidas por esta pesquisa, o que poderá ser analisado em maior profundidade em trabalhos futuros.

Por fim, e também como parênteses que foge ao escopo principal desta pesquisa, mas não deixa de ser relevante, das 47 conselheiras e diretoras considerados nesse estudo, foi possível encontrar apenas uma mulher que se identificasse publicamente como negra.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou demonstrar como iniciativas para promoção da diversidade de gênero nas companhias brasileiras são necessárias, tendo em vista o cenário de baixa representação feminina nos cargos da alta administração e a conseqüente perpetuação dos conselhos e diretorias como espaços reservados à elite masculina e branca, com manutenção e aprofundamento das desigualdades do país, bem como o estágio ainda tímido e limitado de iniciativas de implementação de ações afirmativas e movimentos de autorregulação no país.

A partir de pesquisa nas empresas ditas líderes em ESG no Brasil – que, em tese, deveriam apresentar índices ideais de governança – percebe-se que estas deixam a desejar em termos de promoção da diversidade de gênero, possuindo poucas políticas de diversidade com medidas concretas para maior participação de mulheres na alta administração, que ainda é diminuta.

Quanto à hipótese inicialmente proposta, os números encontrados são condizentes com a presença de tokenismo, sendo raros os conselhos ou diretorias com presença de três ou mais mulheres – número indicado pela literatura como mínimo para a criação de uma massa crítica. Ao olhar para a porcentagem de mulheres na alta administração – método sugerido por esta autora, em tentativa de entender a participação feminina em relação ao número total de cadeiras disponíveis em determinado órgão – o cenário de

insuficiência se mantém, havendo poucas companhias pioneiras com mais de 30% de participação feminina no conselho ou na diretoria.

Ademais, a partir dos dados levantados, nos deparamos o problema das *trophy directors* ou *golden skirts*, fenômeno indicado pela literatura para descrever conselheiras que criam carreiras como membros independentes e participam simultaneamente da alta administração de diversas companhias. Por um lado, a presença de *trophy directors* é representativa de movimento positivo de independência e profissionalização da administração das companhias abertas brasileiras; por outro, pode ser indício de baixa participação destas conselheiras nas companhias que atuam, tendo em vista o comprometimento exigido de cargos desse nível.

BIBLIOGRAFIA

AFRICAN DEVELOPMENT BANK. **Where Are the Women: Inclusive Boardroom in Africa's Top Listed Companies?** 2015. Disponível em: https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/Where_are_the_Women_Inclusive_Boardrooms_in_Africa's_top-listed_companies.pdf. Acesso em: 16 maio 2023.

AMPARO, Thiago. Tokenismo e Inclusão na Bolsa. **Folha**, 14 set. 2022. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/thiago-amparo/2022/09/tokenismo-e-inclusao-na-bolsa.shtml>. Acesso em: 16 maio 2023.

B3. **Empresas Listadas**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 16 maio 2023.

B3. **Mulheres em Ações: Um Retrato da Participação Feminina na Alta Liderança das Empresas de Capital Aberto**. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/estudo-de-diversidade-mostra-que-ainda-faltam-mulheres-em-cargos-de-direcao.htm. Acesso em: 16 maio 2023.

B3. **Revisão do Regulamento de Emissores**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atualizacao-normativa/processo-de-revisao-do-regulamento-de-emissores.htm. Acesso em: 16 maio 2023.

BEAR, Stephen; RAHMAN, Noushi; POST, Corinne. The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. **Journal of Business Ethics**, v. 97, pp. 207-221, 2010.

BEJI, Rania et al. Board Diversity and Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from France. **Journal of Business Ethics**, v. 173, pp. 133-155, 2021.

BIANCO, Magda; CIAVARELLA, Angela; SIGNORETTI, Rossella. Women on Corporate Boards in Italy: The Role of Family Connections. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 2, pp. 129-144, 2015.

BOUTCHKOVA, Maria et al. Gender Diversity and the Spillover Effects of Women on Boards. **Corporate Governance: An International Review**, v. 29, n. 1, pp. 2-21, 2021.

BRAHMA, Sanjukta; NWAFOR, Chioma; BOATENG, Agyenim. Board Gender Diversity and Firm Performance: The UK Evidence. **International Journal of Finance & Economics**, v. 26, pp. 5704-5719, 2021.

BRANSON, Douglas M. **No Seat at the Table: How Corporate Governance and Law Keep Women Out of the Boardroom**. Nova Iorque: New York University Press, 2007.

BROU, Daniel et al. Corporate Governance and Wealth and Income Inequality. **Corporate Governance: An International Review**, v. 29, n. 6, pp. 612-529, 2021.

BRUGNI, Talles Viana et al. Conselhos de Administração Brasileiros: uma Análise à Luz dos Formulários de Referência. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 1, pp. 146-165, 2018.

BYRNE, Janice et al. Gender Gymnastics in CEO Succession: Masculinities, Femininities and Legitimacy. **Organization Studies**, v. 42, n. 1, pp. 129-159, 2021.

CAPITALABERTO. **Famosos no Conselho de Administração: Uma Boa Ideia?** 6 out. 2021. Disponível em: <https://legislacaoemercados.com.br/legislacaoemercados/2021/10/06/famosos-no-conselho-de-administracao-uma-boua-ideia/>

capitalaberto.com.br/famosos-no-conselho-de-administracao-uma-boa-ideia/. Acesso em: 16 maio 2023.

CATALYST. **The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity**. 2004. Disponível em: https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/The_Bottom_Line_Connecting_Corporate_Performance_and_Gender_Diversity.pdf. Acesso em: 16 maio 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 59**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>. Acesso em: 16 maio 2023.

COPOLA, Marina. Consulta Pública da B3 sobre Diversidade em Conselhos é Alvo de Insultos. **O Globo**, 05 out. 2022. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/blogs/capital/post/2022/10/consulta-publica-da-b3-sobre-diversidade-em-conselhos-e-alvo-de-insultos.ghtml>. Acesso em: 16 maio 2023.

DELLOITTE. **Women in the Boardroom: A Global Perspective**. 2022. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/gx-women-in-the-boardroom-seventh-edition.pdf>. Acesso em: 16 maio 2023.

DI MICELI DA SILVEIRA, Alexandre; DONAGGIO, Angela Rita Franco; SICA, Lígia Paula Pires Pinto; RAMOS, Luciana. **Women's Participation in Senior Management Positions: Gender Social Relations, Law and Corporate Governance**. 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2508929>. Acesso em: 16 maio 2023.

ERTEL, Lurdete. Conheça os Jovens Sucessores em Empresas Familiares: Nova Geração de Herdeiros vem Assumindo a Gestão de Grandes Companhias. **Forbes**, 5 maio 2018. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2018/05/conheca-os-jovens-sucessores-em-empresas-familiares/#foto1>. Acesso em: 16 maio 2023.

FERREIRA, Daniel. Board Diversity: Should We Trust Research to Inform Policy? **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 2, pp. 108-111, 2015.

FERRIS, Stephen P. et al. Reaching for the Stars: the Appointment of Celebrities to Corporate Boards. **International Review of Economics**, v. 58, pp. 337-358, 2011.

FONTES, Stella; RIBEIRO, Ivo. Controlador Renuncia ao Conselho e Unipar Visa um Novo Ciclo. **Valor Econômico**, 14 jul. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2022/07/14/controlador-renuncia-ao-conselho-e-unipar-visa-um-novo-ciclo.ghtml>. Acesso em: 16 maio 2023.

HUSE, Morten. The “Golden Skirts”: Changes in Board Composition Following Gender Quotas on Corporate Boards. [Academic lecture]. **ANZAM Australian and New Zealand Academy of Management**. 2011. Disponível em: https://www.anzam.org/wp-content/uploads/pdf-manager/473_ANZAM2011-148.PDF. Acesso em: 16 maio 2023.

IBRAHIM, Abdul Hadi; HANEFDAH, Mustafa Mohd. Board Diversity and Corporate Social Responsibility in Jordan. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 14, n. 2, pp. 279-298, 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Estatísticas de Gênero: Indicadores Sociais das Mulheres no Brasil**. 2ª ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Remuneração dos Administradores**. 8ª ed. São Paulo: IBGC, 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5ª ed. São Paulo: IBGC, 2015.

ISSA, Ayman; FANG, Hong-Xing. The Impact of Board Gender Diversity on Corporate Social Responsibility in the Arab Gulf States. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 34, n. 7, pp. 577-605, 2019.

KANTER, Rosabeth Moss. **Men and Women of the Corporation**. 2ª ed. Nova Iorque: Basic Books, 1993.

KIM, Daehyun; STARKS, Laura T. Gender Diversity on Corporate Boards: Do Women Contribute Unique Skills? **American Economic Review: Papers & Proceedings**, v. 106, n. 5, pp. 267-271, 2016.

KONRAD, Alison M.; KRAMER, Vicki; Erkut, Sumru. The Impact of Three or More Women on Corporate Boards. **Organizational Dynamics**, v. 37, n. 2, pp. 145-164, 2008.

KRAAKMAN, Reinier et al. **A Anatomia do Direito Societário: uma Abordagem Comparada e Funcional**. São Paulo: Singular, 2018.

LAFUENTE, Esteban M. G.; VAILLANT, Yancy. Balance rather than Critical Mass or Tokenism: Gender Diversity, Leadership and Performance in Financial Firms. **International Journal of Manpower**, v. 40, n. 5, pp. 894-916, 2019.

LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de Laços: os Donos do Brasil e suas Conexões**. São Paulo: Campus, 2011.

MCKINSEY & COMPANY. **Women Matter: A Latin America Perspective**. 2013. Disponível em: <https://www.empowerwomen.org/pt/resources/documents/2014/6/women-matter-a-latin-american-perspective?lang=en>. Acesso em: 16 maio 2023.

MSCI. **MSCI ESG Rating Methodology**, December 2020. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/4769829/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+Dec+2020>.

pdf/15e36bed-bba2-1038-6fa0-2cf52a0c04d6?t=1608110671584. Acesso em: 16 maio 2023.

MSCI. **ESG Ratings & Climate Search Tool**. Disponível em: <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool>. Acesso em: 16 maio 2023.

NAÇÕES UNIDAS BRASIL. **Igualdade de Gênero**. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs/5>. Acesso em: 16 maio 2023.

NUBANK. **Anitta é a Nova Membro do Conselho do Nubank**. 21 jun. 2021. Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/anitta-nubank-membro-conselho/>. Acesso em: 16 maio 2023.

PARGENDLER, Mariana. The Corporate Governance Obsession. **Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, pp. 359-401, 2016.

PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *Governança Corporativa e Diversidade Racial no Brasil: um Retrato das Companhias Abertas*. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4077326>. Acesso em: 16 maio 2023.

RIGOLINI, Alessandra; HUSE, Morton. Women and Multiple Board Memberships: Social Capital and Institutional Pressure. **Journal of Business Ethics**, v. 169, n. 3, pp. 443-459, 2019.

ROSENBLUM, Darren. Feminizing Capital: a Corporate Imperative. **Berkeley Business Law Journal**, v. 6, n. 1, pp. 55-95, 2009.

ROSENBLUM, Darren. **Diversity and the Board of Directors: A Comparative Perspective**. 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3651026. Acesso em: 16 maio 2023.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

SEALY, Ruth; SINGH, Val. The Importance of Role Models in the Development of Leaders' Professional Identities. In: James, Kim Turnbull; Collins, James (eds.). **Leadership Perspectives: Knowledge into Action**. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2008, pp. 208-223.

SICA, Ligia Paula Pires Pinto; VENTURINI, Anna Carolina. **O Que Elas Dizem? Motivos da Sub-representação de Mulheres em Cargos da Alta Administração**. São Paulo: FGV Direito SP, 2019.

TERJESEN, Siri; SEALY, Ruth; SINGH, Val. Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, pp. 320-337, 2009.

TERJESEN, Siri; AGUILERA, Ruth V.; LORENZ, Ruth. Legislating a Woman's Seat on the Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors. **Journal of Business Ethics**, v. 128, pp. 233-251, 2015.

TORCHIA, Mariateresa; CALABRÒ, Andrea; HUSE, Morten. Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. **Journal of Business Ethics**, v. 102, pp. 299-317, 2011.

VALOR ECONÔMICO. **Irmãs Donas de Parte da CCR Entram Para Lista de Bilionários**. 19 jan. 2013. Disponível em: <https://valor.globo.com/carreira/mercado-executivo/noticia/2013/01/19/irmas-donas-de-parte-da-ccr-entram-para-lista-de-bilionarios.ghtml>. Acesso em: 16 maio 2023.

WESTPHAL, James D.; MILTON, Laurie P. How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards. **Administrative Science Quarterly**, v. 45, n. 2, pp. 266-398, 2000.

WOB. **O que é WOB**. Disponível em: <https://wobwomenonboard.com>. Acesso em: 16 maio 2023.

YODER, Janice D.; SINNETT, Laura M. Is It All in the Numbers? A Case of Tokenism. **Psychology of Women Quarterly**, v. 9, n. 3, pp. 413-418, 1985.

INCORPORAÇÕES DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E REGULAÇÃO: ENCONTROS E DESENCONTROS ENTRE OS REGIMES SOCIETÁRIO, TRIBUTÁRIO E CONTÁBIL

Yann Santos Teixeira (UnB, Brasília)

1. Introdução. 2. Análise econômica do direito como forma de auxiliar na análise da eficiência de normas jurídicas. 3. Regime contábil. 4. Regime societário. 4.1. Atributos do negócio jurídico. 4.2. Incorporação de sociedades anônimas e cooperativas. 4.3. Instituições financeiras e normas especiais. 4.3.1. Incorporação de instituições financeiras e plano da existência. 4.3.2. Incorporação de instituições financeiras e plano da validade. 4.3.3. Incorporação de instituições financeiras e plano da eficácia. 5. Regime tributário. 6. Conclusão. Referências.

Resumo: O autor, por meio do presente texto, objetivou examinar se as prescrições dos regimes contábil, societário e tributário que circunscrevem a incorporação de instituições financeiras são harmônicas entre si, ou, noutro plano, são contraditórias, acabando por estimular o correspondente descumprimento dos regimes. Como premissa metodológica para aferir o estímulo para o cumprimento ou não de normas, utiliza-se a análise econômica do direito, uma vez que, considerando que a adequação ou não a regras produz efeitos econômicos, revela-se interessante utilizar a referida metodologia para auxiliar na predição do comportamento de agentes que visam melhores resultados e menores riscos. Desse modo, após a análise e exposição dos regimes que envolvem a incorporação de instituições financeiras, avalia-se se as instituições, ao verificar os efeitos econômicos de adequação às normas estabelecidas pelos respectivos regimes, são estimuladas ou desestimuladas a se adequarem aos referidos.

Palavras-chave: Instituições financeiras. Regulação. Incorporação. Contabilidade. Societário. Tributário. Ineficiências.

MERGERS OF FINANCIAL INSTITUTIONS AND REGULATION: CONSISTENCIES AND DIVERGENCES BETWEEN CORPORATE LAW, TAX LAW AND ACCOUNTING

Abstract: The author's aim is to address whether the rules of mergers of financial institutions established by accounting, corporate law, and tax law are consistent with one another or, conversely, their rules are incoherent and, thus, hinder companies to adhere to the correspondent areas. To predict which choice companies are most likely to have given that legal rules affect their behavior, the article applies the economic analysis of law to investigate if companies rather to adhere or not to the foregoing areas' norms. In this regard, after examining and providing the norms prescribed by accounting, corporate law, and tax law associated with mergers of financial institutions, the study provides a conclusion if they are contradictory with one another and, hence, if companies are most likely to comply or not to their prescriptions.

Keywords: Financial institutions. Regulation. Mergers. Accounting. Corporate law. Tax law. Inefficiencies.

1. INTRODUÇÃO

A reorganização societária decorrente de absorção de sociedade por outra, de concentração de sociedades em uma entidade comum, ou mesmo da divisão do negócio em diferentes sociedades, respectivamente, configura prática ínsita ao sistema capitalista, cuja constância é a busca por maior eficiência e melhores resultados. Ademais, espera-se que esse contexto seja reaquecido a partir do ano de 2023 (NICOCELI, 2022; FUSÕES, 2023), o que reforça a importância

de reflexões relativas ao tema, que, no presente caso, será circunscrito a partir de dois pontos focais.

Primeiro, voltar-se-á à modalidade de **incorporação**, pois a legislação tributária que demarca as reorganizações societárias estimula, ainda que inconscientemente, a referida modalidade de reorganização ao vedar que a sucessora por incorporação, fusão ou cisão compense prejuízos fiscais da sucedida, a teor do art. 33 do Decreto-Lei nº 2.341/1986. Desse modo, mais vantajoso promover operações de reorganização societária mediante incorporação e por sociedade que tenha prejuízos acumulados.

Segundo, considerando que as reorganizações societárias de instituições financeiras têm sido objeto de recentes e significativas alterações normativas, focar-se-á sobre a incorporação de **instituições financeiras** e a respectiva definição da data em que ocorre a operação. Ademais, trata-se de tema plurifacetado, que envolve diferentes áreas do Direito, bem como é igualmente regulado por normas contábeis específicas, isso porque as operações societárias em que ocorrem a absorção de sociedade qualificada como instituição financeira por outra, para além do regramento comum às demais pessoas jurídicas (Código Civil²⁹⁰ e Lei das Sociedades por Ações²⁹¹), são mediadas, respectivamente, pela regulamentação e autorização do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BACEN). Outrossim, diante da complexidade do tema, é natural que mudanças normativas ou interpretativas de autoridades envolvendo uma das áreas que circunscrevem a matéria possam, ainda que não tenham esse objetivo, influenciar diretamente no comportamento dos agentes em relação ao cumprimento das demais prescrições normativas, reforçando a importância das reflexões aqui promovidas²⁹².

290 Lei nº 10.406/2002.

291 Lei nº 6.404/1976.

292 Com isso não se presume que as proposições aqui apresentadas serão verdades indubitáveis, pelo contrário, o conhecimento científico exige o debate público de reflexões, de modo que o principal objetivo do presente texto é suscitar a reflexão sobre tema de extrema relevância para a sociedade brasileira.

Nesse sentido, objetiva-se avaliar se os atuais regimes **(i)** contábil; **(ii)** societário; e **(iii)** fiscal que envolvem as incorporações de instituições financeiras são consonantes entre si ou, noutro plano, se o cumprimento de um impacta negativamente na adequação de outro.

Desse modo, para o desenvolvimento da discussão, apresentar-se-á em que sentido agentes econômicos são influenciados a cumprir (ou não) determinada prescrição normativa para, em seguida, examinar o preconizado pelos regimes acima apontados e, em que sentido, induzem, positiva ou negativamente, o cumprimento dos enunciados estabelecidos pelos demais.

2. ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO COMO FORMA DE AUXILIAR NA ANÁLISE DA EFICIÊNCIA DE NORMAS JURÍDICAS

A definição de normas jurídicas configura tema que ocupa, há tempos, o debate da filosofia do direito. Hart (2012) e Kelsen (2009) avançaram muito na referida discussão, especialmente na consolidação do positivismo jurídico contemporâneo. Em todo caso, o presente estudo não visa agregar ao referido debate, mas sim partir de um ponto em comum, notadamente que normas jurídicas configuram prescrições deontológicas, isto é, são enunciados de “dever ser” que pressupõem que dotados de efetividade na ordem do “ser” (HABERMAS, 1997, p. 171-174, 182-184), diferenciando-se, assim, da moral por esta faltar condições de transpor suas expectativas a toda comunidade (HABERMAS, 1997, p. 150-153; HABERMAS, 2002, p. 289-290).

Nesse cenário, as normas jurídicas não são efetivadas automaticamente, mas demandam um ato de vontade em que indivíduos e pessoas jurídicas se inclinam para cumprir ou não determinada prescrição normativa.

Uma forma de avaliar se normas jurídicas serão efetivas envolve o uso da economia²⁹³, em especial a ideia de que pessoas respondem a estímulos considerando a racionalidade econômica.²⁹⁴ Assim, seria possível prever a reação do agente em face de determinado enunciado jurídico (KORNHAUSER, 1986, p. 687; KORNHAUSER, 1980, p. 635-636 e 638). Ou seja, as pessoas, ao tomar decisões, avaliam quais serão os efeitos econômicos das normas jurídicas que regulam a ação, tendo essas uma influência *ex ante* sobre o comportamento dos agentes (KORNHAUSER, 1986, p. 690).²⁹⁵

O núcleo que sustenta a proposição de que possível avaliar qual será o comportamento de determinado agente reside na premissa de que pessoas agem de forma racional, notadamente atuam para maximizar suas **preferências** no ambiente em que se encontram (KORNHAUSER, 2022). As preferências do agente formam um ordenamento de elementos daquelas questões que são fundamentais para a pessoa, sendo que se presume que a ordenação dos elementos de preferência é completa e transitiva – há uma escolha definitiva (entre X e Y, escolhe um ou outro, ou é indiferente a ambos) e ordenada (se o agente prefere X a Y, e prefere Y a Z, preferirá X a Z) (KORNHAUSER, 2022; KORNHAUSER, 1986, p. 687).

É certo que a referida análise possui diversas limitações, dentre elas: **(i)** presume que agentes ordenam as preferências considerando os efeitos jurídicos sobre eles, isto é, movidos por interesses pessoais, como se interessassem apenas pelas suas próprias vantagens econômicas (KORNHAUSER, 2022); **(ii)** desconsidera que agentes

293 O realismo jurídico, tão presente na cultura jurídica estadunidense, influenciou análises do direito tendo a economia (e a disciplina microeconomia) como parâmetro, conforme explorado por Kornhauser (1980, p. 635).

294 A análise econômica do direito – que apesar de não ter iniciado com o professor Coase, ganhou notoriedade com artigo de sua autoria – configura, antes de uma prática unívoca, uma forma de abordagem ao analisar problemas legais específicos (KORNHAUSER, 2022).

295 Como ressalta Kornhauser (1986, p. 690), normas jurídicas também podem resultar em influência após a ação do agente, por exemplo, como o prestador de serviço irá se portar caso tenha causado danos a consumidor e sua suscetibilidade de escolher um acordo.

atuam considerando outros interesses, havendo inclusive áreas de regulamentação jurídica que pressupõem que pessoas não agem movidas somente por razões econômicas – *e.g.*, Direito de Família (KORNHAUSER, 1980, p. 637) –; e **(iii)** pressupõe que escolhas adotadas por pessoas (físicas ou jurídicas²⁹⁶) são realizadas sem influência de emoções ou mesmo intuições, como se decisões fossem tomadas de forma neutra²⁹⁷.

Não obstante, considerando que instituições financeiras são corporações e, afinal, são prestadoras de atividades econômicas preocupadas com os seus respectivos resultados²⁹⁸, entende-se relevante o uso da economia na predição de comportamentos em razão de normas jurídicas – a despeito de eventuais limitações que envolvem a adoção da citada metodologia.

Nesse contexto, relativamente ao parâmetro para aferir a ordem de preferências para tomada de decisão de uma instituição financeira, o lucro (ou superávit para as cooperativas de crédito) configura aspecto importante, mas não suficiente, devendo ser agregado com os riscos envolvidos diretamente na tomada de decisão (KORNHAUSER, 1986, p. 688).

Desse modo, uma norma eficiente pressupõe que revele, de forma clara, os custos e os riscos que o agente estará sujeito ao tomar determinada decisão. Noutro plano, caso a norma esteja envolta de insegurança jurídica, poderá o agente optar, ainda que sofra custos adicionais em razão de seu descumprimento, por não se adequar à prescrição. Outrossim, o mesmo ocorrerá com determinada norma cujas consequências de seu não cumprimento sejam menos onerosas que as vinculadas à sua adequação.

296 Um aspecto importante, mas que não configura objeto do presente artigo, configura refletir sobre como decisões adotadas por corporações, as quais são realizadas pelos indivíduos que a integram, podem se distanciar dos interesses da própria organização.

297 Para uma reflexão crítica em relação à citada premissa, aponta-se à ideia de racionalidade limitada explorada por Richard Thaler (2000).

298 Ora, mesmo as cooperativas de crédito, que não possuem o lucro como objetivo final, também se voltam para atingir superávits, de modo a melhorar os serviços aos seus associados e não os onerar, conforme se extrai dos arts. 80 e 89 da Lei nº 5.764/1971 e do art. 8º da Lei Complementar nº 130/2009.

A partir das premissas aqui delineadas, examinar-se-á os correspondentes regimes envolvidos na incorporação de instituições financeiras e se impactam positiva ou negativamente entre si.

3. REGIME CONTÁBIL

No tocante à incorporação de sociedades, o regramento contábil-comercial geral²⁹⁹ é prescrito pelo Pronunciamento Técnico CPC 15³⁰⁰, que, ao estabelecer o parâmetro para definição da **data** da operação, dispõe que configura a data em que o adquirente efetiva e legalmente assume o controle do negócio³⁰¹.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Deliberação nº 665/2011³⁰², incorporou³⁰³ o respectivo pronunciamento, prescrevendo normas relativas às operações de incorporação em consonância com o CPC 15. Nesse sentido, ao dispor sobre operações de fusão, cisão e incorporação envolvendo emissores de valores mobiliários em mercados regulamentados, estabeleceu que a data-base da operação de incorporação deve ser a mesma para todas as sociedades envolvidas e não deve ser anterior a 180 (cento e oitenta)

299 A teor do art. 1.779 e seguintes do Código Civil de 2002 (CC/2002), do art. 67, IX, do Decreto-Lei nº 1.598/1977, do art. 177 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 6º, “f”, do Decreto-Lei nº 9.295/1946, as sociedades empresariais em geral devem seguir em suas demonstrações financeiras os preceitos contábeis internacionais incorporados por meio de pronunciamentos técnicos editados pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que foi criado pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), integrando-o, em consonância com a Resolução CFC nº 1.055/2005.

300 Aprovado pela Resolução CFC nº 1.350/2011.

301 Em conformidade com o Pronunciamento Técnico CPC 15: “*Negócio* é um conjunto integrado de atividades e ativos capaz de ser conduzido e gerenciado com o objetivo de fornecer bens ou serviços a clientes, gerando receita de investimento (como dividendos ou juros) ou gerando outras receitas de atividades ordinárias.” (Grifos originais).

302 Substituída pela Resolução CVM nº 71/2022, editada em conformidade com o Decreto nº 10.139/2019.

303 Em que pese a regra ser a obrigatoriedade de seguir os padrões contábeis estabelecidos pelo CPC, a CVM (assim como o BACEN) possui o poder de adotar ou não os referidos pronunciamentos técnicos para as instituições submetidas à sua fiscalização, a teor do art. 10-A da Lei nº 6.385/1976.

dias da data da assembleia que deliberar sobre a operação para efeito de demonstrações financeiras³⁰⁴.

É certo que o BACEN pode igualmente adotar, em relação às instituições sujeitas à sua fiscalização, as diretivas estabelecidas pelo CPC, a teor do art. 10-A da Lei nº 6.385/1976 e em conformidade com a competência atribuída à autarquia pelos arts. 9º e 11 da Lei nº 4.595/1964. Contudo, não foi essa a postura adotada para as operações de incorporação envolvendo instituições que integram o Sistema Financeiro Nacional.

Paralelamente, CMN e BACEN estabeleceram diretivas contábeis específicas para as instituições que se submetem ao seu regime regulatório, em consonância com a competência prevista nos arts. 4º, VIII e XII, e 9º da Lei nº 4.595/1964 e no art. 61 da Lei nº 11.941/2009.

Anteriormente a 1º de janeiro de 2022, vigente o regramento estabelecido pela Resolução CMN nº 3.620/2008, que outorgava ao BACEN a competência para disciplinar os procedimentos contábeis relativos às operações de incorporação das instituições submetidas à fiscalização da autarquia, e a Circular BACEN nº 3.017/2000, que consolidava os referidos procedimentos. Nesse sentido, a referida Circular prescrevia que: **(i)** a data-base da incorporação deveria ser comum a todas as sociedades envolvidas no processo (art. 1º, II); **(ii)** a data-base configurava a data escolhida para levantamento e avaliação da situação patrimonial das sociedades (art. 1º, parágrafo único); **(iii)** a data-base antecedia a realização da respectiva assembleia que aprovou a incorporação³⁰⁵, devendo as instituições envolvidas promover, individualmente, as demonstrações financeiras durante o período compreendido entre a data-base e a assembleia (art. 2º, I); e **(iv)** a partir da assembleia era da incorporadora a obrigação de remessa e publicação das demonstrações financeiras (art. 2º, II).

304 Em conformidade com a então IN CVM nº 565/2015 (art. 6º) e a vigente Resolução CVM nº 78/2022 (art. 6º).

305 Evidenciado igualmente no art. 5º da Circular, que estabelecia o tratamento contábil das variações patrimoniais ocorridas “entre a data base” e a data da assembleia de incorporação.

No entanto, **a partir de 1º de janeiro de 2022**, vigente o tratamento estabelecido pela Resolução CMN nº 4.817/2020 em relação às operações de incorporação de entidades submetidas à fiscalização do BACEN, que estabelece notadamente: **(i)** a data-base da incorporação deve ser comum a todas as sociedades envolvidas no processo, sendo definida para avaliação da situação patrimonial das sociedades (art. 2º, VIII); **(ii)** a data-base antecede a publicação no Diário Oficial da União (DOU)³⁰⁶ da autorização pelo BACEN para realização da incorporação, de modo que as instituições envolvidas devem promover, individualmente, as demonstrações financeiras durante o período compreendido entre a data-base e a data da publicação da autorização, excluída esta última data (art. 26, II); e **(iii)** a partir da publicação no DOU da autorização pelo BACEN para realização da incorporação, é da incorporadora a obrigação de remessa e publicação das demonstrações financeiras (art. 26, § 1º).

Nesse contexto, as normas contábeis expedidas pelo CMN e BACEN estabelecem que a data de incorporação consubstancia³⁰⁷:

| | |
|--|---|
| Data de Incorporação | |
| Entre 6 de dezembro de 2000 e 1º de janeiro de 2022 (Circular BACEN nº 3.017/2000) | A partir de 1º de janeiro de 2022 (Resolução CMN nº 4.817/2020) |
| Assembleia que aprova a incorporação. | Publicação no DOU da autorização de incorporação pelo BACEN. |

Portanto, a partir de 1º de janeiro de 2022, as instituições submetidas à fiscalização do BACEN devem observar, para fins de elaboração de suas demonstrações financeiras, que a data de incorporação ocorre quando da publicação no DOU da autorização do BACEN, e não mais a data da assembleia em que houve a aprovação da correspondente incorporação. Ademais, registra-se

³⁰⁶ Em conformidade com o art. 12 do Decreto nº 9.215/2017, que determina a publicação no DOU do extrato da referida autorização do BACEN.

³⁰⁷ Elaboração própria.

que o descumprimento da Resolução CMN nº 4.817/2020 configura violação ao art. 3º, XVII, “a” e “b”, da Lei nº 13.506/2017, podendo resultar na penalidade de admoestação pública isolada ou cumulada com a penalidade de multa³⁰⁸, a teor do art. 43 da Resolução BCB nº 131/2021³⁰⁹.

Definido o parâmetro adotado pelo regime contábil que circunscreve as instituições financeiras, faz-se necessário avaliar se há dissonância ou equivalência com o regramento societário e tributário, respectivamente.

4. REGIME SOCIETÁRIO

A começar, um fato não tem, necessariamente, um sentido unívoco nem é objeto de apenas uma linguagem, mas pode ser apreendido de forma distinta a depender da linguagem científica que o examina³¹⁰.

Nesse sentido, a distinção entre direito e contabilidade também resulta em procedimento diverso na definição de sentido dos fatos examinados. Ora, enquanto a Contabilidade configura a técnica que promove a coleta, análise e comunicação de informações econômicas, de modo que seu objetivo é retratar a essência econômica subjacente às atividades (IUDÍCIBUS, 2010, p. 1-15); o Direito, por sua vez, configura disciplina que se volta ao exame do conjunto normativo cogente estabelecido em determinado território pelo respectivo soberano (KELSEN, 2009, p. 35-40).

308 De, no mínimo, vinte mil reais consoante disposto no art. 47, I, “a”, da Resolução BCB nº 131/2021.

309 Sem prejuízo de pena de inabilitação do gestor da entidade, a teor do art. 50, II, da Resolução BCB nº 131/2021.

310 A caracterização de disciplinas científicas como linguagens não poderá ser aqui desenvolvida, considerando os limites que circunscrevem o presente estudo. Em resumo, trata-se de considerar a natureza linguística (portanto, intersubjetiva) e autopoietica das disciplinas científicas, configurando linguagens, pois associam sentidos a signos de forma particular, de modo que ter “comando” de determinada ciência envolve ser capaz de entender o que se diz e de reproduzir um sinal com um sentido semântico específico (TEIXEIRA, 2023).

A definição da política contábil³¹¹ aplicável envolve averiguar a transação específica em análise³¹², de forma que a respectiva demonstração contábil pressupõe metodologia distintiva para reproduzir a realidade econômica correspondente. Nesse contexto, há diversas demonstrações e metodologias, inclusive adotadas pela legislação, para “levantar balanços e contas de resultados distintos, conforme a finalidade em vista, bem como retificar balanços já aprovados, em função de uma alteração de finalidade, e não apenas para correção de vícios ou defeitos de lançamento”. (COMPARATO, 1976, p. 3)

Noutro plano, o direito pressupõe um conjunto escalonado de normas, em que o sentido jurídico de determinado fato é aferido pela interpretação sistêmica dos princípios e das regras envolvidos na situação. Ou seja, não se examina a finalidade e respectiva diretiva que melhor retrata a realidade, mas sim se promove a devida aplicação do sistema jurídico ao contexto submetido à interpretação.

Desse modo, faz-se necessário, antes de adentrar no ato de incorporação que envolve instituições financeiras, promover breve digressão para delinear as principais características dos negócios jurídicos³¹³ genericamente considerados, a fim de, posteriormente, melhor delimitar as consequências jurídicas da operação de incorporação.

4.1. ATRIBUTOS DO NEGÓCIO JURÍDICO

Destaca-se, inicialmente, que são três os elementos do negócio jurídico: a **existência**, a **validade** e a **eficácia**.

311 Sobre o tema, aponta-se as sempre atuais reflexões do professor Comparato (1976) no sentido de que há uma “política do balanço” em que é determinada em função do contexto e da finalidade que o documento contábil é levantado.

312 *Ex vi* Pronunciamento Técnico CPC 23, aprovado pela Resolução CFC nº 1.179/2009.

313 Trata-se de espécie de fato jurídico voluntário e caracterizado “[q]uando existe por parte da pessoa a intenção específica de gerar efeitos jurídicos ao adquirir, resguardar, transferir, modificar ou extinguir direitos, estamos diante do negócio jurídico.” (VENOSA, 2022, p. 302)

A doutrina (COELHO, 2012; AZEVEDO, 2002) aduz que o negócio jurídico **existe** quando presentes dois pressupostos: **(i)** conjugação de seus elementos essenciais (sujeito de direito, declaração de vontade com intenção de produzir determinados efeitos e objeto fisicamente possível de existir); e **(ii)** juridicidade (descrição pela lei como fato jurídico).

Nesse sentido, uma vez existente, o negócio jurídico será **válido** se atendidos os requisitos previstos em lei e desde que ausente vício de formação. O CC/2002, em seu art. 104, dispõe que a validade do negócio jurídico requer: **(i)** agente capaz; **(ii)** objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e **(iii)** forma prescrita ou não defesa em lei. Portanto, o atendimento a esses requisitos constitui condição necessária (mas não suficiente) à validade do negócio jurídico. Isso porque os defeitos ou vícios do negócio jurídico também comprometem a sua validade.

Nesse cenário, a validade do negócio jurídico também depende das circunstâncias que o envolveram. Isso porque, a despeito da declaração de vontade, esta pode ocorrer de forma tal que não traduza a verdadeira atitude volitiva do agente ou persiga um resultado que contrarie as prescrições legais.

Assim, nos termos dos arts. 166 e 167 do CC/2002, é **nulo/absolutamente inválido** o negócio jurídico quando **(i)** celebrado por pessoa absolutamente incapaz; **(ii)** for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto; **(iii)** o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito; **(iv)** não revestir a forma prescrita em lei; **(v)** for preterida alguma solenidade que a lei considere essencial para a sua validade; **(vi)** tiver por objetivo fraudar a lei imperativa; e **(vii)** a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção. Ademais, a lei igualmente dispõe que **(viii)** será nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma.

De outro lado, de acordo com o art. 171 do CC/2002, além dos casos expressamente declarados na lei, é **anulável/relativamente inválido** o negócio jurídico **(i)** por incapacidade relativa do agente; e

(ii) por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores. É ver os principais aspectos que distinguem as duas figuras³¹⁴:

| | | |
|-------------|----------|---|
| EFEITOS | Nulo | <ul style="list-style-type: none"> Os negócios jurídicos nulos não produzem efeitos, devendo ser desconstituídos os que tiverem produzido antes da declaração de nulidade (efeitos <i>ex tunc</i>); |
| | Anulável | <ul style="list-style-type: none"> Os negócios jurídicos anuláveis têm preservados os efeitos produzidos antes da anulação (efeitos <i>ex nunc</i>). |
| LEGITIMAÇÃO | Nulo | <ul style="list-style-type: none"> Quando absolutamente inválidos, além dos interessados, também o Ministério Público, nos feitos em que intervier, está legitimado para requerer a declaração de nulidade. O juiz igualmente poderá fazê-lo, de ofício. |
| | Anulável | <ul style="list-style-type: none"> Apenas os interessados possuem legitimidade para postular a decretação do negócio jurídico relativamente inválido. O juiz não pode decretar a anulação do negócio jurídico sem que o interessado a postule. |
| RATIFICAÇÃO | Nulo | <ul style="list-style-type: none"> É juridicamente inexistente a ratificação do negócio jurídico nulo. O direito de postular a nulidade do negócio jurídico não se perde com o decurso do tempo. |
| | Anulável | <ul style="list-style-type: none"> O negócio jurídico anulável comporta ratificação pelas partes. |
| PRESCRIÇÃO | Nulo | <ul style="list-style-type: none"> A nulidade é causa imprescritível de invalidação do negócio jurídico (não convalidam em razão do decurso do tempo). |
| | Anulável | <ul style="list-style-type: none"> Uma vez decorrido o prazo previsto em lei sem o exercício do direito correspondente, entende-se superada a anulabilidade do negócio jurídico. |

Por sua vez, a **eficácia** de determinado negócio jurídico consiste em sua aptidão para produzir efeitos.

³¹⁴ Elaboração própria.

Como regra geral, os negócios jurídicos são prontamente exequíveis, conforme disposição do art. 134 do CC/2002. Deve-se destacar, entretanto, que, muito embora determinado negócio jurídico existente e válido seja, em princípio, eficaz, este último aspecto pode também estar limitado pela própria lei ou pela vontade das partes. Desse modo, a eficácia pode ser subordinada a **elementos acidentais** – notadamente termo, encargo e condição. Nesse sentido, a eficácia de determinado negócio jurídico é analisada sob a perspectiva negativa, isto é, por meio dos chamados fatores de ineficácia do ato ou negócio jurídico.

Chama-se de **termo** o elemento que implementa o início e o fim dos efeitos do negócio jurídico em função do tempo, associando-os a um evento futuro e certo. Ou seja, os efeitos de determinado negócio jurídico operam-se, inevitavelmente, com a observância de data predefinida, sendo inicial ou suspensivo (*dies a quo*), quando é a partir dele que se pode exercer o direito; e final ou extintivo (*dies ad quem*), quando sua observância dá fim aos efeitos do negócio jurídico.

O **encargo** (ou *modus*), por sua vez, constitui cláusula acessória que representa a imposição de uma obrigação – que pode ocorrer em benefício próprio do instituidor, de terceiro ou da coletividade anônima. O encargo, vale destacar, não representa uma contraprestação. Sobre esse ponto, cabe ainda observar que, salvo na hipótese em que estabelecido como condição suspensiva, o beneficiário já se investe na condição de titular do objeto do negócio jurídico, ficando apenas os efeitos do negócio³¹⁵ limitados ao adimplemento do encargo previsto, nos termos do art. 136 do CC/2002.

Ademais, a teor do disposto no art. 121 do CC/2002, considera-se **condição** a cláusula que, **derivando exclusivamente da vontade**

315 É certo que a doutrina civilista tem prescrito que o encargo está afeto a atos de índole gratuita – a exemplo da obra editada pelos professores Tepedino, Barboza e Bodin de Moraes (2014, p. 268-268) – contudo, igualmente correto que configura instituto que integra a parte geral do CC/2002, ao contrário do que ocorre em outros países (e.g., Alemanha), de modo que caberia reflexões acerca do possível caráter preferencial, mas não exclusivo de sua aplicação – discussão, porém, que se afasta do escopo que envolve o presente artigo.

das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto. A incerteza que permeia a condição é justamente o que a diferencia do termo, modalidade que se caracteriza pela subordinação da eficácia a um evento futuro e certo.

Nesse sentido, a doutrina civilista aponta que a condição estabelecida no âmbito do CC/2002 não abarca casos em que há uma exigência legal limitando a eficácia do negócio jurídico, uma vez que não configuraria elemento acessório, e sim pressuposto legal de eficácia³¹⁶. Não obstante, a despeito de a condição legal não estar estritamente abrangida no instituto do CC/2002, é certo que existem situações em que obrigações legais operam **como** condições, notadamente subordinando os efeitos do negócio jurídico à expedição de ato normativo administrativo³¹⁷. Ademais, forçoso recordar que o direito civil na tradição romano-germânica tem ocupado verdadeiro papel de teoria geral do direito, com seus institutos sendo transpostos para outras áreas, ainda que com as devidas variações.

Em relação às espécies de condição, há duas, conforme disposto nos arts. 125 e 127 do CC/2002, respectivamente: **(i) condição suspensiva:** quando a eficácia do negócio jurídico tem início após a realização de evento futuro e incerto, funcionando como elemento de partida para a eficácia; e **(ii) condição resolutiva:** quando não há o impedimento de que sejam produzidos efeitos desde logo, mas cessam no momento em que se verifica o evento futuro e incerto, funcionando como elemento final da irradiação dos efeitos do negócio jurídico.

Em relação à condição suspensiva, é necessário que se diga que a eficácia do negócio jurídico fica em suspenso durante o período de pendência, que transcorre entre a celebração do negócio e o efetivo implemento da condição (cláusula acessória). Reserva-se à parte mera

316 Para todos, elucidativas as considerações apresentadas por Tepedino e Oliva (2018).

317 É o que elucida o mestre administrativista Hely Lopes Meirelles: “[a]s leis que trazem a recomendação de serem regulamentadas não são exequíveis antes da expedição do decreto regulamentar, porque esse ato é *conditio juris* da atuação normativa da lei. Em tal caso, o regulamento opera **como** condição suspensiva da execução da norma legal, deixando seus efeitos pendentes até a expedição do ato do Executivo.” (Grifos nossos) (MEIRELLES, 2016, p. 151)

expectativa de direito até que se verifique a ocorrência da condição suspensiva. Portanto, não verificada a condição suspensiva, caso essa subordine a eficácia do negócio como um todo, o negócio jurídico não surtirá qualquer efeito, sendo inócuo ou inoperante no plano de sua eficácia.

Por outro lado, a condição resolutiva não impede que o negócio jurídico produza efeitos desde logo, de modo que a aquisição do direito é imediata. Entretanto, nota-se seu caráter resolúvel, na medida em que o direito apenas permanecerá na esfera do adquirente até quando ocorrer a referida condição. Ainda, de acordo com o art. 128 do CC/2002, com o implemento da condição resolutiva, extingue-se, para todos os efeitos, o direito a que ela se opõe. Não há uma definição, *a priori*, a respeito da eficácia *ex tunc* ou *ex nunc* da condição resolutiva, sendo necessário analisar, no caso concreto, a natureza da relação jurídica.

Do exposto, o negócio jurídico é **integrado** por elementos que atuam sobre 3 (três) planos: **(i) existência**, os quais o constituem; **(ii) validade**, requisitos para ser reconhecido apto; e **(iii) eficácia**, que influenciam nos efeitos sobre o mundo jurídico – cuja relação pode ser resumida na ilustração abaixo³¹⁸:



4.2. INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADES ANÔNIMAS E COOPERATIVAS

Do exame do texto constitucional, observa-se que a Constituição de 1988 estabeleceu diversos princípios vinculados à ordem

³¹⁸ Elaboração própria.

econômica, exortando³¹⁹ o capitalismo como a forma econômica pressuposta aos referidos preceitos normativos. Nesse sentido, aos indivíduos pertence a competência para decidir como explorarão suas atividades de produção e circulação de bens e serviços.

Desse modo, à iniciativa privada cabe decidir a forma e o modo pelos quais as atividades de produção, circulação de bens e prestação de serviços serão promovidas, o que é assegurado, inclusive, por expresso princípio constitucional, qual seja: **da livre iniciativa**, previsto tanto como fundamento da Carta Constitucional (art. 1º, IV) quanto diretiva da Ordem Econômica brasileira (art. 170, *caput*). Ademais, em complemento, a Constituição estabelece um princípio instrumental, que garante que os particulares não serão tolhidos de exercer a livre iniciativa, notadamente o princípio da **livre concorrência** (art. 170, IV), que se pauta, sobretudo, na vedação à prática de concorrência desleal e na neutralidade do Estado enquanto ente regulador do mercado (GRAU, 2012, p. 201-202).

Portanto, o Estado deve garantir que aqueles que assumem os riscos inerentes à atividade econômica são igualmente titulares dos respectivos resultados, até porque não deve o Poder Público internalizar os riscos que os agentes privados estão sujeitos, porquanto à iniciativa privada que compete promover e decidir a forma e o modo pelos quais as atividades de produção, circulação de bens e prestação de serviços serão exploradas.

Não obstante, é igualmente certo que a Carta Política não prescreveu um sistema exclusivamente firmado na autonomia da vontade, mas também estabeleceu diretivas vinculadas ao paradigma do Estado Social. Isto é, apesar de o pressuposto ser que compete aos indivíduos exercer atividades econômicas, cabe ao Estado promover a direção da economia, garantindo, dentre outras finalidades, a redução de desigualdades e a promoção de outros valores sociais reconhecidos

319 “Exorta” e não define, pois o sistema jurídico, apesar de trabalhar com ficções sobre o mundo do ser, não tem condições de modificar o sistema econômico por meio da introdução de normas jurídicas. Nesse sentir, revela-se sempre atual a crítica marxista acerca da relação entre Direito e Economia (ENGELS, KAUTSKY, 2012).

pela Constituição – consoante se extrai do art. 174 da Carta. Nesse contexto, inclusive, o parágrafo único do art. 170 da Constituição estabelece que haverá situações que fogem da regra do livre exercício das atividades econômicas, mas dependem de autorização do Estado para serem promovidas.

Noutro plano – ainda que a lógica da organização privada, em consonância com o regime constitucional, seja distinta da estrutura do Poder Público, em que a primeira está autorizada a realizar atos e negócios jurídicos ainda que não previstos em lei³²⁰, salvo se ilícitos, enquanto o Poder Público atua apenas quando permitido por lei³²¹ – há de se considerar o cenário brasileiro, em que o Estado tem historicamente adotado a posição de tutor em face dos indivíduos que promovem atividades econômicas. Desse modo, em paralelo às prescrições constitucionais, verifica-se contexto histórico-social dissonante que, em que pese os esforços normativos da Carta, tem relevante impacto na dinâmica da sociedade brasileira.

Ou seja, é necessário ter ciência que a mudança do arcabouço normativo-institucional não se dá de forma absoluta com a promulgação da Carta de 1988, mas é um processo, o qual ainda hoje se observa mudanças, influenciando nas prescrições jurídicas afetas à regulação das atividades econômicas.³²²

Relativamente à tradição que circunscreve a sociedade brasileira, a introdução das sociedades anônimas no ordenamento jurídico foi marcada pela prescrição de que a sua constituição estava submetida à prévia autorização do Poder Público, qualquer que fosse o seu objeto,

320 Ex vi art. 425 do CC/2002.

321 Não que inexista atos discricionários, mas se remete à noção de “Estado de Direito”, notadamente que o Poder Público age por meio e com fulcro em normas jurídicas.

322 Com isso não se adota a posição de Lassalle (2009) no sentido de que as Constituições quando não representam as reais forças políticas da sociedade são simples pedaços de papel, porém se entende que mudanças normativas não são *per se* aplicáveis, de modo que também demandam um ambiente social de deferência às prescrições constitucionais.

conforme estabelecido pelo vetusto Decreto nº 575/1849 e seguido pelo Código Comercial de 1850 – exigência que durou até 1882³²³.

No tocante à atividade financeira³²⁴, a presença de elevadas barreiras regulatórias tem sido a tônica nacional – inclusive, a Lei nº 1.083/1860 e sua regulamentação estabelecida pelo Decreto nº 2.711/1860 eram inequívocos na exigência de autorização legislativa específica para que houvesse a criação ou incorporação de instituições financeiras no país.

A redução de barreiras de entrada ao Sistema Financeiro Nacional só sofreu significativas alterações com a promulgação da Constituição de 1988 que, a despeito de manter a exigência de prévia autorização do BACEN, revogou³²⁵ o regime de cartas-patente, que configuravam títulos³²⁶ emitidos pelo governo que possibilitavam às entidades detentoras ingressarem no sistema financeiro nacional. Isso porque, nos termos do inciso I e do § 1º do art. 192 da Constituição (na redação original do dispositivo constitucional), a autorização para funcionamento de instituições financeiras teria natureza personalíssima e dependente de critérios objetivos, e não condicionada à aquisição de título transferível. Dessa forma, com a Constituição de 1988 foi mantida apenas a exigência de autorização prévia por parte do BACEN para ingresso no mercado financeiro, conforme regulado pelo art. 10, X, da Lei nº 4.595/1964. Ademais, o

323 Em conformidade com Lei nº 3.150/1882 (art. 1º), que estabeleceu a liberdade de constituição de sociedades anônimas sem autorização do Governo, bem como o Decreto nº 434/1891 (art. 46), que consolidou as normas legais e regulamentares concernentes às sociedades anônimas.

324 Sobre o tema, elucidativas as considerações apresentadas por Didimo da Agapito da Veiga (1898, p. 228-244) em relação ao regramento normativo vigente no século XIX no Brasil.

325 Aponta-se que a revogação do regime das cartas-patente e a possibilidade de estruturação de instituições que prestassem distintas atividades financeiras, possibilitando, desse modo, o surgimento de bancos múltiplos, foi antecipada pela Resolução CMN nº 1.524, de 21 de setembro de 1988 – isto é, 14 (quatorze) dias antes da promulgação da Carta.

326 A teor do Decreto-Lei nº 1.337/1974 e do Decreto nº 14.728/1921.

referido art. 192 da Carta³²⁷ igualmente estabelecia que as instituições financeiras também dependiam de autorização do BACEN para que promovessem incorporações.

Nesse sentido, como antecipado anteriormente, a incorporação de instituições financeiras está submetida a regime jurídico específico, pois, para além das normas societárias comuns às demais sociedades, aplica-se regramento regulatório prescrito pelo CMN e pelo BACEN. Assim, iniciar-se-á o exame do regramento geral para, como que degraus, passar à análise das regras específicas que envolvem as instituições financeiras.

No que se refere ao regramento societário, as instituições financeiras, com exceção das cooperativas, devem ser constituídas sob a forma de sociedades anônimas, por força do art. 25 da Lei nº 4.595/1964.³²⁸ Portanto, aplica-se: **(i)** para as instituições financeiras em geral, o estabelecido na Lei nº 6.404/1976 e, inexistindo dispositivo específico, adota-se o regramento relativo às sociedades empresariais em geral previsto no CC/2002³²⁹; e **(ii)** às cooperativas de crédito, a Lei nº 5.764/1971 (lei geral das cooperativas), a Lei Complementar nº 130/2009 (lei do cooperativismo de crédito), e o CC/2002³³⁰.

Desse modo, o CC/2002 estabelece o regramento geral relativo às modalidades de reorganização societária, cuja extensão de sua aplicação dependerá da natureza do regime societário da respectiva instituição financeira – se sociedade anônima ou se cooperativa de crédito. Nesse sentido, os arts. 1.116 e seguintes do CC/2002 estabelecem que a incorporação consubstancia a absorção³³¹ de

327 Matéria hoje remetida à legislação, a teor da redação estabelecida pela Emenda Constitucional nº 40/2003.

328 Poder-se-ia suscitar que haveria uma exceção à referida regra, notadamente as sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte que podem ser constituídas sob a forma de sociedades limitadas, por força do art. 5º da Resolução CMN nº 4.721/2019; contudo, a teor do art. 1º, I, da Lei nº 10.194/2001, trata-se de entidades **equiparadas** às instituições financeiras.

329 Em conformidade com os arts. 44, 1.089 e 2.033 do CC/2002.

330 A teor dos arts. 44, 1.093 e 2.033 do CC/2002.

331 Conforme elucida o professor Gonçalves Neto (2007, p. 492), “[o] termo absorver tem o significado de receber: a incorporadora recebe os sócios e a totalidade dos bens,

sociedade por outra, com respectiva sucessão universal de todos os direitos e obrigações, sendo promovida quando há a aprovação da operação por todas as entidades envolvidas. Outrossim, os sócios da sociedade incorporadora deverão aprovar as bases da operação e o projeto de reforma de seu ato constitutivo. Por fim, com a devida aprovação dos atos de incorporação, “a incorporadora declarará extinta a incorporada, e promoverá a respectiva averbação no registro próprio” (art. 1.118 do CC/2002).

No tocante à averbação, importa registrar que o sistema do CC/2002 não estabeleceu que configura mero ato de natureza protocolar, mas consubstancia o ato que dá efetividade à constituição/extinção de sociedades no ordenamento jurídico, conforme se extrai dos arts. 45, 985, 999 e 1.109 do CC/2002.

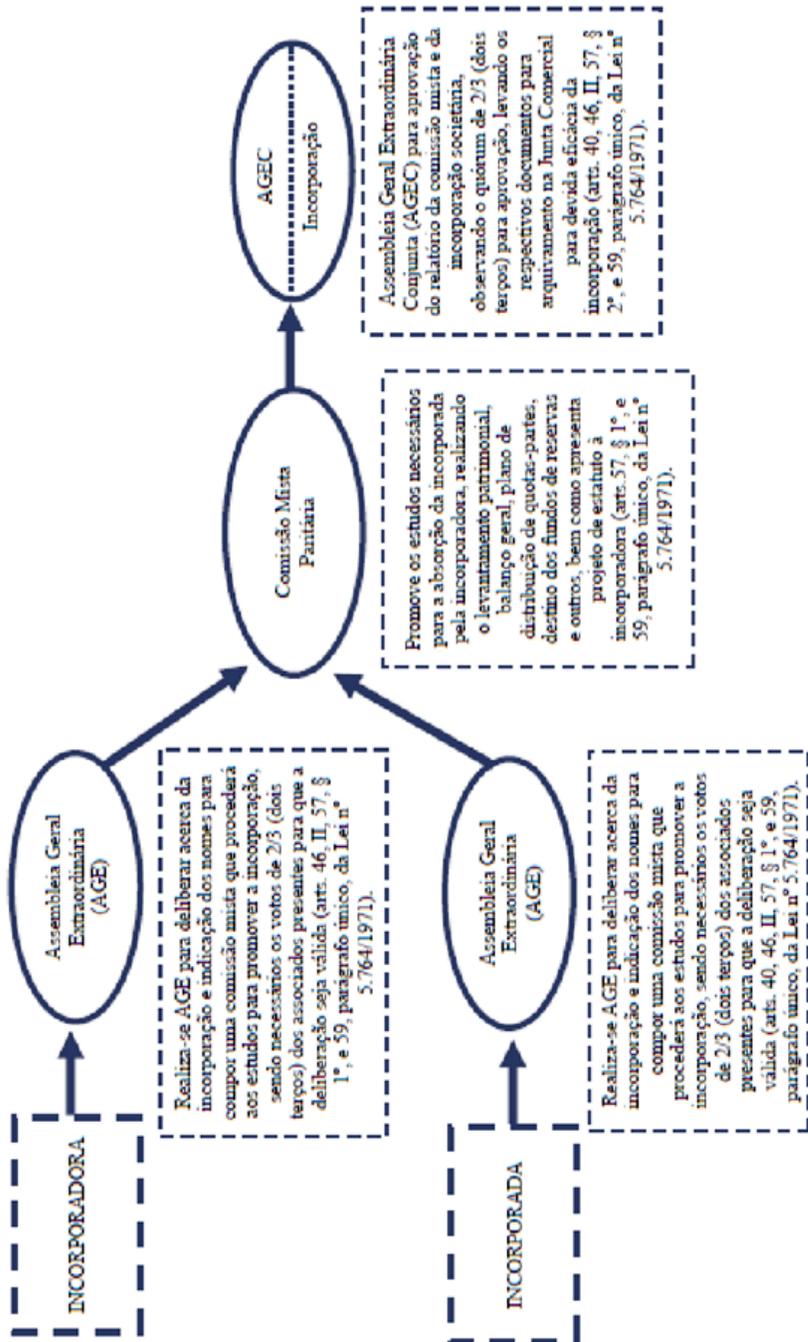
Acerca do procedimento específico de incorporação que circunscrevem as instituições financeiras constituídas, respectivamente, sob a forma de **(i)** cooperativas, e **(ii)** sociedades anônimas³³², há diversos dispositivos envolvidos, de modo que se consolida os procedimentos em esquemas ilustrativos expostos a seguir:³³³

direitos e obrigações das sociedades incorporadas que, em razão disso, nada mais possuindo, integram-se àquela e desaparecem do mundo jurídico.”

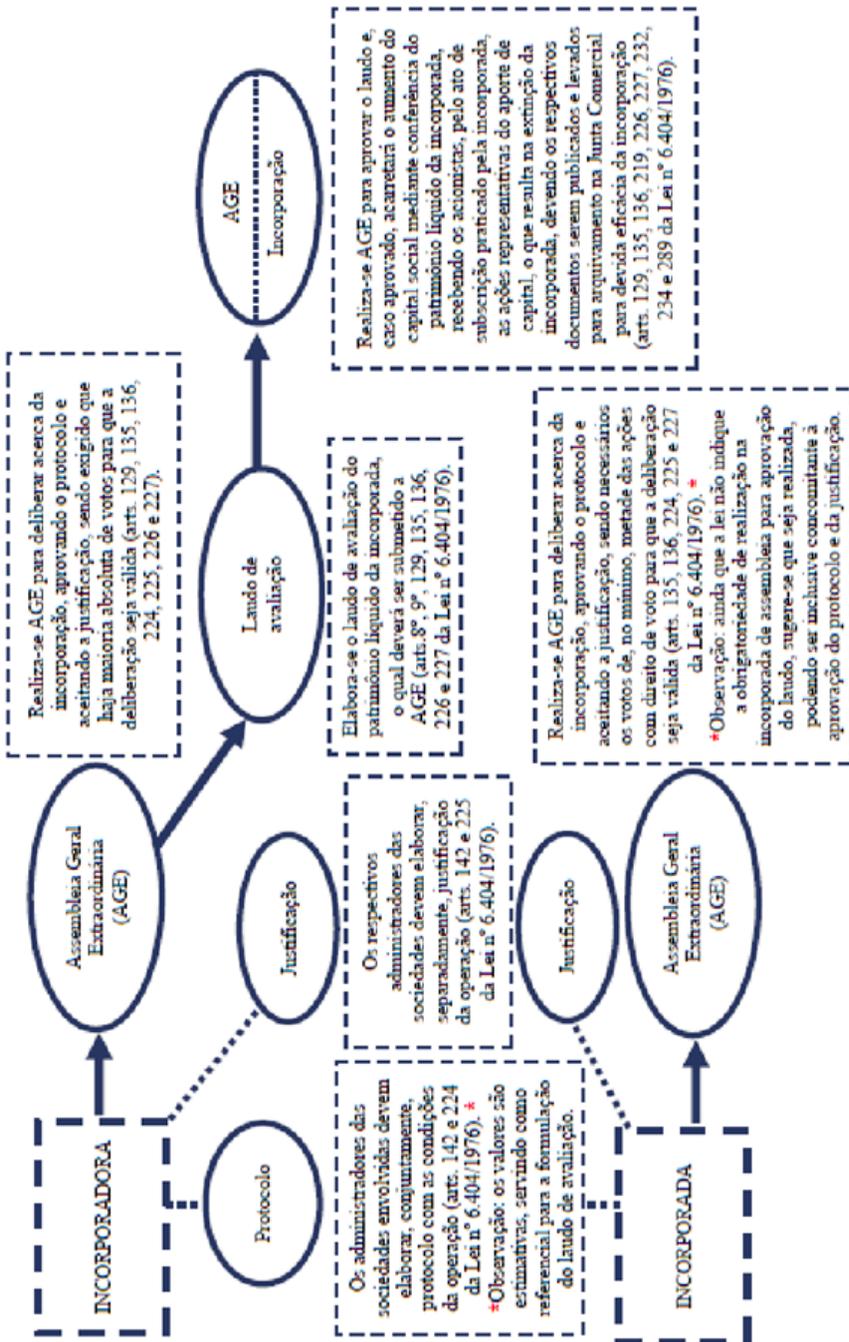
332 A incorporação, enquanto instituto jurídico, foi referida pela primeira vez no ordenamento jurídico brasileiro pelo Decreto-Lei nº 2.627/1940. Não obstante, o regramento que envolvia o instituto era deveras distinto ao atual, porquanto o diploma legal foi instituído com influência contratualista, enquanto a Lei nº 6.404/1976 foi proposta com forte caráter institucionalista, com procedimentos de observância obrigatória, em conformidade com o princípio da publicidade (CARVALHOSA, 2011, p. 234 e 261).

333 Elaboração própria.

INCORPORAÇÃO DE COOPERATIVAS



INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADES ANÔNIMAS



Ou seja, com a aprovação da incorporação pela Assembleia Geral Extraordinária da sociedade incorporadora, no caso de sociedade anônima, ou pela Assembleia Geral Extraordinária Conjunta, quando diante de cooperativas de crédito, há a devida **constituição** do negócio jurídico cuja eficácia de seus efeitos – notadamente a respectiva extinção da incorporada e absorção de seu patrimônio pela incorporadora – está condicionada à devida publicidade do ato.

Nesse sentido, a Lei nº 8.934/1994 – que dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências – regulamenta o registro dos atos de incorporação na Junta Comercial, estabelecendo, em seus arts. 32, II, e 36, que os atos de incorporação devem ser arquivados na Junta Comercial³³⁴ e, para que produzam os referidos efeitos à data da aprovação da incorporação, devem ser levados a registro em até 30 (trinta) dias a contar do evento.

Portanto, a regra geral é: as respectivas Assembleias Gerais Extraordinárias **constituem** o negócio jurídico de incorporação, devendo ser promovida a averbação do ato no prazo de 30 (trinta) dias a contar da assembleia, de modo que a **eficácia** da operação tenha efeito desde a data do evento, caso contrário, sua eficácia será a partir do despacho que conceder a respectiva averbação.

Observadas as regras gerais³³⁵ que circunscrevem as incorporações de sociedades anônimas e cooperativas, importa questionar quais seriam os reflexos, para fins de definição do regime jurídico, da submissão das alterações estatutárias e da operação de incorporação à autorização do BACEN.

334 Quando as sedes da incorporada e da incorporadora não são na mesma unidade federativa, deve-se, a teor do art. 73 da Instrução Normativa DREI nº 81/2020, primeiro promover o arquivamento dos atos na Junta Comercial da sede da incorporadora para, então, requerer o arquivamento dos atos na Junta Comercial da sede da incorporada.

335 Considerando o objeto do presente artigo, não serão exploradas todas as circunstâncias que envolvem a operação de incorporação, dentre outros, o direito de retirada e regras específicas relativas às companhias abertas.

4.3. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E NORMAS ESPECIAIS

Como observado, as atividades financeiras, a despeito de sua prestação recair sobre a iniciativa privada, são sujeitas à extensa regulação pelo CMN e fiscalização pelo BACEN. Nesse sentir, operações que são correntemente realizadas sem submeterem à prévia aprovação do Estado, quando são promovidas por instituições financeiras estão submetidas à fiscalização do BACEN e condicionadas à autorização³³⁶ da autarquia, dentre elas, a mudança estatutária e a incorporação de sociedades.

Ora, qual seria a natureza do ato administrativo de autorização do BACEN para que instituições financeiras possam promover incorporações? Integra o negócio jurídico³³⁷ de incorporação, seria um requisito de validade para a operação, ou um ato-condição para que aquele fosse efetivado?

Na formação do direito administrativo enquanto disciplina autônoma, diversos foram os questionamentos suscitados no tocante à relação entre direito privado e público, em especial como atos promovidos na esfera privada são influenciados por atos administrativos e vice-versa.

336 No precedente firmado no REsp 1.994/RS, julgado em 22 de março de 1990, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) ratificou o acórdão do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul (TJRS) que concluiu que a autorização tem natureza de ato discricionário, de modo que impassível de revisão pelo Poder Judiciário (BRASIL, 1990). Particularmente, entende-se incompleta a referida posição, pois, ainda que se considere que o ato tem natureza discricionária (premissa que se discorda, mas cuja reflexão extrapolaria o espaço do presente artigo), não está afastada a possibilidade de o Judiciário examinar a ilegalidade ou inconstitucionalidade do ato administrativo por violação a forma, competência ou outros atributos que não envolvam o mérito propriamente dito da decisão administrativa.

337 Por praticidade, se fará referência ao “negócio jurídico de incorporação” no singular, ainda que a questão em exame envolva discernir se há união interna ou externa dos atos jurídicos de direito privado e administrativo na constituição, validade e eficácia da operação societária de incorporação. Para considerações acerca da união de negócios jurídicos, remete-se à clássica obra de Bernardes de Mello (2012, p. 255-256).

Ao refletir sobre o tema da jurisdição voluntária³³⁸, Mendes de Almeida (1962) observou que há diversas atividades que somente podem ser realizadas mediante a interveniência do Estado. Dentre as referidas atividades, verificam-se situações em que a legislação estabelece que negócios jurídicos apenas se apresentam lícitos e, assim, suscetíveis de produzir efeitos jurídicos, quando presente autorização estatal (ALMEIDA, 1962, p. 388-389).

Não obstante, qual seria a natureza do referido ato administrativo que garante a licitude e respectivos efeitos do negócio jurídico?

A começar, como exortou Lafayette Pondé (1961), o ato administrativo consubstancia ato jurídico emanado por órgão no exercício de um poder da administração. Desse modo, não se trata de ato que integra a formação de negócio jurídico de direito privado, enquanto elemento constitutivo, uma vez que aquele é formado no exercício da autonomia privada e o ato administrativo emana de agente no desempenho de função pública.³³⁹

Considerando as idiosincrasias que envolvem o ato administrativo, Cid Tomanik Pompeu (1980) entendeu, com fulcro na doutrina francesa, que a autorização administrativa teria natureza de um **ato-condição**, pois não criaria a situação jurídica, mas apenas garantiria que determinado sujeito estivesse subtraído da condição impessoal de proibição, aplicando *status* legal de liberdade diante da situação em que investido. Isto é, não atribuiria novo direito ao sujeito, mas se limitaria a eliminar óbices ao exercício de direito preexistente. Assim, as autorizações seriam condições jurídicas, configurando atos acessórios a outro ato.

338 O professor adotava a expressão “jurisdição graciosa” (ALMEIDA, 1962).

339 “[O] ato administrativo é produzido no exercício da função administrativa. Isso significa excluir da categoria de ato administrativo aquele que, embora produzindo efeitos no âmbito do direito administrativo, seja praticado por um particular no exercício de sua autonomia privada. Assim, a formulação de proposta numa licitação não é um ato administrativo, já que o licitante não desempenha função administrativa.” (JUSTEN FILHO, 2014, p. 285)

Nesse contexto, ao examinar as atividades financeiras sob a égide da Constituição de 1969 (art. 8º, IX e X)³⁴⁰, os professores Arnaldo Wald (2004) e Hely Lopes Meirelles (1984) cunharam o termo **atos bifaces** para se referirem às manifestações de vontade de direito privado e de direito público no bojo de negócios que envolvessem instituições submetidas à fiscalização do BACEN.

No entanto, a despeito do uso comum do termo, observa-se variações importantes na respectiva conceituação jurídica do referido entre os professores.

Ao examinar a natureza dos atos de autorização para incorporação, Arnaldo Wald (2004) observou que haveria duas declarações de vontades: **(i)** dos particulares, que acordam em promover a operação, regulada pelo direito privado, e **(ii)** do Estado, sob a forma de autorização do BACEN, submetida ao direito público. Haveria, portanto, dois atos jurídicos – que integrariam ato complexo de natureza externa, vez que são manifestações emanadas por duas entidades distintas – sujeitos, respectivamente, a regimes jurídicos diversos. Desse modo, as manifestações de vontade submetidas a regramentos específicos formariam **um ato biface**, cuja natureza seria de **ato complexo**.

Nesse sentido, ao examinar a relação dos dois atos, o professor suscitou que a autorização do BACEN não configuraria condição para a eficácia do ato de incorporação, “mas verdadeiro requisito para sua própria existência, não havendo, assim, como confundir a autorização com a condição” (WALD, 2004, p. 335).

Por conseguinte, a autorização da autarquia teria natureza constitutiva à incorporação e mudança estatutária. Reforçando a referida proposição, o autor suscitou em artigo posterior (WALD, 2002) – já sob a Constituição de 1988 e que examinava a competência

340 A posição aqui adotada, a despeito da retórica de tratar o texto da junta de ministros militares como emenda e não uma nova Constituição, é de que em 1969 foi efetivamente estabelecida uma nova ordem constitucional, ainda que totalitária e outorgada por uma junta militar – o que inclusive suscita importantes reflexões acerca das relações entre direito e poder. Sobre a retórica de tratar o texto como Emenda, confira-se o exposto por Bonavides (1991, p. 443-444).

de agências reguladoras no tocante a mudanças em controle acionário de empresas concessionárias de serviços públicos³⁴¹ – que o ato comercial e o ato administrativo “são verdadeiros ‘irmãos siameses’ que não podem ser dissociados, dando o ato administrativo validade à decisão de natureza comercial e funcionando como uma espécie de ‘blindagem’, sem a qual a alteração é incompleta e não produz efeitos” (WALD, 2002, p. 30).

Desse modo, na linha da posição do professor (WALD, MORAIS, WAISBERG, 2009), a autorização teria **natureza constitutiva** em relação ao negócio jurídico de incorporação de instituições submetidas à fiscalização do BACEN.

Contudo, de plano, entende-se incorreta a posição do autor, uma vez que confronta com a natureza jurídica do ato administrativo complexo. Trata-se de um único **ato administrativo** cuja formação se dá pelo concurso de vontades de órgãos diferentes, que **exercem função pública**, para a formação do ato (FURTADO, 2013, p. 231; MEIRELLES, 2016, p. 196). *In casu*, porém, há uma declaração promovida no âmbito da autonomia privada e outra no exercício de função pública, de modo que inaplicável a figura do ato complexo administrativo, pois não se trata de declarações emitidas por apenas sujeitos que exercem função pública.

Paralelamente, ao explorar a leitura de Hely Lopes Meirelles, observa-se interpretação com matiz distinta. Dentre as classificações que envolvem o ato administrativo, haveria os **atos negociais** que são aqueles em que há “uma declaração de vontade do Poder Público coincidente com a pretensão do particular” para que haja concretização de negócios jurídicos (MEIRELLES, 2016, p. 211).

Existiriam, no caso, **dois atos bifaces**, uma vez que há uma manifestação de vontade do particular, sujeita ao direito privado, e

341 Os atos bifaces são recorrentes em diferentes atividades econômicas submetidas a intensa regulação estatal, em especial serviços públicos concedidos à iniciativa privada, como ocorre com os serviços de telecomunicações, conforme estabelecido no art. 97 da Lei nº 9.472/1997.

uma declaração do Poder Público, submetida ao direito administrativo (MEIRELLES, 2016, p. 216).

Não obstante, o administrativista aponta que os atos são “distintos e inconfundíveis, mas permanecem justapostos um ao outro de modo indissociável” (MEIRELLES, 2016, p. 216). Dessa forma, enquanto atos jurídicos distintos, cada qual tem seus elementos constitutivos vinculados ao respectivo ato, de modo que um não é requisito de existência ou de validade do outro, ainda que ambos sejam integrantes da operação e tenham natureza principal, e não acessória, pois a efetivação daquela depende de ambos (MEIRELLES, 1984, p. 309).

Em sentido semelhante, foi a posição adotada pelo professor Caio Tácito (1983) que, em artigo sobre o tema, aduziu que a autorização vitaliza o direito em movimento, complementando-o de modo que possa ter efetividade no mundo jurídico. Portanto, não tem natureza constitutiva ao negócio jurídico, “mas possibilita a eficácia de direito preexistente que a lei condicionou, quanto a seus efeitos, à permissão da autoridade pública”, configurando, desse modo, um ato-condição (TÁCITO, 1983, p. 255).

Os estudos são relevantes ainda que apresentem conclusões com variações acerca do conteúdo da autorização, pois permitem observar a natureza que envolve a operação de incorporação de instituição submetida à fiscalização do BACEN, notadamente que há dois atos jurídicos – independentemente de qual posição se filie acerca da relação que ambos possuem entre si.

Com essa consideração, a análise da legislação que envolve o regime jurídico de operações de incorporação que as instituições financeiras estão sujeitas ficará mais clarividente, porquanto se há dois atos jurídicos, deve-se averiguar, no exame da legislação, em qual campo o respectivo ato administrativo se manifesta, isto é, se integra algum dos planos do negócio jurídico (existência, validade ou eficácia) ou, paralelamente, se configura ato jurídico autônomo.

4.3.1. INCORPORAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E PLANO DA EXISTÊNCIA

A análise promovida até o momento permite aferir que a incorporação de instituições financeiras compreende **(i)** ato jurídico de direito privado: CC/2002 (Lei nº 10.406), Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976) e Lei das Sociedades Cooperativas (Lei nº 5.764/1971); **(ii)** ato jurídico de direito público: Lei do Sistema Financeiro Nacional (Lei nº 4.595/1964) e Lei do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo (Lei Complementar nº 130/2009); e **(iii)** registro da incorporação: CC/2002 (Lei nº 10.406), Lei de Registros Públicos de Empresas e Atividades Afins (Lei nº 8.934/1994), Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976) e Lei das Sociedades Cooperativas (Lei nº 5.764/1971).

Começar-se-á, assim, com o plano da **constituição** da incorporação, avaliando qual(is) ato(s) integra(m) sua criação.

Nesse sentido, observa-se que a incorporação de instituições financeiras se desenvolve com a deliberação assemblear, seguindo os procedimentos gerais prescritos pelo CC/2002 (arts. 1.116 a 1.118), bem como específicos dispostos na Lei nº 6.404/1976 (arts. 224 a 227 e 255) e na Lei nº 5.764/1971 (arts. 57 e 59), respectivamente, que, **com a aprovação do negócio, há a constituição da referida situação jurídica³⁴², qual seja: absorção do patrimônio da incorporada pela incorporadora e respectiva extinção da personalidade da incorporada.**

Ou seja, a teor do estabelecido no CC/2002, na Lei nº 6.404/1976 e na Lei nº 5.764/1971, em princípio, a **constituição** da incorporação decorre de ato jurídico de direito privado, não sendo, por consequência, integrada pela autorização autárquica. Até porque é com a aprovação

342 Trata-se de expressão cujo sentido jurídico foi suscitado pelo professor Pietro Perlingieri (2002) que, ao estudar o instituto da “relação jurídica”, propôs uma leitura menos focada no aspecto subjetivo (outro sujeito da relação) para o aspecto objetivo (relação entre o fato jurídico e a norma) que permitiu, dentre outros pontos, o desenvolvimento e a compreensão da natureza dos direitos de personalidade.

da incorporação em assembleia que o pedido de autorização deve ser apresentado – notadamente em 30 (trinta) dias da referida assembleia, conforme se extrai dos arts. 1.037 e 1.131 do CC/2002 (sociedades anônimas) e dos arts. 17, 20 e 62 da Lei nº 5.764/1971 (cooperativas de crédito).

Nesse contexto, considerando que o registro dos atos societários é que produz efetividade à constituição/extinção dos negócios jurídicos, necessário verificar qual é o ato levado a registro. Da referida análise, restarão clarificadas a natureza e a relação dos respectivos atos de direito privado e de direito público.

Em outros termos, questiona-se se a legislação afeta ao registro estabelece que o ato a ser averbado teria natureza de ato composto, com a deliberação assemblear e o ato administrativo consubstanciando “irmãos siameses”, **ou**, paralelamente, os atos ensejam consequências jurídicas distintas ainda que ambos sejam necessários para que haja, respectivamente, a sua constituição e o seu funcionamento.

O tema foi consolidado pelo CC/2002 que, enquanto diploma que tem como objetivo uniformizar as normas jurídicas afetas à autonomia privada, regulamentou a matéria relativa à autorização governamental para exercício de atividades econômicas (tema recorrente na tradição brasileira) em seus arts. 1.123 e 1.128 a 1.133.

Do exame da legislação, extrai-se que, à exceção das sociedades anônimas de capital aberto³⁴³, cuja constituição depende da intervenção do Poder Público (art. 1.132 do CC/2002)³⁴⁴, a **autorização** diz respeito ao exercício de atividade econômica, e não à constituição do respectivo negócio jurídico de natureza societária. Dessa forma, a constituição do ato societário seria preexistente ao exame da autoridade pública,

343 Os valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, a teor do art. 4º da Lei nº 6.404/1976.

344 Trata-se de regra há tempos presente no ordenamento jurídico brasileiro, conforme prevista no art. 63 do Decreto-Lei nº 2.627/1940 (cujos arts. 59 a 73 foram revogados pelo CC/2002, a teor do art. 2º, § 1º, do Decreto-Lei nº 4.657/1942), a qual visa garantir a poupança popular, condicionando a subscrição pública à declaração que a companhia poderá exercer a respectiva atividade que pretende promover.

ainda que a autorização seja obrigatória para que a entidade possa desenvolver as suas finalidades – é ver³⁴⁵:

| Procedimento de autorização | Documentos a serem publicizados ³⁴⁶ |
|---|--|
| Art. 1.131. Expedido o decreto de autorização, cumprirá à sociedade publicar os atos referidos nos arts. 1.128 e 1.129, em trinta dias, no órgão oficial da União, cujo exemplar representará prova para inscrição, no registro próprio, dos atos constitutivos da sociedade. Parágrafo único. A sociedade promoverá, também no órgão oficial da União e no prazo de trinta dias, a publicação do termo de inscrição. | Art. 1.128. O requerimento de autorização de sociedade nacional deve ser acompanhado de cópia do contrato, assinada por todos os sócios, ou, tratando-se de sociedade anônima, de cópia, autenticada pelos fundadores, dos documentos exigidos pela lei especial. Parágrafo único. Se a sociedade tiver sido constituída por escritura pública, bastará juntar-se ao requerimento a respectiva certidão. |
| Art. 1.133. Dependem de aprovação as modificações do contrato ou do estatuto de sociedade sujeita a autorização do Poder Executivo, salvo se decorrerem de aumento do capital social, em virtude de utilização de reservas ou reavaliação do ativo. | Art. 1.129. Ao Poder Executivo é facultado exigir que se procedam a alterações ou aditamento no contrato ou no estatuto, devendo os sócios, ou, tratando-se de sociedade anônima, os fundadores, cumprir as formalidades legais para revisão dos atos constitutivos, e juntar ao processo prova regular. |
| Registro dos atos societários | |
| Art. 1.152. Cabe ao órgão incumbido do registro verificar a regularidade das publicações determinadas em lei, de acordo com o disposto nos parágrafos deste artigo. § 1º Salvo exceção expressa, as publicações ordenadas neste Livro serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado, conforme o local da sede do empresário ou da sociedade, e em jornal de grande circulação. | |

345 Elaboração própria.

346 Poder-se-ia suscitar que, para as instituições financeiras constituídas como sociedades anônimas, as publicações poderiam se dar de forma resumida, em conformidade com o art. 289 da Lei nº 6.404/1976 (na redação dada pela Lei nº 13.818/2019). No entanto, ainda que o art. 227, § 3º, da Lei nº 6.404/1976 se refira à publicação dos atos de incorporação, trata-se de regra geral que envolve todas as sociedades anônimas, e não aquelas submetidas à autorização do Poder Executivo Federal, cuja regulamentação está prevista no CC/2002 – que revogou os arts. 59 a 73 do Decreto-Lei nº 2.627/1940 que aplicava a matéria em conformidade com o art. 300 da Lei nº 6.404/1976 – o qual não traz medida de simplificação ou dispensa de publicação, salvo se a sociedade tiver sido constituída por escritura pública.

Art. 1.153. Cumpre à autoridade competente, antes de efetivar o registro, verificar a autenticidade e a legitimidade do signatário do requerimento, bem como fiscalizar a observância das prescrições legais concernentes ao ato ou aos documentos apresentados. Parágrafo único. Das irregularidades encontradas deve ser notificado o requerente, que, se for o caso, poderá saná-las, obedecendo às formalidades da lei.

A teor do CC/2002, após a devida autorização e correspondente publicação do despacho do BACEN no DOU, promove-se **(i)** a publicação da alteração dos atos societários, **(ii)** o requerimento de arquivamento do ato societário e, subsequentemente, **(iii)** a publicação do referido pedido, consubstanciando o despacho do BACEN prova que deverá ser apresentada à Junta Comercial, em conformidade com os arts. 1.131, 1.133, 1.152 e 1.153 do CC/2002.

Desse modo, é a declaração de vontade regida pelo direito privado que configura a situação jurídica constituída que será dada eficácia pelo registro no órgão competente. Portanto, ainda que a autorização do BACEN seja igualmente ato jurídico necessário, observa-se que **não** configura ato que **constitui** a situação jurídica – pois não é o ato levado a registro –, mas apenas declara a licitude do negócio jurídico firmado pelos particulares, garantindo o exercício de atividade econômica outrora submetida à condição impessoal de proibição³⁴⁷. Nesse contexto, o evento de incorporação de instituição financeira é formado **(i)** pela **constituição** da situação jurídica a partir da deliberação assemblear, em conformidade com os procedimentos societários; e a **(ii)** subsequente **autorização** do BACEN.

Ademais, o referido regime jurídico fica ainda mais assente pelo exame da Lei nº 5.764/1971, isso porque, ao tratar dos negócios jurídicos societários das cooperativas de crédito, estabelece expressamente que a autorização do BACEN não influi na constituição do ato societário, sendo a deliberação assemblear o ato levado a registro, nos termos dos arts. 57, § 3º, e 59 da Lei:

347 Nesse sentir, oportuno ressaltar que configura ilícito penal o exercício de atividade financeira sem a devida autorização do BACEN, a teor do art. 16 da Lei nº 7.492/1986.

Art. 57. (...)

§ 3º Exclui-se do disposto no parágrafo anterior a fusão que envolver cooperativas que exerçam atividades de crédito. Nesse caso, aprovado o relatório (sic) da comissão mista e **constituída** a nova sociedade em Assembléia Geral conjunta, a autorização para funcionar e o registro dependerão de prévia anuência do Banco Central do Brasil.

Art. 59. Pela incorporação, uma sociedade cooperativa absorve o patrimônio, recebe os associados, assume as obrigações e se investe nos direitos de outra ou outras cooperativas.

Parágrafo único. Na hipótese prevista neste artigo, serão obedecidas as mesmas formalidades estabelecidas para a fusão, limitadas as avaliações ao patrimônio da ou das sociedades incorporandas. (Grifos nossos)

Examinada a questão referente ao plano da existência, cumpre refletir acerca da validade do negócio e sua relação com a autorização autárquica. Paratanto, oportuno verificar as consequências decorrentes da rejeição da autorização – que pode se dar via arquivamento, sem apreciação do mérito do pedido, ou indeferimento, a teor do art. 19 da Resolução CMN nº 4.970/2021 – isso porque, por vezes, a ausência de determinado ato tende a ser elucidativa para evidenciar a sua relação com o conjunto e respectiva natureza.³⁴⁸

4.3.2. INCORPORAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E PLANO DA VALIDADE

As consequências da rejeição da autorização podem ser inferidas dos arts. 1.033, V, do CC/2002 e do art. 206, I, “e”, da Lei nº 6.404/1976,

348 Isso porque, conforme Platão (1973, p. 135-203) apresenta, a negação configura categoria relacional, isto é, ainda que ao afirmar “cachorro não é gato” não preencha a definição de “cachorro”, é possível circunscrever as respectivas possibilidades semânticas do termo para, então, definir o que efetivamente é “cachorro”.

que tratam da extinção da autorização da sociedade para funcionar. Nesse sentido, em uma primeira leitura dos dispositivos, parece que o ato administrativo configura elemento do plano de validade do negócio, cuja ausência, no caso de incorporação, resultaria em sua nulidade. Nessa linha, os atos bifaces configurariam um ato composto, integrando o negócio jurídico de incorporação.

Contudo, apenas em uma primeira leitura, pois, o exame sistêmico do ordenamento aponta que, caso a incorporação não seja autorizada pelo BACEN, não deverá ocorrer a automática dissolução do negócio jurídico societário ou mesmo das sociedades. Pelo contrário, não apenas a primeira leitura se encontra em direta violação ao arranjo constitucional – notadamente a função social da empresa e sua correspondente preservação – mas igualmente contraria o expressamente estabelecido pela Resolução CMN nº 4.970/2021 (arts. 19, 21, 23 e 26) e pela Instrução Normativa BCB nº 299/2022 (art. 6º), que dispõem que a negativa do BACEN não implica em desconstituição do negócio submetido à autorização, e sim somente **(i)** na impossibilidade de exercer a atividade sujeita à restrição pelo Poder Público, e **(ii)** correspondente necessidade de a entidade promover a mudança de seu objeto social.

Desse modo, inequívoco que a **autorização** autárquica **não consubstancia requisito de existência ou validade do negócio**. Ademais, parece que – se a incorporação não é desconstituída, sendo, inclusive, efetivada ainda que ausente autorização –, também não integra o plano de eficácia da operação societária. Contudo, antes de ratificar a referida inferência, necessário perquirir o procedimento de arquivamento do ato societário e seu respectivo termo inicial de eficácia quando há autorização expedida pelo BACEN.

4.3.3. INCORPORAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E PLANO DA EFICÁCIA

Ora, se a autorização configurar condição jurídica (dever) que integra o plano de eficácia do negócio jurídico de incorporação, o termo inicial dos seus efeitos seria a data de publicação da autorização do BACEN – por força do art. 1.151 do CC/2002 e dos arts. 32 e 36 da Lei nº 8.934/1994, que prescrevem que o registro deve ser promovido em 30 (trinta) dias da lavratura do negócio para retroagir à referida data.

Não obstante, a questão foi adiantada anteriormente³⁴⁹, pois o exame da legislação que envolve o registro de negócios sujeitos à autorização do Poder Executivo aponta que o ato levado a registro configura a decisão assemblear, de modo que a data da respectiva assembleia que aprova a operação configura o termo inicial de eficácia de incorporação de instituição financeira – em conformidade com o enunciado jurídico que decorre da interpretação dos arts. 1.131 e 1.133 do CC/2002 e do art. 57, § 3º, da Lei nº 5.764/1971, combinados com o disposto no art. 1.151 do CC/2002 e nos arts. 32 e 36 da Lei nº 8.934/1994.

Contudo, a referida conclusão não resulta em estabelecer que a autorização é indiferente para o procedimento de arquivamento e respectivo termo inicial de eficácia do negócio jurídico. Ou seja, ao afastar a natureza da autorização como condição jurídica (dever) que integra o plano de eficácia do negócio jurídico de incorporação, não conduz em estabelecer que **(i)** os efeitos retroagem para a data da assembleia somente se **(i.a)** a autorização do BACEN for publicada em até 30 (trinta) dias da assembleia e **(i.b)** o registro for devidamente apresentado também no respectivo prazo; enquanto **(ii)** se o pedido for apresentado após 30 (trinta) dias contados da data da assembleia, independentemente da data de publicação da autorização do BACEN, os efeitos iniciarão a partir da data do despacho que conceder o arquivamento da ata de assembleia que aprovou a incorporação.

349 Vide tópico 4.3.1.

Ora, a descaracterização da autorização como condição jurídica (dever) não resulta na interpretação acima, isto é, na ausência de qualquer influência da autorização no procedimento de arquivamento.

Primeiro, porque a interpretação resultaria na manifesta desídia do BACEN em se adequar aos prazos prescritos no art. 1.151 do CC/2002 e nos arts. 32 e 36 da Lei nº 8.934/1994 e, assim, total inaplicabilidade às instituições financeiras da retroação dos efeitos da incorporação à data das assembleias, pois, a teor da Resolução BCB nº 108/2021, a aprovação por parte do BACEN pode demorar até 360 (trezentos e sessenta) dias a contar da apresentação de todos os elementos necessários para exame da respectiva autorização. **Segundo**, a legislação reconhecia as particularidades que envolviam as instituições cujos atos societários estavam sujeitos à autorização do Poder Público, condicionando a etapa do registro à prévia publicação da autorização, conforme estabelecia a Lei nº 8.934/1994 em sua redação original³⁵⁰:

Art. 35. Não podem ser arquivados:

(...)

VIII - os contratos ou estatutos de sociedades mercantis, ainda não aprovados pelo Governo, nos casos em que for necessária essa aprovação, bem como as posteriores alterações, antes de igualmente aprovadas.

Parágrafo único. A junta não dará andamento a qualquer documento de alteração de firmas individuais ou sociedades, sem que dos respectivos requerimentos e instrumentos conste o Número de Identificação de Registro de Empresas (Nire).

Portanto, a legislação prescrevia que o termo inicial de eficácia de incorporação de instituição financeira seria a data da assembleia que aprovasse a operação se realizado o registro da ata em até 30 (trinta)

³⁵⁰ No mesmo sentido, era o enunciado extraído do art. 1.131 do CC/2002 e do art. 57, § 3º, da Lei nº 5.764/1971.

dias da publicação da autorização do BACEN e houvesse igualmente a correspondente publicação dos documentos exigidos pelos arts. 1.128, 1.129 e 1.131 do CC/2002 no DOU.

Noutro plano, contudo, a partir da Lei nº 13.874³⁵¹, de 20 de setembro de 2019, foi revogado o enunciado da Lei nº 8.934/1994 (art. 35, VIII) que condicionava o registro à prévia publicação da autorização do Poder Público. Ao alterar a Lei nº 8.934/1994 que configura lei especial, a Lei nº 13.874/2019 reformou o regime jurídico que circunscrevia as entidades que promovem atividades sujeitas à autorização do Poder Público, por força do art. 2º do Decreto-Lei nº 4.657/1942. Nesse sentido, estabeleceu que o prosseguimento de arquivamento de atos societários que dependessem de autorização do Poder Público deveria ocorrer independente da correspondente autorização prévia, a teor do art. 35, parágrafo único, da Lei nº 8.934/1994 (na redação dada pela Lei nº 13.874/2019).

A Lei nº 13.874/2019 ensejou, portanto, significativa mudança em relação ao histórico normativo que circunscreveu o empreendimento de atividades econômicas, em especial aquelas afetas ao Sistema Financeiro Nacional. Ora, como observado, a tônica do regramento legal tem sido a submissão da iniciativa privada à prévia aprovação do Poder Público, de modo que configura profunda alteração deixar de condicionar o registro de ato societário à antecedente autorização do órgão competente para fiscalizar a atividade financeira.

Contudo, como ocorre com mudanças significativas que afetam a tradição da sociedade, há resistências. Nesse sentido, apesar de devidamente prevista a referida vedação de condicionar o registro à autorização, inclusive conforme regulamentado pelo Decreto nº 1.800/1996 (na redação dada pelo Decreto nº 10.173/2019), o CMN manteve a exigência de que a apresentação para registro dos atos societários permanecia sujeita à prévia aprovação da operação pelo

351 Resultado da conversão da MP nº 881/2019, que, dentre as dezenas de emendas aprovadas quando da conversão em Lei, foi estabelecida nova redação à Lei nº 8.934/1994.

BACEN, impossibilitando que o requerimento do registro fosse realizado concorrentemente ao pedido de autorização à autarquia.

Isso porque, em conformidade com o art. 4, VIII, da Lei nº 4.595/1964 e dos arts. 1º e 12 da Lei Complementar nº 130/2009, **até 1º de setembro de 2022** o CMN regulava a matéria em contrariedade com a inovação legislativa promovida pela Lei nº 13.874/2019, a teor da **(i)** Resolução CMN nº 4.122/2012 e Circular BACEN nº 3.649/2013 (instituições financeiras em geral); **(ii)** Resolução CMN nº 4.434/2015 e Circular BACEN nº 3.771/2015 (cooperativas de crédito); e **(iii)** Resolução CMN nº 4.656/2018 e Circular BACEN nº 3.898/2018 (sociedades de crédito direto e sociedades de empréstimo entre pessoas).

As Resoluções CMN nº 4.122/2012, 4.434/2015 e 4.656/2018, e as respectivas Circulares a elas vinculadas, ao prescrever acerca da autorização para funcionamento e para incorporação de instituições financeiras, estabeleceram procedimento de autorização sujeito a etapas cujo início de uma estava condicionado à finalização da anterior. Nesse sentido, o registro dos atos societários (constituição ou incorporação) para arquivamento na Junta Comercial apenas poderia ser promovido após a devida autorização pelo BACEN³⁵².

Outrossim, ratificando a referida posição, é esse o expressamente disposto no Manual de Organização do Sistema Financeiro (BRASIL, 2022), evidenciando que, para operações anteriores à data de 1º de setembro de 2022, as instituições financeiras deveriam providenciar o arquivamento da documentação pertinente na Junta Comercial somente após a obtenção de autorização para funcionamento.

SISORF

Título: 04. Instituições financeiras e demais instituições regidas pela Lei nº 4.595, de 1964 (exceto cooperativas de crédito)³⁵³

352 *Ex vi* o expressamente estabelecido nos arts. 7º e 14 da Resolução CMN nº 4.122/2012 e nos arts. 7º, 8º e 14 da Resolução CMN nº 4.434/2015.

353 A orientação às cooperativas de crédito é equivalente, estabelecida na Seção 05.01.070 do Manual.

Capítulo: 04.30. Autorização para funcionamento de sociedade de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte

Seção: 04.30.070. Providências da sociedade após a autorização

ATENÇÃO: DOCUMENTO AINDA NÃO ATUALIZADO COM AS DISPOSIÇÕES DA NOVA REGULAMENTAÇÃO DE REGÊNCIA.

Arquivamento da documentação na Junta Comercial

1. Após a concessão da autorização para funcionamento, os responsáveis devem providenciar o arquivamento da documentação pertinente na Junta Comercial do estado onde a sociedade tiver sua sede, após o que a sociedade adquire personalidade jurídica própria, tornando-se apta a iniciar suas atividades. (Grifos originais)

Ademais, a antinomia da regulamentação do CMN e da legislação não poderia resultar em deferência à última por parte dos agentes econômicos, com a respectiva instituição financeira apresentando a partir da Lei nº 13.874/2019 o registro de forma concomitante ao pedido de autorização do BACEN, a despeito da hierarquia das normas. Isso porque – ao contrário do não cumprimento do regramento previsto no CC/2002 e na Lei nº 8.934/1994 em relação ao registro da incorporação, em que a “sanção” configura na ausência de retroação dos efeitos da incorporação à data da assembleia extraordinária – a violação ao procedimento e aos requisitos relativos à autorização de incorporação de instituições financeiras previstos pelo CMN resulta na penalidade de admoestação pública que deverá ser cumulada com penalidade de multa, de proibição de prestar determinados serviços, de proibição de realizar determinadas atividades ou modalidades de operação, ou de inabilitação, a teor do art. 3º, II, da Lei nº 13.506/2017 e do art. 43 da Resolução BCB nº 131/2021.

Não obstante, a posição do legislador não sofreu alterações a despeito de resistências; pelo contrário, em 29 de março de 2021 foi editada a MP nº 1.040 que, ao ser convertida na Lei nº 14.195/2021,

reiterou os termos da Lei nº 13.874/2019 no tocante à não-sujeição à prévia autorização para prosseguimento do registro de atos societários, a teor da redação que prescreveu ao art. 35, § 1º, da Lei nº 8.934/1994.

A posição rendeu resultados, uma vez que, **a partir de 1º de setembro de 2022**, houve mudança no regime normativo prescrito pelo CMN para todas as instituições financeiras que passaram a se submeter, no tocante a autorizações de reorganização societária, à Resolução CMN nº 4.970, de 25 de novembro de 2021, e a Instrução Normativa BCB nº 299, de 30 de agosto de 2022. A Resolução CMN nº 4.970/2021, editada com o objetivo de consolidar e uniformizar as disposições relativas às autorizações do BACEN, modificou o referido procedimento estanque previsto para as incorporações de instituições financeiras, adequando os atos normativos à legislação federal superveniente que retirou que o registro de atos societários estaria condicionado à autorização do órgão governamental competente – veja-se a exposição de motivos da Resolução:

19. Destacamos que a Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, que institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, contém dispositivos importantes para a regra estabelecida na Resolução nº 4.122, de 2012, em especial ao (i) estabelecer o dever da administração pública, no exercício de regulamentação, de evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente, introduzir limites à livre formação de sociedades empresariais, e (ii) modificar a Lei nº 8.934, de 18 de novembro de 1994, que dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins, prevendo que o registro dos atos constitutivos e de suas alterações e extinções ocorrerá independentemente de autorização governamental prévia. Em função disso, tornou-se desnecessária a previsão existente na Resolução nº 4.122, de 2012, da disciplina de processo específico de autorização de constituição das instituições reguladas. Ainda nesse contexto, também extingue-se a necessidade de a área

de organização inteirar-se acerca de todo o conteúdo dos atos societários das instituições financeiras. (Grifos nossos) (BRASIL, 2021)

Desse modo, em 1º de setembro de 2022 – data em que iniciou a vigência da Resolução CMN nº 4.970/2021 e da Instrução Normativa BCB nº 299/2022 –, o CMN e o BACEN estabeleceram que o procedimento de autorização não obstará o coincidente registro do ato societário, o que configurou, portanto, adequação à mudança legislativa promovida pela Lei nº 13.874/2019 e ratificada pela Lei nº 14.195/2021 no tocante ao regime legal relativo ao arquivamento de atos societários.

O que pode ocorrer, noutro plano, é o órgão federal responsável pela autorização, após ser cientificado em conformidade com o § 1º do art. 35 da Lei nº 8.934/1994, requerer: **(i)** a anotação acerca da não apresentação de pedido de aprovação governamental ou de sua não aprovação; ou **(ii)** o bloqueio em razão de irregularidade das formalidades legais no arquivamento realizado, a teor do art. 9º da Instrução Normativa DREI³⁵⁴ nº 81/2020.

Em suma, relativamente à autorização do BACEN, o regime jurídico prescreve que: **(i)** a autorização é obrigatória para que a incorporadora possa desenvolver suas atividades financeiras; **(ii)** o pedido de autorização deve ser apresentado em 30 (trinta) dias da aprovação da incorporação em assembleia; **(iii)** para as incorporações realizadas até 31 de agosto de 2022, as normas regulamentares, que são de observância obrigatória às instituições financeiras, vedavam que o registro da incorporação fosse apresentado à Junta Comercial antes da autorização do BACEN; e **(iv)** a partir de 1º de setembro de 2022, as normas regulamentares possibilitam que o registro do ato na Junta Comercial seja promovido concomitantemente ao requerimento realizado perante o BACEN.

Por todo exposto, observa-se que a autorização do BACEN tem natureza jurídica de **ônus**, isto é, a ausência de submissão do pedido

354 Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI).

não configura *per se* ato ilícito ou ilide a incorporação societária, pois, noutro plano, poderá ocorrer a mudança do objeto social, de modo que a entidade não se qualifique mais como instituição financeira. Ademais, ao submeter o pedido de autorização, a entidade está atuando em interesse próprio, não se sujeitando a dever no interesse de outrem. Portanto, inequívoco que a autorização tem natureza de uma faculdade, cujo exercício é necessário para que possa atuar como instituição financeira, razão pela qual deverá submeter seus atos societários à apreciação do BACEN caso objetive promover atividades financeiras.

Outrossim, no tocante ao termo inicial para eficácia da incorporação de instituições financeiras é: **(i) até 31 de agosto de 2022**, a data da assembleia que aprovar a incorporação se realizado o registro da ata em até 30 (trinta) dias da publicação da autorização do BACEN e igualmente a correspondente publicação dos documentos exigidos pelos arts. 1.128, 1.129 e 1.131 do CC/2002 no DOU; **(ii) a partir de 1º de setembro de 2022**, a data da assembleia que aprovar a incorporação caso a instituição apresente para registro a ata da assembleia em até 30 (trinta) dias do referido evento, procedimento que será realizado concomitantemente ao pedido de autorização do BACEN em relação ao ato societário e a subsequente publicação dos documentos exigidos pelos arts. 1.128, 1.129 e 1.131 do CC/2002 no DOU; e **(iii) nas demais situações**, a data do despacho que conceder o arquivamento da ata de assembleia que aprovou a incorporação.

Ademais, importante registrar que o referido posicionamento acerca do regime relativo ao termo inicial da eficácia de incorporação que envolve instituição afeta à fiscalização do BACEN tem sido adotado de forma consolidada pelos agentes econômicos, configurando, assim, aspecto que complementa a conclusão aqui elaborada após o exame sistemático da legislação – em consonância com o disposto no art. 113, § 1º, II, do CC/2002 e no art. 24 do Decreto-Lei nº 4.657/1942.

A teor do disposto no § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/1976, a sociedade anônima de capital aberto deve informar fatos relevantes que influem no seu negócio, notadamente reorganizações societárias

na modalidade de incorporação. Nesse sentido, em conformidade com o regime jurídico que circunscreve as instituições sujeitas à fiscalização do BACEN no tocante à incorporação de outras sociedades, observa-se que, mesmo anteriormente à Lei nº 13.874/2019 e da Instrução Normativa BCB nº 299/2022, a deliberação que aprova a incorporação configura o inequívoco parâmetro jurídico para definição da data da operação – é ver:

| Instituição Incorporadora | Instituição Extinta | Operação | Data Assembleia Geral | Data da baixa na Receita Federal³⁵⁵ | Publicação da Autorização do BACEN no DOU |
|----------------------------------|-----------------------------|-----------------|------------------------------|---|--|
| Banco Santander (Brasil) S.A. | Bosan Participações S.A. | Incorporação | 31/08/2020 | 31/08/2020 | 30/04/2021 |
| Banco Bradesco S.A. | Banco Bradesco Cartões S.A. | Incorporação | 30/08/2019 | 30/08/2019 | 29/11/2019 |
| Banco Santander (Brasil) S.A. | Banco ABN AMRO Real S.A. | Incorporação | 30/04/2009 | 30/04/2009 | 01/11/2011 |

Desse modo, a despeito do estabelecido pela Resolução CMN nº 4.817/2020 que prescreve que, a partir de 1º de janeiro de 2022, a consolidação de saldos contábeis da incorporadora e da incorporada adota a publicação da autorização do BACEN como a data-base da incorporação, o regime societário-regulatório prescreve que a data de incorporação está vinculada ao negócio jurídico de direito privado, não configurando a citada publicação o parâmetro utilizado pela legislação societária, uma vez que a autorização não influi nos planos que integram o negócio jurídico de incorporação. Noutro plano, a autorização autárquica consubstancia ônus para a entidade financeira,

³⁵⁵ Em consonância com a Lei nº 14.195/2021 e a IN RFB nº 2.119/2022, o processo de baixa da inscrição é promovido de forma integrada pela Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios (REDESIM).

cujo cumprimento permite que exerça atividade econômica específica, não sendo requisito de existência, validade ou eficácia da incorporação societária.

Dessa forma, a incorporação de instituições financeiras é promovida pela confluência de 3 (três) atos: **(i)** constituição do negócio jurídico, que configura a deliberação estabelecida em assembleia que aprova a operação societária; **(ii)** autorização do BACEN, que declara a licitude da operação, permitindo que haja o desenvolvimento da atividade; e **(iii)** registro do negócio jurídico de direito privado, que consubstancia o ato determinante para definição do termo de absorção do patrimônio da incorporada pela incorporadora, com a respectiva extinção da primeira.

Nesse contexto, observa-se dissonância entre as datas adotadas pelos regimes contábil e societário no tocante ao evento de incorporação, o que não se mostra eficiente, uma vez que importa em estabelecer controles e parâmetros distintos para o mesmo ato societário, especialmente quando se considera que a autorização do BACEN poderá, a teor da Resolução BCB nº 108/2021, demorar até 360 (trezentos e sessenta) dias. Por exemplo, para todos os efeitos, obrigações contratuais assumidas pela incorporada serão de responsabilidade jurídica da incorporadora após a assembleia extraordinária que aprovar a incorporação, paralelamente, contudo, caberá à contabilidade registrar as correspondentes despesas nas demonstrações financeiras da incorporada até a publicação da autorização do BACEN. Ou seja, a divergência resulta na ausência de concentração de esforços laborais e operacionais, o que consubstancia em ineficiência para as corporações.

Em todo caso, para aferir se há situação em que prescrições normativas que envolvem as incorporações de instituições financeiras conduzem em cenário que agentes estão tendentes a optar por não seguir determinadas regras, necessário aferir a harmonia do regime contábil e tributário, porquanto o último faz uso da contabilidade para estabelecer consequências jurídicas, de modo que eventual

divergência entre ambos poderá ter peso significativo na atuação dos agentes econômicos.

5. REGIME TRIBUTÁRIO

O direito tributário é a disciplina que diz respeito ao conjunto normativo que envolve a tributação, que configura o principal mecanismo de financiamento dos Estados contemporâneos, vez que, sendo o modelo capitalista (ainda que com algumas variações) a forma econômica seguida em quase a totalidade dos países, compete à sociedade civil a exploração da atividade econômica, enquanto recai à administração obter receitas públicas mediante a exigência de pagamento de prestações pecuniárias obrigatórias sobre situações que revelem riqueza (TEIXEIRA, 2022). Noutro plano, a contabilidade configura a técnica que promove a coleta, análise e comunicação de informações econômicas, de modo que seu objetivo é retratar a efetiva essência econômica subjacente a despeito de eventuais formas que circunscrevam a realidade.

Assim, tendo o direito tributário o objetivo de atribuir consequências jurídicas a situações que demonstram capacidade contributiva³⁵⁶, tem a contabilidade importância fulcral, uma vez que configura ferramenta para controle das informações econômicas.

Nesse sentido, para fins de apuração do lucro real (base de cálculo do IRPJ³⁵⁷) e do resultado ajustado (base para CSLL³⁵⁸), a legislação tributária federal utiliza o lucro líquido apurado pela legislação comercial, a teor do art. 6º do Decreto-Lei nº 1.598/1977 e do art. 2º

356 Nesse sentido, importante salientar que capacidade econômica configura conceito distinto de capacidade contributiva. A capacidade contributiva avalia se os recursos são disponíveis e se vinculam à competência tributária estabelecida pelo ordenamento jurídico, enquanto a capacidade econômica está configurada quando há mera existência de recursos, não ensejando por si a tributação. O primeiro conceito, portanto, pressupõe o segundo, configurando a capacidade contributiva signo que enseja a tributação (MOSCHETTI, 1973).

357 Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ).

358 Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

da Lei nº 7.689/1988, respectivamente. Isto é, o direito tributário adota a apuração contábil para atribuir consequências jurídicas, de modo que as sociedades empresárias devem observar a contabilidade como ponto de partida para calcular o fato jurídico tributário – conforme expressamente disposto no art. 67, XI, do Decreto-Lei nº 1.598/1977.

Não obstante, o direito tributário **emprega**, mas **não se limita** à apuração contábil. A legislação tributária faz uso – assim como demais agentes econômicos igualmente se utilizam da contabilidade – mas não incorpora de forma irrestrita o estabelecido nos normativos contábeis, uma vez que os fundamentos que envolvem cada linguagem são distintos. Isso porque, apesar de a legislação tributária fazer uso das normas comerciais para apurar os resultados das sociedades empresariais, o regramento tributário não se confunde com o regime contábil-comercial, conforme expressamente estabelecido no art. 109 do Código Tributário Nacional (CTN)³⁵⁹ e no art. 58 da Lei nº 12.973/2014.

Desse modo, a despeito de a contabilidade ser adotada como ponto de partida, porquanto apura a situação econômica das entidades empresariais, necessário reconhecer que os seus efeitos tributários são (e devem ser) mediados por normas jurídicas, em especial aquelas que arrimam o sistema – notadamente os princípios da capacidade contributiva e da legalidade.

No entanto, questão distinta à inexistência de “equivalência absoluta entre os conceitos contábil e tributário”³⁶⁰, configura a

359 Lei nº 5.172/1966.

360 Expressão extraída do voto da Ministra Rosa Weber no RE 574.706/PR (Tema 69 da repercussão geral), que tratou da não-inclusão do ICMS na composição da contribuição para o PIS e da COFINS – veja-se:

“Não há, assim, que buscar equivalência absoluta entre os conceitos contábil e tributário.

Ainda que a contabilidade elaborada para fins de informação ao mercado, gestão e planejamento das empresas possa ser tomada pela lei como ponto de partida para a determinação das bases de cálculo de diversos tributos, de modo algum subordina a tributação. Trata-se, apenas, de um ponto de partida. Basta ver os ajustes (adições, deduções e compensações) determinados pela legislação tributária. A contabilidade constitui ferramenta utilizada também para fins tributários, mas moldada nesta seara pelos princípios e regras próprios do Direito Tributário.” (BRASIL, 2017, p. 79)

utilização de termos e institutos do direito privado – entre eles, o direito comercial – na enunciação de competência tributária fixada na Constituição. Nesse caso, não pode a legislação tributária se furta do sentido adotado pelo direito privado para ampliar o seu poder de tributar, a teor do art. 110 do CTN.

Por conseguinte, ao estabelecer a incidência do IRPJ e da CSLL, não pode a autoridade fazendária desconsiderar os institutos da personalidade jurídica e do patrimônio, uma vez que lucro consubstancia acréscimo patrimonial obtido em determinado período-base pelo respectivo sujeito passivo.

Considerando que a incorporação importa em extinção da incorporada e a legislação tributária impõe a correlata obrigação da incorporada e da incorporadora de promoverem o recolhimento de IRPJ³⁶¹ e de CSLL³⁶² em razão do evento, apenas haverá competência tributária quando efetivamente ocorrer: **(i)** a constituição do ato societário de incorporação; **(ii)** o cumprimento dos requisitos para que tenha eficácia; e **(iii)** o correspondente termo inicial de eficácia.

Nesse sentido, inclusive, é o expressamente consignado no Decreto nº 9.580/2018 (RIR/2018), o qual estabelece que **o evento societário ocorre na data de deliberação que aprovar a incorporação:**

Art. 232. A pessoa jurídica que tiver parte ou todo o seu patrimônio absorvido em decorrência de incorporação, fusão ou cisão deverá levantar balanço específico para esse fim, observada a legislação comercial (Lei nº 9.249, de 1995, art. 21).

§ 1º O balanço específico a que se refere o caput deverá ser levantado na data do evento (Lei nº 9.430, de 1996, art. 1º, § 1º).

§ 2º Considera-se data do evento a data da deliberação que aprovar a incorporação, a fusão ou a cisão.

361 Art. 1º, §§ 1º e 2º, e art. 5º, § 4º, da Lei nº 9.430/1996; art. 21 da Lei nº 9.249/1995; art. 5º da Lei nº 9.959/2000.

362 Art. 2º, § 1º, “b”, e art. 5º, § 2º, da Lei nº 7.689/1989; art. 57 da Lei nº 8.981/1995; art. 5º da Lei nº 9.959/2000.

§ 3º O imposto sobre a renda devido deverá ser pago no prazo estabelecido no art. 924 (Lei nº 9.430, de 1996, art. 5º, § 4º).

§ 4º A pessoa jurídica incorporada, incorporadora, fusionada ou cindida deverá apresentar declaração de rendimentos correspondente ao período transcorrido durante o ano-calendário, em seu próprio nome, na forma, no prazo e nas condições estabelecidos pela Secretaria da Receita Federal do Brasil do Ministério da Fazenda (Lei nº 9.249, de 1995, art. 21, § 4º; Lei nº 9.430, de 1996, art. 1º, § 1º; Lei nº 9.779, de 1999, art. 16; e Lei nº 9.959, de 27 de janeiro de 2000, art. 5º).

§ 5º O disposto no § 4º não se aplica à pessoa jurídica incorporadora, nas hipóteses em que as pessoas jurídicas, incorporadora e incorporada, estivessem sob o mesmo controle societário desde o ano-calendário anterior ao do evento (Lei nº 9.959, de 2000, art. 5º).

Art. 924. O pagamento do imposto sobre a renda correspondente a período de apuração encerrado em decorrência de incorporação, fusão ou cisão e de extinção da pessoa jurídica pelo encerramento da liquidação deverá ser efetuado até o último dia útil do mês subsequente ao da ocorrência do evento, hipótese em que não é facultado exercer a opção prevista no § 1º do art. 919 (Lei nº 9.430, de 1996, art. 5º, § 4º).

Paralelamente, contudo, importante ressaltar que o regime jurídico que circunscreve a constituição, a eficácia e o seu correspondente termo inicial **define** o evento para fins de aplicação da legislação tributária, mas não tem o efeito de restringir a incidência de obrigações tributárias em razão do referido ato societário. Dessa forma, o regime societário-regulatório prescreve o sentido do negócio jurídico, o que é questão distinta das correlatas obrigações tributárias que nascem a partir do respectivo negócio.

Sobre o tema, elucidativo o posicionamento firmado pelo STJ ao examinar o Tema 1.049 dos recursos repetitivos (REsp 1.856.403/

SP e REsp 1.848.993/SP) – precedente de observância obrigatória pelos Tribunais e órgãos administrativos federais, a teor do art. 927 do Código de Processo Civil (CPC/2015) e dos arts. 19 e 19-A da Lei nº 10.522/2002, respectivamente. *In casu*, discutia-se a possibilidade de redirecionamento de execução fiscal em face de sociedade incorporadora para cumprimento de crédito tributário decorrente de fato gerador posterior à incorporação e lançado em nome da incorporada quando o negócio jurídico não foi informado à autoridade fazendária antes do surgimento da obrigação tributária. Por unanimidade, a 1ª Seção concluiu que, se a incorporação não foi oportunamente informada, considera-se válido o lançamento realizado em face da contribuinte original que veio a ser incorporada, não havendo a necessidade de modificação do ato administrativo para fazer constar o nome da sociedade incorporadora na certidão de dívida ativa. Isso porque somente a partir da ciência da realização desse negócio *inter partes* é que a administração tributária tomará conhecimento oficialmente da modificação do sujeito passivo e poderá realizar os novos lançamentos em nome da empresa incorporadora (art. 121 do CTN) e cobrar dela, sucessora, os créditos já constituídos (art. 132 do CTN).

Portanto, em consonância com o art. 110 do CTN, a legislação tributária incorpora a definição jurídica do evento de incorporação para atribuir, em conformidade com o art. 109 do CTN, obrigações próprias, tanto de natureza principal quanto acessória, as quais estão consolidadas abaixo:

| LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA FEDERAL | | | | | |
|-------------------------------|---|------------------|--|--|---|
| Obrigações Principais | | | Obrigações Acessórias | | |
| IRP ³⁶³ | Incorpo- radora | Incor- porada | DCTF Mensal ³⁶⁴ | Incorporadora | Incorporada |
| | Recolher o imposto até o último dia útil do mês subsequente ao evento, apurando-se o valor na data do evento. | | | DIRF ³⁶⁵ | Apresentar até o 15º dia útil do 2º mês subsequente ao do evento. |
| | | | Incorporadora | | |
| | | | Apresentar até o último dia útil de março se o evento ocorrer no mês de janeiro. | | |
| | | | Balanço Es- pecífico ³⁶⁶ | Incorporadora | Incorporada |
| | | | | Levantar balanço específico até 30 dias antes do evento. | |

363 Art. 1º, §§ 1º e 2º, e art. 5º, § 4º, da Lei nº 9.430/1996; art. 21 da Lei nº 9.249/1995; art. 5º da Lei nº 9.959/2000.

364 Art. 9º da IN RFB nº 2005/2021.

365 Art. 7º da IN RFB nº 1.990/2020, não obstante, deixará de existir em janeiro de 2024, a teor do art. 3º, § 1º, da IN RFB nº 2.043/2021.

366 Art. 21 da Lei nº 9.249/1995; art. 5º da Lei nº 9.959/2000.

| | Incorporadora | Incorporada | | Incorporadora | Incorporada | | |
|--|---------------------|---|--|--------------------|---|--|--|
| | CSLL ³⁶⁷ | Recolher a contribuição até o último dia útil do mês subsequente ao mês de ocorrência do evento, apurando-se o valor na data do evento. | | ECD ³⁶⁸ | Apresentar até o último dia útil do mês subsequente ao do evento. | | |
| Caso a operação se realizar em janeiro a abril e a entrega da ECD para situações normais já tiver sido efetuada, deverá promover o envio da ECD em razão do evento até o último dia útil do mês de maio. | | | | | | | |
| EFD-Contribuições ³⁶⁹ | | | | Incorporadora | Incorporada | Apresentar normalmente até o 10º dia útil do 2º mês subsequente ao mês a que a escrituração se refere. | |
| | | | | | | | |
| ECF ³⁷⁰ | | | | Incorporadora | Incorporada | Apresentar até o último dia útil do 3º mês subsequente ao do evento. | |
| | | | | | | Caso a operação se realizar em janeiro a abril, deverá promover o envio da ECF em razão do evento até o último dia útil do mês de julho. | |

Ora, se a adoção de parâmetros distintos para fins societários e contábeis já promove ineficiências, inequívoco que o registro contábil distinto da correspondente apuração tributária acarreta elevados custos e riscos, notadamente as entidades deverão ter duas “contabilidades”: uma para fins de adequação à Resolução CMN nº 4.817/2020, e outra para cumprimento das diversas obrigações tributárias federais (acessórias e principais). Isto é, a Resolução CMN

367 Art. 2º, § 1º, “b”, e art. 5º, § 2º, da Lei nº 7.689/1989; art. 57 da Lei nº 8.981/1995; art. 5º da Lei nº 9.959/2000.

368 Art. 5º da IN RFB nº 2003/2021.

369 Art. 7º da IN RFB nº 1.252/2012.

370 Art. 3º da IN RFB nº 2004/2021.

nº 4.817/2020 impôs controle patrimonial e de resultados distintos para instituições financeiras envolvidas em incorporações, notadamente **(i)** para se adequar à citada Resolução CMN nº 4.817/2020, adotando a data de publicação do BACEN no DOU para consolidação financeira; e **(ii)** outro para fins jurídico-tributários, cuja data-base é, em regra, a data da deliberação assemblear.

Ademais, necessário recordar que **até 31 de agosto de 2022** as instituições financeiras estavam ainda submetidas a procedimento próprio para registro dos atos de incorporação, notadamente, em regra, não apresentariam o ato societário para arquivamento na Junta Comercial em até 30 (trinta) dias da assembleia para haver a correlata retroação dos efeitos jurídicos à data assemblear, uma vez que o arquivamento da incorporação era promovido apenas após a autorização do BACEN, a qual poderia demorar até 360 (trezentos e sessenta) dias, a teor da Resolução BCB nº 108/2021.

O cenário, ainda que possa aparentar não ter maiores reflexos, resulta em relevante insegurança jurídica para os agentes econômicos, pois, diante do regime jurídico singular que envolve as incorporações de sociedades sujeitas à autorização do BACEN, suscetível a ocorrência de situações em que o arquivamento de atos societários pelas Juntas Comerciais pode ser promovido em total desconhecimento das peculiaridades que circunscrevem as instituições financeiras. Outrossim, das referidas situações, emergem-se consequências tributárias negativas às instituições financeiras, pois a legislação fiscal incorpora a definição jurídica do evento de incorporação para atribuir as suas respectivas obrigações.

Pior, quando a administração tributária foi questionada acerca da situação, não respondeu ao contexto de insegurança promovendo interpretação consonante ao regime jurídico que circunscreve as instituições financeiras, houve, noutro plano, a adoção de interpretações totalmente alheias ao referido regime e inclusive desarmônicas entre si.

A começar, ao examinar o posicionamento do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF)³⁷¹, verifica-se que ausente consolidação jurisprudencial sobre o tema, havendo, no entanto, apenas alguns precedentes que não examinaram de forma percuciente a legislação aplicável às instituições financeiras e que circunscreve o registro de atos societários nas Juntas Comerciais.

A 3ª Turma Extraordinária da 1ª Seção do CARF, nos autos do PAF³⁷² 10680.900618/2010-01, ao examinar a natureza do erro promovido pelo sujeito passivo na declaração de compensação, consignou que a data do evento de incorporação de instituição financeira para fins de produção de efeitos configura a data de autorização do BACEN, uma vez que o exame promovido pela autarquia consubstanciaria condição de procedibilidade da baixa de inscrição do CNPJ³⁷³ da incorporada. Não obstante, desconsiderou que existiria regime jurídico específico regulando a produção de efeitos de atos societários de entidades submetidas à autorização do Poder Executivo (*ex vi* arts. 1.123 e seguintes do CC/2002).

Em sentido semelhante, foi o adotado pela 1ª Turma Ordinária da 3ª Câmara da 1ª Seção do CARF nos autos do PAF 16327.720266/2013-52. Ao examinar operação de redução de capital social de instituição financeira – a qual é sujeita à autorização do BACEN, por força do art. 10, X, “f”, da Lei nº 4.595/1964 – a Turma concluiu que a interpretação sistemática dos arts. 35, VIII, e 36 da Lei nº 8.934/1994 e do art. 10, X, “f” da Lei nº 4.595/1964 conduzia em adotar a data de autorização do BACEN como parâmetro legal para definição da data do evento societário, como se ato administrativo pudesse constituir negócio jurídico de direito privado.

371 Trata-se de órgão de competência recursal no âmbito do procedimento administrativo fiscal federal, a teor do estabelecido no Decreto nº 70.235/1972.

372 Processo Administrativo Fiscal (PAF).

373 Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), atualmente regulado pela IN RFB nº 2.119/2022.

Paralelamente, a 1ª Turma Ordinária da 4ª Câmara da 1ª Seção do CARF, ao examinar o PAF 16327.720674/2012-23, entendeu³⁷⁴ que, ainda que as instituições financeiras estivessem proibidas de promover o registro de atos societários antes da autorização do BACEN, a retroação dos efeitos da redução do capital à data da deliberação dos acionistas só poderia ser realizada caso o registro na Junta Comercial tivesse sido realizado dentro de 30 (trinta) dias da respectiva assembleia, caso contrário deveria ser adotada a data do despacho que deferiu o arquivamento do registro como parâmetro – como se o CC/2002 não regulasse expressamente a questão e as normas regulamentares vigentes à época não proibissem o registro anteriormente à autorização do BACEN.

Outrossim, observa-se que a divergência em relação ao tema igualmente afeta a Receita Federal do Brasil (RFB), havendo pronunciamentos dissonantes entre si.

Ao examinar a data dos efeitos de incorporação de cooperativa de crédito, a RFB consignou nas Soluções de Consulta COSIT nº 160/2015 e SRRF04/Disit nº 34/2012 que, em conformidade com o art. 36 da Lei nº 8.934/1994, a definição da data envolve duas hipóteses: **(i)** se o pedido de arquivamento dos atos que importem na extinção da cooperativa for promovido em até 30 (trinta) dias contados da data da declaração da incorporação em ata de assembleia, haverá retroação para a data da assembleia; **ou (ii)** se o pedido de registro na Junta Comercial for promovido após 30 (trinta) dias contados da data da Assembleia Geral, a extinção da pessoa jurídica – e, por conseguinte, a baixa no CNPJ – somente poderá ocorrer a partir da data do registro na Junta Comercial, isto é, na data do despacho que conceder o arquivamento. Ou seja, as referidas Soluções de Consulta desconsideraram se haveria regime jurídico específico em relação às instituições financeiras, em

374 Saliente-se que a Conselheira Relatora restou vencida no referido ponto, entendendo, noutro plano, que a leitura sistemática da legislação, em especial o Decreto nº 1.800/1996 e a Lei nº 8.934/1994, conduziria em atribuir como parâmetro a data de deliberação assemblear.

especial prescrevendo procedimento próprio para o registro de atos societários.

Noutro plano, a administração fazendária adotou conclusão distinta na Solução de Consulta SRRF06/Disit nº 69/2006. Ao avaliar a data do evento de incorporação de instituição financeira, a RFB entendeu que a autorização do BACEN consubstanciaria em condição suspensiva³⁷⁵, a teor do art. 117, I, do CTN, de modo que seria a data de aprovação da incorporação por parte da autarquia o parâmetro para fins de aplicação da legislação tributária. Entretanto, ausente qualquer consideração acerca do plexo normativo aplicável que aponta para a natureza biface do ato administrativo, assumindo, assim, natureza de ônus, e não dever jurídico, que se agrega ao correspondente ato jurídico que constituiu o negócio jurídico de incorporação.

Outrossim, em sentido semelhante, foi a interpretação estabelecida pela RFB na Solução de Consulta SRRF08/Disit nº 137/2012. A partir do exame da Lei nº 8.934/1994, da Lei nº 4.595/1964 e do art. 1.131 do CC/2002, entendeu que o ato de autorização do BACEN que possibilita que o ato deliberativo tenha efeitos, de modo que: **(i)** caso a sociedade siga as exigências do art. 1.131 do CC/2002, considera-se a data do evento societário a data de publicação no DOU da autorização do BACEN; **ou (ii)** se não observar o disposto no art. 1.131 do CC/2002, o parâmetro será a data do despacho da Junta Comercial que conceder o arquivamento do respectivo ato societário. Não obstante, ainda que tenha observado que o regime jurídico que envolve os atos societários

375 Nesse sentir, aponta-se que o professor Ives Gandra da Silva Martins (2014, p. 236-237) sustenta igualmente que a autorização configuraria uma condição suspensiva nos termos do CC/2002 (em contrariedade com a natureza da condição legal que difere da condição regulada pelo Código) e sustenta que haveria efeitos retroativos ao implemento da condição para a data da assembleia (em confronto com o estabelecido no art. 117, I, do CTN e com o regime do CC/2002, como se extrai de seu art. 128). Não obstante, na construção de sua proposição, observa-se confusão de conceitos que têm conteúdo e natureza distintas, olvidando-se de aspectos relevantes, notadamente **(i)** a atribuição de efeitos retroativos à condição suspensiva (arts. 125 e 128 do CC/2002), **(ii)** a permissão à prática de atos destinados a conservar o direito eventual submetido à condição (art. 130 do CC/2002), e **(iii)** a proteção ao regime jurídico vigente à época da condição quando sobrevier legislação distinta (art. 6º, § 2º, do Decreto-Lei nº 4.657/1942).

das instituições financeiras não se circunscreve apenas às normas gerais aplicáveis às demais atividades econômicas, verifica-se que a postura adotada na Solução de Consulta SRRF08/Disit nº 137/2012 é igualmente falha, pois desconsidera outros dispositivos legais aplicáveis que são essenciais para aferir o devido regime jurídico que circunscreve a situação.

No entanto, há de se ponderar que o cenário de insegurança jurídica dos órgãos que integram a administração fazendária federal não conduz que os atos societários de instituições submetidos à fiscalização do BACEN serão (ou foram) em sua maioria registrados de forma incorreta pelos órgãos competentes. Pelo contrário, nessa linha, importante retomar o quadro exemplificativo de companhias abertas que promoveram incorporações societárias e os órgãos de registro seguiram o correspondente regime jurídico afeto às instituições financeiras³⁷⁶.

Nesse contexto, o mais provável é que a grande parcela das situações seja arquivada pelas Juntas Comerciais em consonância com o regime jurídico especial que envolve as instituições financeiras, o que provocará, inclusive, a adoção dos correspondentes parâmetros pela RFB na situação em concreto, a teor dos arts. 232 e 924 do RIR/2018. Entretanto, é certo que o cenário de insegurança jurídica quando os órgãos fazendários se pronunciam em Soluções de Consulta e Processos Administrativos Fiscais resulta em significativos riscos às partes envolvidas em casos que existir questionamentos do ato societário.

Em todo caso, observa-se que, para além do impacto negativo da Resolução CMN nº 4.817/2020, há cenário de insegurança jurídica no âmbito da administração tributária, uma vez que, em situações que o contribuinte questionou as consequências tributárias decorrentes da data estabelecida pela Junta Comercial como data-base da incorporação, a interpretação fazendária não foi em harmonia com a legislação e muito menos uniforme.

376 Vide tópico 4.3.3.

A par do exposto, para as incorporações realizadas **a partir de 1º de setembro de 2022**, ainda que as alterações normativas tenham promovido procedimento de registro dos atos societários das instituições financeiras mais consentâneo ao regramento geral, é certo que o cenário de insegurança não foi afastado. Isso porque não houve pronunciamentos da administração fazendária posteriores à mudança do regime jurídico que envolve o registro de atos societários – promovida pelas Leis nº 13.874/2019 e 14.195/2021, bem como regulado pela Resolução CMN nº 4.970/2021 e pela Instrução Normativa BCB nº 299/2022³⁷⁷ –, de modo que, atualmente, a administração fazendária se encontra, em tese, vinculada aos pronunciamentos já firmados em soluções de consulta³⁷⁸, a teor do art. 48, § 12, da Lei nº 9.430/1996 e do art. 116 da Lei nº 8.112/1990.

Portanto, o que se verifica é que, **a partir de 1º de janeiro de 2022**, (data em que iniciou a vigência da Resolução CMN nº 4.817/2020), **há evidente estímulo para que não haja adequação ao regime jurídico (societário e tributário) que circunscreve a incorporação de instituições financeiras em razão do prescrito pelo regime contábil**. Ora, (i) até 31 de agosto de 2022, exigia-se (i.a) realizar o pedido de autorização ao BACEN em 30 (trinta) dias da assembleia de incorporação para, em 30 (trinta) dias da publicação do despacho de autorização, promover (i.b) o registro da incorporação e (i.c) a publicação do termo de registro e da mudança estatutária no DOU; e (ii) a partir de 1º de setembro de 2022, deve-se, em 30 (trinta) dias da assembleia de incorporação, (ii.a) realizar o pedido de autorização ao BACEN e (ii.b) promover o registro de incorporação e correspondente publicação do termo de registro no DOU, bem como (ii.c) publicar a mudança estatutária no DOU em 30 (trinta) dias da publicação da autorização do BACEN. Paralelamente, observa-se que a adequação ao regime societário apenas conduz em atribuir eficácia jurídica da

377 Isto é, a averbação da incorporação independe de ter ocorrido a correspondente publicação da autorização do BACEN.

378 Nesse sentido, aponta-se que, havendo diferentes soluções de consulta sobre a mesma matéria, terá preferência a estabelecida pela Coordenação-Geral de Tributação (COSIT), a teor dos arts. 31 e 34 da IN RFB nº 2.058/2021.

incorporação desde a assembleia, sendo que a sua inadequação não resulta em penalidade pecuniária, mas sim na adoção, para atribuir consequências jurídicas (inclusive tributárias), da data do despacho que conceder o arquivamento da incorporação como o parâmetro legal.

Dessa forma, os agentes econômicos estão diante do seguinte quadro:

| | | |
|-------------------|--|--|
| | A PARTIR DE 1º DE JANEIRO DE 2022 (RE-SOLUÇÃO CMN Nº 4.817/2020) | |
| | Adequação ao regime societário | Não cumprimento |
| Obrigações | Promover a publicação do termo de registro e da mudança estatutária no DOU, sendo que, a teor da Portaria IN/SG/PR nº 110/2022 ³⁷⁹ , o preço por centímetro de coluna para publicação no DOU é de R\$ 38,92. | Não irá arcar com os custos para publicar documentos no DOU. |
| | Promover o cumprimento de obrigações tributárias tendo como parâmetro a data da assembleia, ainda que a consolidação contábil das entidades apenas será realizada a partir da publicação da autorização do BACEN no DOU. | Deverá promover o cumprimento de obrigações tributárias considerando a data do despacho que conceder o arquivamento da incorporação, o qual deverá ser realizado (i) em 5 dias úteis no caso de sociedades anônimas e (ii) em 2 dias úteis em relação às cooperativas de crédito ³⁸⁰ , caso a documentação apresentada esteja adequada, a teor dos arts. 41 e 42 da Lei nº 8.934/1994 |

³⁷⁹ Em vigor desde 18 de março de 2022.

³⁸⁰ Ademais, há igualmente a possibilidade de o registro ser realizado no mesmo dia do pedido caso o DREI prescreva instrumento padrão de arquivamento para as cooperativas de crédito, resultando no deferimento automático do pedido (o que a lei não permite para as sociedades anônimas), a teor dos arts. 41, I, e 42, § 3º, da Lei nº 8.934/1994.

| | | |
|----------------------|---|--|
| Consequências | A data da deliberação assemblear é a data-base jurídica da incorporação e, assim, correspondente parâmetro para cumprimento das obrigações tributárias. | A data do despacho que conceder o arquivamento do registro é a data-base jurídica da incorporação e as respectivas obrigações tributárias. |
| | A data-base das obrigações tributárias poderá anteceder em 360 dias a autorização do BACEN. | A data-base das obrigações tributárias tenderá a ser equivalente com a data de publicação da autorização do BACEN no DOU, uma vez que, estando a documentação levada a registro em conformidade, o despacho de arquivamento será realizado no máximo em 5 dias úteis, para as sociedades anônimas, e em 2 dias úteis, para as cooperativas de crédito. |

Do exposto, observa-se o seguinte cenário: **(i)** a Resolução CMN nº 4.817/2020 estabelece que a consolidação contábil das entidades envolvidas deve ser realizada a partir da publicação da autorização do BACEN, a qual pode demorar até 360 (trezentos e sessenta) dias, a teor da Resolução BCB nº 108/2021; **(ii)** os custos regulatórios para adotar a data de assembleia como parâmetro da incorporação são elevados; **(iii)** ausente sanção pecuniária caso o agente desconsidere o regime societário que regula a adoção da deliberação assemblear como data-base, havendo, noutro plano, como consequência apenas o emprego da data do despacho que conceder o arquivamento da incorporação como respectiva data-base; e **(iv)** existe o risco de, mesmo se adequando ao regime societário, as autoridades desconsiderarem o estabelecido na legislação, e não reconhecer a data da assembleia como parâmetro, o que influencia na definição do termo para cumprimento de obrigações tributárias e respectiva mora do contribuinte. Portanto, há inequívoco estímulo para que as instituições financeiras não cumpram o regime societário, sendo ineficiente a legislação que circunscreve a matéria.

Dentre as medidas possíveis de serem adotadas³⁸¹, sugere-se que o CMN modifique o parâmetro temporal adotado na Resolução CMN nº 4.817/2020 e o DREI, no uso de suas competências (art. 4º da Lei nº 8.934/1994), promova medidas para que as Juntas Comerciais estejam orientadas em relação ao regime jurídico específico que envolve as instituições financeiras. Noutro plano, caso não sejam promovidas providências nesse sentido, haverá inequívoca ineficiência das normas que circunscrevem o procedimento de registro dos atos de incorporação de instituições financeiras.

6. CONCLUSÃO

Objetivou-se avaliar se haveria dissonância entre os atuais regimes **(i)** contábil, **(ii)** societário, e **(iii)** tributário que circunscrevem a incorporação de instituições financeiras e se as respectivas prescrições dos regimes estimulariam o descumprimento das normas afetas aos outros.

Nesse contexto, como premissa metodológica para aferir o estímulo ou desestímulo para cumprimento de normas jurídicas, utilizou-se a análise econômica do direito, notadamente como corporações avaliam os efeitos econômicos de adequação às normas jurídicas para decidirem se comportar em consonância ou não com as referidas.

Desse modo, pressupõe-se que uma norma eficiente revele, de forma clara, os custos e os riscos que o agente estará sujeito ao tomar determinada decisão. Noutro plano, caso a norma esteja envolta de insegurança jurídica, poderá o agente, ainda que sofra custos adicionais em razão de seu descumprimento, optar por não se adequar à prescrição. Outrossim, o mesmo ocorrerá com determinada norma cujas consequências de seu não cumprimento sejam menos onerosas que as vinculadas a sua adequação.

381 Considerando, outrossim, custos e tempo envolvidos para promover correspondente solução ao cenário desarmônico.

Ademais, para a devida avaliação de qual escolha as instituições financeiras estariam mais predispostas a tomar, promoveu-se o exame dos regimes afetos.

Nesse sentido, observou-se que, a partir de 1º de janeiro de 2022, o regime contábil das instituições financeiras estabelece que a consolidação de saldos contábeis da incorporadora e incorporada adota a publicação da autorização do BACEN como a data-base da incorporação.

Paralelamente, contudo, o regime societário prescreve que o evento de incorporação consubstancia a assembleia de aprovação da operação, havendo procedimento específico, com custos de adequação envolvidos, para que o termo inicial dos efeitos jurídicos da incorporação seja a data da decisão assemblear. *In casu*, no tocante ao respectivo procedimento que define o termo inicial para eficácia da incorporação de instituições financeiras, aplica-se: **(i)** até 31 de agosto de 2022, a data da assembleia que aprovar a incorporação se realizado o registro da ata em até 30 (trinta) dias da publicação da autorização do BACEN e igualmente a correspondente publicação dos documentos exigidos pelos arts. 1.128, 1.129 e 1.131 do CC/2002 no DOU; **(ii)** a partir de 1º de setembro de 2022, a data da assembleia que aprovar a incorporação caso a instituição apresente para registro a ata da assembleia em até 30 (trinta) dias do referido evento, procedimento que será realizado concomitantemente ao pedido de autorização do BACEN em relação ao ato societário e a subsequente publicação dos documentos exigidos pelos arts. 1.128, 1.129 e 1.131 do CC/2002 no DOU; e **(iii)** nas demais situações, a data do despacho que conceder o arquivamento da ata de assembleia que aprovou a incorporação.

Relativamente ao regime tributário, há adoção da definição do evento de incorporação em conformidade com a legislação societária que envolve as instituições financeiras para atribuir obrigações próprias. Assim, há igualmente manifesta dissonância entre o parâmetro adotado pela legislação tributária para reconhecimento da data da incorporação com o correspondente regime contábil aplicável às instituições financeiras, o que resulta em controle contábil

distinto da correspondente apuração tributária caso a entidade se adeque ao regime societário, acarretando elevados custos e riscos. Outrossim, igualmente se observou cenário de insegurança jurídica envolvendo as incorporações de instituições financeiras, uma vez que, em situações que Juntas Comerciais arquivaram os atos societários em desconhecimento das peculiaridades que circunscreviam as instituições financeiras, houve consequências tributárias negativas às instituições, tendo, inclusive, a administração fazendária, quando questionada, respondido de forma divergente ao regime jurídico singular que envolve as instituições sujeitas à fiscalização do BACEN.

Nesse cenário, considerando a dissonância entre os regimes jurídicos (societário e tributário) com o contábil, há evidente estímulo para que as instituições financeiras não se adequem às regras societárias que circunscrevem as incorporações societárias. Isso porque a inadequação do regime jurídico **(i)** não acarreta penalidade pecuniária; **(ii)** há menores custos legais envolvidos, pois não será necessário promover a publicação de atos no DOU; e **(iii)** tenderá a garantir que a data-base das apurações tributárias seja equivalente com a consolidação das demonstrações contábeis (data de publicação da autorização do BACEN no DOU), uma vez que, estando a documentação levada a registro em conformidade, o despacho de arquivamento será realizado em, no máximo, 5 (cinco) dias úteis, para as sociedades anônimas, e 2 (dois) dias úteis, para as cooperativas de crédito.

Ou seja, a Resolução CMN nº 4.817/2020 e a insegurança jurídica que envolve a análise dos pedidos de registro de incorporação de instituições financeiras estimulam que haja descumprimento da legislação.

Portanto, entende-se necessário que o CMN promova alteração do regime contábil aplicável às incorporações de instituições financeiras, adequando-o à legislação societária e tributária, assim como é importante que o DREI promova orientação para uniformização das decisões das Juntas Comerciais que examinem as referidas operações societárias.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, F. H. Mendes de. Administração pública no direito privado. In: **Revista de Direito Administrativo**, n. 67, p. 388–391, maio 1962.

AMARAL, Francisco. **Direito civil: introdução**. 10 ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BANCO BRADESCO S.A. **Fato relevante, 29 jul. 2019**. Osasco: 2019. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/80f2e993-0a30-421a-9470-a4d5c8ad5e9f/815cb8ed-f272-4df3-9f-29-50f18b522044?origin=1>. Acesso: 13 jan. 2023.

BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. **Fato relevante, 14 abr. 2009**. São Paulo: 2009. Disponível em: <https://www.santander.com.br/document/gsb/IncorporacaoDoBancoABNRealSA.pdf>. Acesso em: 14 jan. 2023.

BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. **Fato relevante, 29 jul. 2020**. São Paulo: 2020. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WRI/documentos/url-fr-incorp-ole/20-07-29_203213_fr-incorporacao_ole.pdf. Acesso: 13 jan. 2023.

BONAVIDES, Paulo; ANDRADE, Paes de. **História Constitucional do Brasil**. 3 ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1991.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Exposição de motivos da Resolução CMN nº 4.970 de 25/11/2021**. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Votos/CMN/202194/VOTO_DO_CMN_94_2021_BCB_SECRE_Numerado_Manualmente_01.pdf. Acesso em: 14 jan. 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Sistema Integrado de Autorizações (SIA)**. SISORF. Atualização Sisorf nº 155, de 29.09.2022. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/orf/externo/#/manual/assunto/?sigla=SISORF&taxonomia=04.30.070>. Acesso em: 31 jan. 2023.

BRASIL. Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (3ª Turma Extraordinária da 1ª Seção). **PAF 10680.900618/2010-01**. Recorrente: RS Crédito, Financiamento e Investimento S/A. Recorrida: Fazenda Nacional. Relatora: Conselheira Carmen Ferreira Saraiva, 11 set. 2019. Disponível em: <https://carf.fazenda.gov.br/sincon/public/pages/ConsultarInformacoesProcessuais/consultarInformacoesProcessuais.jsf#>. Acesso em: 13 jan. 2023.

BRASIL. Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (1ª Turma Ordinária da 3ª Câmara da 1ª Seção). **PAF 16327.720266/2013-52**. Recorrente: Solidez Corretora de Câmbio, Título e Valores Mobiliários S/A. Recorrida: Fazenda Nacional. Relator: Conselheiro Carlos Augusto Daniel Neto, 14 ago. 2018. Disponível em: <https://carf.fazenda.gov.br/sincon/public/pages/ConsultarInformacoesProcessuais/consultarInformacoesProcessuais.jsf#>. Acesso em: 13 jan. 2023.

BRASIL. Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (1ª Turma Ordinária da 4ª Câmara da 1ª Seção). **PAF 16327.720674/2012-23**. Recorrente: Citigroup Global Markets Brasil, Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S/A. Recorrida: Fazenda Nacional. Relator: Conselheiro Luiz Rodrigo de Oliveira Barbosa, 26 jul. 2017. Disponível em: <https://carf.fazenda.gov.br/sincon/public/pages/ConsultarInformacoesProcessuais/consultarInformacoesProcessuais.jsf#>. Acesso em: 13 jan. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4ª Turma). **REsp 1.994**. Recorrente: R. Duarte Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA. Recorrido: Banco Central do Brasil. Relator: Min. Sálvio de Figueiredo, 20 mar. 1990. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>

GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=199000005949&dt_publicacao=09/04/1990. Acesso em: 13 jan. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (1ª Seção). **REsp 1.848.993**. Recorrente: Município de São Paulo. Recorrido: Claro S.A. Relator: Min. Gurgel de Faria, 26 ago. 2020. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201903434053&dt_publicacao=09/09/2020. Acesso em: 15 jan. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (1ª Seção). **REsp 1.856.403**. Recorrente: Município de São Paulo. Recorrido: Claro S.A. Relator: Min. Gurgel de Faria, 26 ago. 2020. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=202000033595&dt_publicacao=09/09/2020. Acesso em: 15 jan. 2023.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Plenário). **RE 574706**. Recorrente: Imcopa Importação, Exportação e Indústria de Óleos Ltda. Recorrido: União. Relatora: Min. Cármen Lúcia, 15 mar. 2017. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=13709550>. Acesso em: 14 jan. 2023.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: 1º volume, arts. 1º a 74. 7 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: 2º volume, arts. 75 a 137. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: 3º volume, arts. 138 a 205. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: 4º volume, tomo I, arts. 206 a 242. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: 4º volume, tomo II, arts. 243 a 300. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Civil**: Parte Geral. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. In: **The Journal of Law & Economics**, v. 3, p. 1-44, out. 1960.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza jurídica do balanço de sociedade anônima. Licitação. In: **Revista dos Tribunais**, n. 489, jul. 1976.

ENGELS, Friedrich; KAUTSKY, Karl. **O socialismo jurídico**. Tradução: Lívia Cotrim e Márcio Bilharinho Naves. 2 ed. São Paulo: Boitempo, 2012.

FURTADO, Lucas Rocha. **Curso de direito administrativo**. 4 ed. Belo Horizonte: Fórum, 2013.

FUSÕES e aquisições devem aumentar em 2023, depois da queda de 37% no ano passado. **Valor Econômico**, 07 jan. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2023/01/07/fusoes-e-aquisicoes-devem-aumentar-em-2023-depois-da-queda-de-37percent-no-ano-passado.ghtml>. Acesso em: 05 mar. 2023.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 15 ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

GRAU, Eros Roberto. Ônus, dever e obrigação. In: **Direito Tributário: princípios gerais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de empresa**: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

HABERMAS, Jürgen. **Direito e democracia**: entre facticidade e validade, volume I. Tradução: Flávio Beno Siebeneichler. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1997.

HABERMAS, Jürgen. Sobre a coesão interna entre Estado de direito e democracia. Tradução: Paulo Astor Soethe. In: HABERMAS, Jürgen. **A inclusão do outro**: estudos de teoria política. São Paulo: Edições Loyola, 2002.

HART, Herbert L. A. **The Concept of Law**. 3 ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al. **Contabilidade introdutória**. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de direito administrativo**. 10 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

KELSEN, Hans. **Teoria pura do direito**. Tradução: João Baptista Machado. 8 ed. São Paulo: 2009.

KORNHAUSER, Lewis A. A Guide to the Perplexed Claims of Efficiency in the Law. In: **Hofstra Law Review**, v. 8, iss. 3, p. 591-639, 1980.

KORNHAUSER, Lewis. An Introduction to the Economic Analysis of Contract Remedies. In: **University of Colorado Law Review**, v. 57, n. 4, p. 683-726, 1986.

KORNHAUSER, Lewis. The Economic Analysis of Law. In: ZALTA, Edward N. (ed). **The Stanford Encyclopedia of Philosophy**. Disponível em: <https://plato.stanford.edu/archives/spr2022/entries/legal-econanalysis/>. Acesso em: 31 jan. 2023.

KUHN, Thomas S. **The structure of scientific revolutions**. 3 ed. Chicago: University of Chicago Press, 1996.

LASSALLE, Ferdinand. **A essência da Constituição**. 9 ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**: comentários à lei (arts. 1º a 120), v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**: comentários à lei (arts. 189 a 300), v. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

MARTINS, Ives Gandra da Silva. Ilegalidade de autuações fiscais baseadas na atribuição de eficácia *ex nunc* a operações com eficácia *ex tunc*, quando aprovadas pelo Banco Central e supervisionadas pela CVM. In: **Revista Tributária e de Finanças Públicas**, São Paulo, v. 22, n. 118, p. 207-268, set./out. 2014.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 42 ed. São Paulo: Malheiros, 2016.

MEIRELLES, Hely Lopes. Incorporação de banco. In: MEIRELLES, Hely Lopes. **Estudos e pareceres de direito público VIII**: assuntos administrativos em geral. Revista dos Tribunais, 1984.

MELLO, Marcos Bernardes de. **Teoria do fato jurídico: plano da existência**. 18 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

MOSCHETTI, Francesco. **Il principio dela capacita contributiva**. Padova: CEDAM, 1973.

NICOCELI, Artur. Fusões e aquisições podem crescer 15% em 2023. Saiba como aproveitar. **Estadão**, 06 dez. 2022. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/investimentos/fusoes-e-aquisicoes-devem-crescer-em-2023-como-aproveitar/>. Acesso em: 05 mar. 2023.

PERLIGIERI, Pietro. **Perfis de direito civil**. Tradução: Maria Cristina De Cisco. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

PLATÃO. **Diálogos**: seleção de textos de José Américo Mota Pessanha (Os pensadores). Tradução: José Cavalcante de Souza, Jorge Paiekat e João Cruz Costa. São Paulo: Abril Cultural, 1973.

POMPEU, Cid Tomanik. Natureza jurídica da autorização. In: **Revista de Direito Administrativo**, v. 142, p. 11-21, jan. 1980.

PONDÉ, Lafayette. A vontade privada na formação ou na eficácia do ato administrativo. In: **Revista de direito administrativo**, n. 63, p. 16-29, jan./mar. 1961.

QUEIROZ, Odete Novais Carneiro; GRAMSTRUP, Erik Frederico. Condição Suspensiva: Princípio da (Ir)Retroatividade e Direito Adquirido. In: **Revista Magister de Direito Civil e Processual Civil**, Porto Alegre, v. 14, n. 81, p. 52-69, nov./dez. 2017.

QUINE, Willard Van Orman. Two Dogmas of Empiricism. In: HARDING, Sandra G. (ed.). **Can Theories be Refuted? Essays on the Duhem-Quine Thesis**. Boston: D. Reidel Publishing Company, 1976.

REALE, Miguel. O Plano Collor II e a Intervenção do Estado na Ordem Econômica. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 14, n. 54, p. 311-322, out./dez. 2011.

TÁCITO, Caio. Autorização - Banco Central - Controle Jurisdicional. In: **Revista de Direito Administrativo** 153, p. 253-258, jan. 1983.

TEIXEIRA, Yann Santos. DF, ouro e ZPE: proposta para a unidade federativa e ao setor de joias. **Conjur**, 19 jul. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-jul-19/yann-teixeira-unidade-federativa-setor-joias>. Acesso em: 10 jan. 2023.

TEIXEIRA, Yann Santos. Dworkin's Hedgehog: pushing forward the non-conflictual nature of values. [2023]. No prelo.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República**: vol. I. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. Notas sobre a condição no negócio jurídico. In: **Revista de Direito Civil Contemporâneo**, vol. 16, p. 61-83, jul./set. 2018.

THALER, Richard H. From Homo Economicus to Homo Sapiens. In: **The Journal of Economic Perspectives**, v. 14, n. 1, p. 133-141, 2000.

VEIGA, Didimo Agapito da. **Código comercial comentado e posto ao par da doutrina, legislação e jurisprudência modernas**. 2 ed. Rio de Janeiro: Laemmert, 1898.

WALD, Arnaldo. Aspectos peculiares do direito bancário: o regime jurídico dos atos bifaces. In: **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**, v. 7, n. 26, p. 327-339, out./dez. 2004.

WALD, Arnaldo. Da competência das agências reguladoras para intervir na mudança de controle das empresas concessionárias. **Revista de Direito Administrativo**, 229, p. 27-44, ago. 2002.

WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

A MITIGAÇÃO DO APROVEITAMENTO PARASITÁRIO DE MARCAS À LUZ DO EMPREGO DE EXPRESSÕES DE USO COMUM: UMA BREVE ANÁLISE JURISPRUDENCIAL

Karina Cesana Shafferman (USP, São Paulo)

Sumário: 1 Noções Introdutórias – 2 Marcas e Aproveitamento Parasitário – 3 Práticas Parasitárias e Ilicitude – 4 Considerações finais – 5 Referências

Resumo: O presente artigo se propôs a explorar a temática do aproveitamento parasitário nas marcas, bem como o posicionamento dos Tribunais acerca dessa matéria. Assim, através do presente estudo, destacou-se como, em situações em que a marca é composta por termos de utilização frequente no ramo da atividade econômica desenvolvida, o titular do registro se encontra obrigado a tolerar o emprego dessas palavras por terceiros. Portanto, foi possível evidenciar como o uso de expressões de uso comum pode ser tido como fator para obstaculizar a configuração de concorrência desleal e violações ao direito marcário. No mais, conclui-se acerca da imprescindibilidade da existência de um risco de confusão para o consumidor quanto à procedência dos serviços ou produtos para a caracterização de aproveitamento parasitário, de maneira que o posicionamento adotado pela jurisprudência tem colaborado para evitar o uso desarrazoado desse instituto.

Palavras-chave: Marcas nominativas. Distintividade. Expressões de uso comum. Concorrência desleal. Aproveitamento parasitário. Mitigação. Análise jurisprudencial.

Abstract: This article sought to explore the issue of parasitic use in trademarks, as well as the position of the Courts on this matter. Thus, through the current study, it was possible to outline how, in situations where the trademark is composed of terms frequently used within the economic activity developed, the trademark holder is obliged to

tolerate the use of these words by third parties. In addition, it was also concluded that a risk of confusion for the consumer as to the origin of the services or products is indispensable for the characterization of parasitic exploitation, and therefore, that the position adopted by the jurisprudence has collaborated to avoid the misinterpretation of such legal instrument.

Keywords: Word trademarks. Distinctiveness. Commonly used expressions. Unfair competition. Parasitic exploitation. Mitigation. Jurisprudential analysis.

1. NOÇÕES INTRODUTÓRIAS

Historicamente, o uso de sinais distintivos que permitissem a identificação da origem e propriedade de determinados objetos remonta desde a Antiguidade. Embora as marcas não fossem dotadas do aspecto comercial que carregam na atualidade, eram frequentemente empregadas como forma de assegurar a origem de determinado produto e, com isso, garantir a sua qualidade e prestígio. Não obstante a importância desses instrumentos naquele período, inexistiam mecanismos jurídicos aptos a impedir que determinada mercadoria fosse rotulada com marca diversa de sua real procedência.

Contudo, com o advento da Idade Média, as marcas passaram a ter um importante papel no desenvolvimento das atividades comerciais, transformando-se em relevantes ferramentas para a realização de distinções entre as variadas corporações de ofício. Nesse sentido, Zebulum (2007, p. 220) explica que:

Se no início das atividades comerciais [as marcas] eram usadas como meros identificadores de estabelecimentos e como sinais de propriedade, no caso de animais de diferentes donos que usavam pasto comum, posteriormente passaram a ter utilização mais próxima da moderna, quando passaram a ser grafadas sob a atividade exercida, e que figurava na

matrícula, identificando-se, portanto, como própria da pessoa, ou representando eventual relação de corporação ou sociedade.

Assim, tais marcas de propriedade, de garantia, de origem, de controle ou de comércio, passaram a constituir importante elo vinculando o produto ou atividade a uma determinada pessoa ou sociedade, e a partir de tais marcas é que as pessoas ou sociedades se individualizam e se distinguem das demais.

Todavia, a partir do século XVIII e diante das inovações proporcionadas pela Revolução Industrial, a estrutura das corporações de ofício passou a sofrer profundos abalos. A substituição da manufatura artesanal pela produção massificada das máquinas a vapor trouxe profundos impactos na sociedade. E, por conseguinte, a função exercida pelas marcas também não permaneceu imune às alterações que permeavam todo o corpo social. Como resultado desse fenômeno e das grandes mudanças econômicas provocadas, a marca deixou de representar um sinal distintivo em relação ao seu produtor, passando a ficar mais próxima da identificação do produto em si. Sobre isso:

A marca evoluiu da “assinatura” do produtor aposta ao produto, ou de um sinal de propriedade apostado às mercadorias em trânsito ou depositadas em armazéns, a um sinal que vai atuar diante dos consumidores para identificar uma procedência constante de determinado produto, mercadoria ou serviço, oferecidos em concorrência com outros de procedência diversa. A marca pressupõe a existência, ao menos potencial, de produtos idênticos ou similares oferecidos perante o mesmo mercado, sendo, pois, um instrumento de concorrência, e não de monopólio (SILVEIRA; SILVEIRA, 2017, p. 14).

Atualmente, a proteção das marcas encontra-se diretamente relacionada com a tutela de sinais distintivos que propiciam a

identificação de produtos específicos, possibilitando a criação de um vínculo entre o consumidor e a mercadoria/serviço. Assim, de acordo com a Organização Mundial da Propriedade Intelectual (c2022, tradução nossa)³⁸², “A marca consiste em um sinal capaz de distinguir bens e serviços de uma empresa daqueles de outras empresas”. Já Carvalho de Mendonça (1959, p. 215) traz uma definição mais detalhada do conceito, argumentando que:

Essas marcas consistem em sinais gráficos ou figurativos, destinados a individualizar os produtos de uma empresa industrial ou as mercadorias postas à venda em uma casa de negócio, dando a conhecer sua origem ou procedência, e atestando a atividade e o trabalho de que são resultado.

No Brasil, as marcas são expressamente amparadas pela Lei nº 9.279/1996 (Lei de Propriedade Industrial – LPI), que dedica um título inteiro à proteção desses sinais distintivos e daquilo que é passível de registro como marca. Com isso, em seu artigo 123, I, o diploma normativo define o conceito de marca de produto ou serviço como “aquela usada para distinguir produto ou serviço de outro idêntico, semelhante ou afim, de origem diversa”, ao passo que o artigo 122 da norma esclarece que “São suscetíveis de registro como marca os sinais distintivos visualmente perceptíveis, não compreendidos nas proibições legais”.

Ainda, não se pode perder de vista a ideia de que a marca também possui um alto valor simbólico junto ao público consumidor, representando aquilo que se espera de determinado produto ou serviço. Por isso, também é coerente vislumbrar a marca como um bem imaterial, integrante do patrimônio da empresa. Nessa toada, Kotler e Keller (2018, p. 328):

382 A trademark is a sign capable of distinguishing the goods or services of one enterprise from those of other enterprises.

Uma marca é, portanto, um bem ou serviço que agrega dimensões que, de alguma forma, o diferenciam de outros produtos desenvolvidos para satisfazer a mesma necessidade. Essas diferenças podem ser funcionais, racionais ou tangíveis (isto é, relacionadas ao desempenho da marca) e também simbólicas, emocionais ou intangíveis (isto é, relacionadas àquilo que a marca representa ou significa em termos abstratos).

2. MARCAS E APROVEITAMENTO PARASITÁRIO

É exatamente dentro dessa perspectiva, delineada pela relevância das marcas na distintividade dos produtos e do alto valor simbólico que guardam perante os consumidores, que se torna possível compreender a problemática do aproveitamento parasitário por aqueles que não são titulares de seu registro. Nesse sentido, essas práticas parasitárias se configuram em hipóteses em que um terceiro busca reproduzir elementos característicos de determinado produto ou serviço, a fim de se aproveitar da imagem que a empresa titular de determinada marca (ou outro instituto de propriedade industrial) possui perante os consumidores (LOCATELLI, 2018, p. 77).

Diante disso, frequentemente a doutrina costuma realizar uma distinção entre diferentes tipos de atividades parasitárias: a *concorrência parasitária* e o *aproveitamento parasitário*. Dessa forma, enquanto no primeiro caso, costuma-se defender que o parasitismo se dá entre empresas que fazem parte de um mesmo ramo de atividade; no segundo caso, não há tal exigência. Sobre isso:

Ainda que exista entendimento de que concorrência parasitária e aproveitamento parasitário sejam institutos diversos, acredita-se tratar do mesmo tema. A diferença entre estas práticas seria que a concorrência parasitária ocorreria apenas em situação

de concorrência direta entre agentes econômicos, enquanto o aproveitamento parasitário estaria fora desta relação, sem competição entre as partes.

Yves St. Gal diferencia as duas práticas da seguinte forma: ao se tratar de condição de concorrência, haveria imitação da criação alheia (*concorrência parasitária*), enquanto que, fora desta relação, verificar-se-ia o aproveitamento dos esforços, do renome ou da reputação (*aproveitamento parasitário*). (BARBOSA, 2015, p. 61-62).

No entanto, comumente esses institutos são tratados como sinônimos, particularmente pela jurisprudência. Isso porque, ambos os cenários podem trazer efeitos similares, com o proveito econômico do trabalho alheio. E, nesse sentido, podem ser tidos como categorias análogas, na medida em que a sua coibição busca evitar condutas desleais e garantir a tutela do mercado como um todo. Novamente, muito elucidativos os entendimentos de Barbosa (2015, p. 62):

A despeito do apresentado, a conclusão a que se chega é que concorrência parasitária e aproveitamento parasitário são institutos análogos, sendo uma extensão do alcance da concorrência desleal. Ainda que possuam características diversas, o escopo é a coibição de práticas desleal por agentes do mercado, seja do mesmo ou não. Busca-se com isso a proteção ao mercado de forma geral, incluindo empresas e consumidores.

Mais do que isso, comumente como resultado dessas práticas, evidenciam-se conjunturas em que se observa uma diluição da marca alvo do parasitismo – isto é, a perda de seu poder distintivo. Ou, então, muitas vezes, a reputação da marca “parasitada” pode sofrer profundos prejuízos em face da realização de um uso indesejado do sinal distintivo pelo aproveitador parasitário, sofrendo uma desvalorização

aos olhos do consumidor em decorrência das associações efetuadas entre os produtos ofertados pelo detentor da marca e o terceiro que se aproveita de seus sinais distintivos. Oliveira (2000, p. 155) discorre sobre essa ideia de forma muito esclarecedora:

Esta inevitável associação pode gerar consequências nefastas para o titular do registro que desenvolveu toda uma estratégia, firmando certo padrão de qualidade, criando determinado conceito, conseguindo uma imagem sólida de sua marca.

A utilização da marca Chanel [por exemplo] para identificar um veneno para matar rato, ou ainda um vaso sanitário, implica a diluição de seu valor publicitário, a diminuição de seu poder de atração, prejuízo para titular do registro e, finalmente, lucro fácil para aquele que se aproveita deste signo desejado pelo consumidor.

Pior do que isso, se o produto ou serviço ofertado pelo terceiro parasitário seja de má qualidade, também é possível que o legítimo titular da marca sofra lesões ainda maiores. Caso o público consumidor passe a estabelecer uma correlação entre o bem de qualidade inferior e a marca “parasitada”, o legítimo titular poderá ter a sua imagem e reputação atingidas – conjuntura que poderia ocasionar a perda de parte de sua clientela e de consumidores em potencial. Além disso, também não se pode esquecer que as práticas parasitárias igualmente trazem consequências negativas ao consumidor, que pode se encontrar em situação em que é induzido a erro quanto à procedência dos produtos e serviços oferecidos.

3. PRÁTICAS PARASITÁRIAS E ILICITUDE

Não obstante o cenário acima delineado, é necessário ressaltar que nem todas as condutas em que existe o uso de sinais distintivos específicos por parte de terceiros configuram comportamentos ilícitos.

Assim, Locatelli (2018, p. 77) argui que “(...) nem todas as práticas comerciais parasitárias são ilícitas ou estão devidamente reguladas na legislação específica, deixando margem para a interpretação dos julgadores (...)”.

Tendo isso em vista, um dos casos em que a jurisprudência aparenta mitigar a ocorrência de aproveitamento parasitário, assim como a ilicitude do uso de sinais distintivos que já foram registrados por terceiros, encontra-se relacionado com situações em que há o emprego de expressões de uso comum em marcas nominativas – como será tratado a seguir.

Nos termos do artigo 124, VI da LPI, não são passíveis de registro sinais de caráter genérico, necessários, comuns ou aqueles frequentemente empregados para designar uma característica do produto ou serviço. *In verbis*:

Art. 124. Não são registráveis como marca:

(...)

VI - sinal de caráter genérico, necessário, comum, vulgar ou simplesmente descritivo, quando tiver relação com o produto ou serviço a distinguir, ou aquele empregado comumente para designar uma característica do produto ou serviço, quanto à natureza, nacionalidade, peso, valor, qualidade e época de produção ou de prestação do serviço, salvo quando revestidos de suficiente forma distintiva;

Por conseguinte, o entendimento dos Tribunais é firme do sentido de que há a mitigação da exclusividade de marcas em hipóteses em que são utilizadas expressões de uso comum, de modo que o titular do registro não pode se opor ao uso desse termo por outros agentes econômicos. Com isso, percebe-se que tal lógica busca a preservação da boa-fé, evitando que o titular do registro seja demasiadamente privilegiado em detrimento de um terceiro que procura desenvolver sua atividade econômica no mercado. Senão vejamos (*grifo nosso*):

AGRAVO INTERNO NOS EMBARGOS DE DIVERGÊNCIA EM RECURSO ESPECIAL. SIMILITUDE FÁTICA. AUSÊNCIA. ACÓRDÃO EMBARGADO EM CONFORMIDADE COM A JURISPRUDÊNCIA DA SEGUNDA SEÇÃO. DISTINÇÃO ENTRE MARCAS. EXAME DE CIRCUNSTÂNCIAS FÁTICAS. INVIABILIDADE.

(...)

2. Marcas fracas, sugestivas ou evocativas, que constituem expressão de uso comum, de pouca originalidade, atraem a mitigação da regra de exclusividade decorrente do registro, admitindo-se a sua utilização por terceiros de boa-fé. Precedentes.

(...)

(AgInt nos EREsp n. 1.778.766/MG, relatora Ministra Nancy Andrighi, Segunda Seção, julgado em 29/11/2022, DJe de 1/12/2022.)

O caso supramencionado versava sobre a possibilidade de proteção da expressão “Havana” pelo direito marcário. Isso porque, embora o termo remeta à capital de um país, a agravante *Havana Club Holding S.A.* defendeu que a palavra não estaria diretamente vinculada ao mercado de bebidas alcóolicas em que a litigante atua, razão pela qual não estaria abrangida pela vedação do art. 124, VI da LPI e não deveria ser tida como comum ou vulgar.

Ocorre que o Tribunal Superior reafirmou a correção do ato administrativo que indeferiu o pedido de registro marcário, ratificando a ideia de que as marcas fracas e constituídas por expressões de uso comum seriam passíveis de mitigação da exclusividade conferida para as marcas. Nessa toada, reiterou o entendimento de que, ante a pouca originalidade da marca nominativa, nessas hipóteses, seria possível o uso da expressão debatida por terceiros de boa-fé.

Em realidade, a *ratio decidendi* existente por detrás desse acórdão também vai ao encontro da ideia de que a proteção conferida pelos Direitos Intelectuais é mais frágil nas hipóteses em que a marca é composta pelo nome de dada localidade. Mais do que isso, não se

pode deixar de lado que essa situação ganha ainda maior vulto quando tal lugar seja amplamente reconhecido como local de fabricação de determinado produto.

Acerca dessa temática, o recente julgamento do AgInt no AREsp 1.516.110 pelo STJ é digno de menção. Nesse precedente, a Corte Superior concluiu que o emprego da marca *Saliníssima* por um terceiro não afrontaria os direitos dos titulares das marcas *Salina* e *Salinas*. De acordo com o raciocínio exarado pelo órgão julgador, a Região de Salinas corresponderia a um conhecido polo de produção de cachaça no estado de Minas Gerais, situação que ocasionaria uma mitigação da exclusividade conferida às marcas. Ao fazer referência a um local geográfico, os seus titulares deveriam ser obrigados a suportar a coexistência de outras marcas com denominação semelhante.

Mais do que isso, o colegiado advertiu que, embora as marcas debatidas sejam tidas como fracas pelo emprego de termos pouco originais, haveria elementos distintivos suficientes na forma de apresentação dos produtos, tais como diferenciações entre as fontes tipográficas e cores utilizadas nos rótulos das mercadorias – circunstância que impediria o desvio de clientela e o engano dos consumidores acerca da cachaça adquirida. E, inexistindo risco de confusão sobre a procedência das garrafas pelos compradores, não haveria violação do direito marcário a justificar o pagamento de indenização para os detentores das marcas *Salina* e *Salinas* no caso concreto. Para melhor ilustrar essa ideia, vale destacar um pequeno trecho da ementa do acórdão (*grifo nosso*):

DIREITO MARCÁRIO. AGRAVO INTERNO NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. MARCAS SEMELHANTES E PRODUTOS DO MESMO SEGMENTO. MARCAS EVOCATIVAS DA MESMA REGIÃO GEOGRÁFICA DE ORIGEM. MARCAS FRACAS (SÚMULA 83 DO STJ). MITIGAÇÃO DA EXCLUSIVIDADE DO TITULAR. AUSÊNCIA DE CONFUSÃO (SÚMULA 7 DO STJ). AGRAVO INTERNO DESPROVIDO.
(...)

2. É entendimento desta Corte Superior que marcas tidas como fracas ou evocativas constituem expressão de uso comum, de pouca originalidade e sem suficiente força distintiva, atraindo a mitigação da regra de exclusividade do registro, podendo conviver com outras semelhantes. Precedentes.

3. No caso, o termo apontado como semelhante é evocativo da região de origem dos produtos confrontados (aguardentes de cana-de-açúcar de Salinas-MG), o que enfraquece o direito de exclusividade dos detentores de registro, mormente quando expressamente afastada a possibilidade de confusão no caso concreto (...)

(AgInt no AREsp n. 1.516.110/MG, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 13/6/2023, DJe de 22/6/2023.)

Seguindo o raciocínio, o teor do acórdão prolatado pela 20ª Câmara Cível do TJSP no exame da apelação nº 1.0000.20.029443-7/001 também merece realce. Nesse caso, o órgão julgador reconheceu expressamente que, ainda que a marca nominativa esteja registrada junto ao INPI, seria possível a mitigação do direito de uso exclusivo. Sobre isso:

APELAÇÃO - INDENIZATÓRIA - PROPRIEDADE DE MARCA - REGISTRO DE MARCA SIMILAR NO INPI - AFRONTA À EXCLUSIVIDADE - INOCORRÊNCIA - EXPRESSÃO DE USO COMUM - Conforme contemplado na Lei n. 9.279/96 (Lei de Propriedade Industrial), o uso exclusivo de marca decorre da constituição da propriedade por meio de registro próprio no Instituto Nacional de Propriedade Industrial - **Ainda que ocorrido o registro no órgão próprio, o direito ao exercício do uso exclusivo da marca é mitigado no caso de ser composta por expressão de uso comum, nos termos no que estabelece o art. 124, VI da Lei n.**

9.279/96, referenciado pela jurisprudência pacífica do STJ.

(TJ-MG - AC: 1.0000.20.029443-7/001 MG, Relator: Fernando Lins, Data de Julgamento: 26/11/2020, Câmaras Cíveis / 20ª CÂMARA CÍVEL, Data de Publicação: 27/11/2020)

No referido caso, a sociedade *Lojas União 1a99 Ltda.* ajuizou ação indenizatória em face de *Ceam Comercial Ltda.-ME*, na medida em que a parte ré estaria fazendo uso de uma marca registrada e de titularidade da autora – isto é, estaria empregando o termo “*De 1 a 99 mais*” em seu site e em placas junto ao estabelecimento. Contudo, a demanda foi julgada improcedente em primeiro grau, tendo o juízo de segunda instância mantido essa decisão. De acordo com o colegiado, a expressão debatida corresponderia a uma frase notória e comumente utilizada em estabelecimentos comerciais varejistas por todo o país. Por conseguinte, compreendeu que, embora tenha sido assegurado o registro da marca, a regra da exclusividade deveria ser mitigada – não sendo viável que a titular impedisse que outros agentes econômicos que praticassem atividades semelhantes fizessem uso da expressão.

Caminhando mais um pouco no exame da matéria debatida, é preciso salientar a importância de se efetuar a análise da ocorrência ou não de violação ao direito marcário à luz das especificidades que rodeiam o caso concreto. Isso porque, às vezes, determinada palavra pode ser tida como uma expressão comum em determinado ramo econômico, ao passo que o mesmo termo pode ter maior capacidade distintiva no escopo de outras atividades econômicas. Logo, a efetuação de tais considerações é muito relevante para que se possa vislumbrar a ocorrência ou não de práticas ilícitas na conjuntura examinada. Similiar foi o entedimento da 17ª Câmara Civil do TJPR no exame da apelação cível nº 0083909-28.2010.8.16.0014. Nessa toada (*grifo nosso*):

DIREITO DE PROPRIEDADE INDUSTRIAL E INTELLECTUAL. APELAÇÃO CÍVEL. AÇÃO DE

ABSTENÇÃO DE USO DE MARCA E INDENIZAÇÃO. VIOLAÇÃO DE MARCA E CONCORRÊNCIA DESLEAL. REGISTRO DA MARCA JUNTO AO INPI. PROVA DE EFETIVA CONFUSÃO POR PARTE DOS CONSUMIDORES. DANO MATERIAL. DANO MORAL. PESSOA JURÍDICA. AUSÊNCIA DE EFETIVA COMPROVAÇÃO. SENTENÇA REFORMADA. PARCIAL PROVIMENTO.

(...)

3. Apesar do termo “JUST” ser expressão comum, por si só não possui relação com o segmento de revistas e periódicos, e uma vez tendo sido registrado como marca pela apelante em sua forma nominativa, qualquer outra marca que utilize o termo incorre em contrafação, por ofensa ao registro anterior perante o INPI.

(...)

(TJPR - 17ª Câmara Cível - 0083909-28.2010.8.16.0014 - Rel.: JUIZ DE DIREITO SUBSTITUTO EM SEGUNDO GRAU FRANCISCO CARLOS JORGE - J. 16.05.2019)

Na conjuntura supracitada, o órgão julgador concluiu que, embora o termo *just* correspondesse a uma expressão de uso comum *in abstracto*, no segmento de revistas e periódicos em que atua a parte autora, não se trataria de uma palavra de emprego frequente. E, diante das circunstâncias do caso concreto, a utilização do sinal distintivo por terceiros consistiria em afronta ao direito marcário, justificando o pagamento de indenização ao titular do registro da marca junto ao INPI.

Feitos esses apontamentos, é coerente prosseguir para a análise da relação entre o emprego de expressões de uso comum e a configuração ou não de práticas parasitárias ilícitas. Ora, pois, se o emprego de expressões de uso comum (via de regra) possibilita uma atenuação da exclusividade da marca, por uma decorrência lógica, é natural que não se verifique comportamento parasitário em

conjunturas em que um terceiro se utiliza desse termo integrante do sinal distintivo nominativo.

Em efeito, tal raciocínio tem igualmente encontrado amparo na jurisprudência. Para demonstrar essa ideia, é coerente mencionar a decisão proferida pela Primeira Turma Especializada do TRF-2 no exame da apelação nº 0144533-29.2013.4.02.5101. No caso concreto, o órgão julgador foi provocado a decidir se a existência prévia de registro de uma marca impediria o registro de uma expressão similar por um sujeito diverso. Mais especificamente, na referida controvérsia, a empresa *Tron Industrial Refrigeração e Eletrônica Ltda.*, titular da marca mista “tron”, questionava a possibilidade de materialização do registro da marca mista “neotron” por parte de *Impoluz Comércio Importação e Exportação Ltda.*

A sentença julgou a demanda improcedente, tendo a decisão sido mantida em segundo grau. Conforme explanado pelos julgadores, as marcas em questão possuíam elementos figurativos, visuais e gráficos distintos – conjuntura que eliminaria o risco de confusão acerca da procedência dos produtos pelos consumidores. Ademais, o órgão julgador, aplicando o teor do art. 124, VI da LPI, ressaltou que diante do uso de expressões de natureza comum ou vulgar, seria preciso que seus titulares arcassem com a convivência de outros sinais semelhantes. Além disso, diante da ausência de prova de que a empresa ré estaria agindo de má-fé, foi afastada qualquer tentativa de aproveitamento parasitário oriundo de *Impoluz Comércio Importação e Exportação Ltda.* Para melhor sintetizar essas noções, é interessante observar um excerto da ementa do julgado (*grifo nosso*):

PROPRIEDADE INDUSTRIAL. APELAÇÃO CÍVEL. REGISTRO DE MARCAS MISTAS. CONJUNTOS MARCÁRIOS SUFICIENTEMENTE DISTINTOS. MARCAS FRACAS. POSSIBILIDADE DE COEXISTÊNCIA. IMPOSSIBILIDADE DE CONFUSÃO AO PÚBLICO CONSUMIDOR. ART. 124, X IX DA LPI. INAPLICÁVEL. CONCORRÊNCIA DESLEAL E APROVEITAMENTO PARASITÁRIO NÃO

COMPROVADOS. ÔNUS DA PROVA. ART. 373, I DO CPC/2015. RECURSO DESPROVIDO.

(...)

4. As semelhanças entre as marcas em análise não têm força suficiente para impossibilitar a coexistência harmônica entre elas, induzindo a erro, dúvida ou confusão o consumidor. **Não há violação à legislação marcária, já que ambas são formadas por termos comuns ou vulgares, não registráveis individualmente como marca, nos termos do art. 124, VI da LPI.**

5. Não há nos autos qualquer prova que aponte em desfavor da empresa apelada, no sentido de indicar que a mesma utilizou de má-fé a marca da apelante para criar a sua, numa tentativa de aproveitamento parasitário. Não há, ainda, nenhuma evidência de diluição ou concorrência desleal da marca da apelante, ante a flagrante diversidade dos conjuntos marcários em cotejo, não havendo que se falar em confusão ao público consumidor, notadamente em se tratando de a marca da apelada ter sido registrada de forma mista.

(...)

(TRF-2 - AC: 0144533-29.2013.4.02.5101, Relator: ABEL GOMES, Data de Julgamento: 18/08/2017, 1ª TURMA ESPECIALIZADA)

Ainda, importante notar que para além do inciso VI do artigo 124 da LPI, a fundamentação dos julgados também se encontra baseada em outro elemento fundamental para justificar a não ocorrência de aproveitamento parasitário nas situações sendo discutidas: a ausência de risco de confusão por parte do consumidor.

Sobre essa temática, pode-se ressaltar o entendimento da 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP na apreciação da apelação cível nº 1049684-31.2019.8.26.0576. No caso em tela, *Lógica Engenharia Ltda.* ajuizou ação de abstenção de uso de marca c/c perdas e danos em face de *Lógica Rio Preto Engenharia e Construções Ltda.*

Conforme afirmado pela autora, a ré estaria empregando endereço de domínio na internet idêntico ao da requerente ao se valer da expressão “*Engenharia Lógica*”. Assim, buscou tutela jurisdicional para impedir que a empresa empregasse a referida denominação, além de solicitar o pagamento de indenização.

A ação foi julgada improcedente em primeiro grau, tendo a sentença sido reafirmada pela segunda instância. Consoante explicitou o colegiado, as marcas discutidas seriam caracterizadas por uma originalidade reduzida, sendo o termo “*lógica*” comum na área de cálculos em geral. Adicionalmente reiterou que, embora ambas as partes atuassem na construção civil, o seu público alvo seria diverso: enquanto a autora realizaria grandes obras de engenharia, a ré a construiria imóveis residenciais. E, tendo isso em vista, ratificou-se que não seria hipótese em que poderia haver erro ou associação com marca alheia por parte dos consumidores – cenário que afastaria a possibilidade de aproveitamento parasitário. Nesse sentido, muito elucidativa é a ementa do julgado (*grifo nosso*):

Ação cominatória (obrigação de não fazer), cumulada com pedido indenizatório, ajuizada por detentora da marca “Lógica Engenharia”, visando a abstenção de uso pela ré da marca “Lógica Rio Preto Engenharia e Construções”. Sentença de improcedência. Apelação da autora. “Lógica” remete a termo usual em engenharia e área de cálculos em geral, tratando-se, dessa forma, de expressão de uso comum, de baixa distintividade. Os casos a envolver marcas fracas devem ser examinados pela Justiça com menor rigor do que os que têm como objeto marcas mais elaboradas. Doutrina de LÉLIO DENICOLI SCHMIDT e de DENIS BORGES BARBOSA. **As marcas fracas ou evocativas caracterizam-se por expressões de uso comum, de pouca originalidade, que atraem a mitigação da regra de exclusividade decorrente do registro, admitindo-se a sua utilização por terceiros de boa-fé.** Precedente desta 1ª Câmara Reservada

de Direito Empresarial. Do STJ: “O monopólio de um nome ou sinal genérico em benefício de um comerciante implicaria uma exclusividade inadmissível, a favorecer a detenção e o exercício do comércio de forma única, com prejuízo não apenas à concorrência empresarial impedindo os demais industriais do ramo de divulgarem a fabricação de produtos semelhantes através de expressões de conhecimento comum, obrigando-os à busca de nomes alternativos estranhos ao domínio público, mas sobretudo ao mercado em geral, que teria dificuldades para identificar produtos similares aos do detentor da marca” (REsp 1.315.621, NANCY ANDRIGHI). **Notória distinção visual entre as logomarcas utilizadas pelas partes, que, embora atuem no ramo de engenharia e construções, prestam serviços voltados a públicos distintos, uma vez que a autora realiza grandes obras, enquanto a ré constrói imóveis residenciais, além de estarem distantes cerca de 400 quilômetros. Ausência, dessa forma, de risco de confusão dos consumidores, tampouco de aproveitamento parasitário.** Manutenção da sentença, também por seus próprios fundamentos, na forma do art. 252 do Regimento Interno do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação a que se nega provimento. (TJ-SP - AC: 1049684-31.2019.8.26.0576, Relator: Cesar Ciampolini, Data de Julgamento: 30/05/2022, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de Publicação: 30/05/2022)

Similarmente, no exame da apelação nº 1.422.701-5, a 12ª Câmara Cível do TJPR reiterou a indispensabilidade de haver risco de confusão entre as marcas por parte dos consumidores como requisito para configuração de aproveitamento parasitário. No cenário debatido, a empresa *Classe Textil Ltda.* ajuizou ação em face de *DMS Indústria de Confeção Ltda.-ME*. Consoante consta dos autos, a autora seria titular

das marcas “Tholokka”, “Tholokkinho”, “Tholokko” e “Tôloco” e estaria se insurgindo em decorrência do uso do termo “Toda Loka” pela ré.

No entanto, a demanda foi julgada improcedente, tendo esse posicionamento se mantido no acórdão. Conforme explicado pela turma julgadora, ambas as marcas teriam empregado expressões de uso comum e integradas à linguagem, o que ocasionaria um enfraquecimento da proteção concedida pelo direito marcário. Mais do que isso, embora ambas as empresas atuassem no ramo de vestuário, não restou comprovada a possibilidade de confusão entre os produtos no mercado, mas tão somente, uma certa coincidência fonética das marcas – situação que impediria a materialização de concorrência desleal. Senão vejamos (*grifo nosso*):

AÇÃO DE OBRIGAÇÃO DE NÃO FAZER CUMULADA COM INDENIZAÇÃO E ANTECIPAÇÃO DE TUTELA. TITULARIDADE DE MARCA MISTA. PLEITO JULGADO IMPROCEDENTE. INSURGÊNCIA DA AUTORA. USO INDEVIDO DE MARCA MISTA NÃO CONFIGURADO. UTILIZAÇÃO DE EXPRESSÃO COMUM QUE DISSOCIADA DE OUTROS ELEMENTOS DE PROVA NÃO É SUFICIENTE PARA COIBIR O USO DE MARCA DISTINTA PELA RÉ. A SIMPLES SIMILARIDADE FONÉTICA DAS MARCAS, SEM A DEVIDA COMPROVAÇÃO DE CONFUSÃO COMERCIAL, NÃO É CAPAZ DE CONFIGURAR A CONTRAFAÇÃO OU A CONCORRÊNCIA DESLEAL. NECESSIDADE DE PROVA. ÔNUS DOS AUTORES. DEVER DE INDENIZAR NÃO CONFIGURADO. SENTENÇA ESCORREITA. RECURSO NÃO PROVIDO.

(TJ-PR - APL: 1422701-5 (Acórdão), Relator: Desembargador Luiz Cezar Nicolau, Data de Julgamento: 13/04/2016, 12ª Câmara Cível, Data de Publicação: DJ: 09/05/2016)

Igualmente, no exame no REsp 1.237.752/PR, a Quarta Turma do STJ salientou a necessidade de se analisar todo conjunto distintivo

caracterizador da marca para a verificação da possibilidade de confusão do consumidor quanto à procedência do produto ou serviço e, com isso, averiguar ou não a ocorrência de aproveitamento/concorrência parasitários no caso concreto. Observemos trecho da ementa do julgado (*grifo nosso*):

RECURSO ESPECIAL - AÇÃO DE OBRIGAÇÃO DE FAZER C/C REPARAÇÃO DE DANOS - USO DE VOCÁBULO “CURITIBA”, INTEGRANTE DE MARCA MISTA DEVIDAMENTE REGISTRADA NO INSTITUTO NACIONAL DE PROPRIEDADE INDUSTRIAL (INPI), POR EMPRESA CONCORRENTE, QUE O AGREGOU AO SEU NOME COMERCIAL - TRIBUNAL A QUO QUE REPUTA VIOLADO O ART. 129 DA LEI DE PROPRIEDADE INTELECTUAL (LEI Nº 9.279/1996) E DETERMINA SEJAM ADOTADAS PROVIDÊNCIAS PARA FAZER CESSAR TODA E QUALQUER REFERÊNCIA AO VOCÁBULO “CURITIBA” ANTE O FATO DE A REPRODUÇÃO PARCIAL DA MARCA PRÉ-REGISTRADA CAUSAR DÚVIDA AOS CONSUMIDORES - PLEITO INDENIZATÓRIO NÃO ACOLHIDO EM RAZÃO DA AUSÊNCIA DE PROVA QUANTO AO PREJUÍZO - INSURGÊNCIA DA PARTE RÉ - RECURSO ESPECIAL PROVIDO.

(...)

4.1 A proteção que o registro marcário visa a conferir ao titular da marca comercial é quanto ao seu conjunto. **A despeito de o aproveitamento parasitário ser repellido pelo ordenamento jurídico pátrio, independentemente de registro, tal circunstância é de ser aferida a partir do cotejo, pelo conjunto, das marcas comerciais, sendo desimportante o elemento nominativo, individualmente considerado, sobretudo nas marcas de configuração mista, como é a que foi registrada pela autora.**

4.2 No caso, apesar de as empresas (autora e ré) atuarem em ramos comerciais próximos, inorcorreu a contrafação, senão a mera aplicação do vocábulo

“Curitiba”, que por si só não é capaz de ensejar o reconhecimento de utilização descabida de marca mista alheia.

(...)

(REsp n. 1.237.752/PR, relator Ministro Luis Felipe Salomão, relator para acórdão Ministro Marco Buzzi, Quarta Turma, julgado em 5/3/2015, DJe de 27/5/2015.)

No caso em questão, *C.M Comércio de Veículos Ltda.* havia ajuizado ação de obrigação de fazer e reparação de danos em face de *Auto Shopping Curitiba – Administradora de Bens Ltda.* A autora noticiou ser titular da marca mista “*Curitiba*”, registrada junto ao INPI para o segmento de *Comércio Varejista de Automóveis, Camionetas e Utilitários Novos e Usados.* Ocorre que, conforme afirma a requerente, teria sido surpreendida com o lançamento do empreendimento da ré no mesmo setor mercadológico. Por conseguinte, afirma ter procurado o Poder Judiciário para obter provimento jurisdicional no sentido de que a ré deixasse de usar o nome empresarial e marca “*Curitiba*”.

A ação foi julgada improcedente pelo juízo singular. Todavia, a decisão foi parcialmente revertida na instância apelatória, sendo prolatada decisão que determinou que a requerida deixasse de se valer da expressão “*Curitiba*”. Ao analisar o caso em grau superior, o STJ, por maioria, asseverou que, apesar de as partes atuarem em ramos semelhantes, não seria caso de aproveitamento parasitário, na medida em que os demais elementos visuais e figurativos que compõe a marca impediriam o risco de equívoco quanto à origem dos produtos. Assim, o recurso foi provido para julgar improcedente a demanda.

Em efeito, também é coerente notar que a exigência jurisprudencial da existência de possibilidade de causar confusão ao consumidor quanto à origem do produto ou serviço – isto é, como critério para ocorrência de prática ilícita – vai ao encontro do posicionamento doutrinário sobre o tema. Sobre a temática do parasitismo, Barbosa (2012, p. 28) afirma que:

(...) é ilícita, irremissível e sem qualquer justificativa razoável o parasitismo *confusivo*. O parasitismo será sempre concorrência desleal, quando constatada neste ato o potencial de confusão ou indevida associação entre produtos, serviços e estabelecimentos de origens distintas.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Portanto, em síntese, é possível notar como o emprego de expressões de uso comum em marcas permite, muitas vezes, afastar a incidência de violações ao direito das marcas – além de também possibilitar a mitigação da ocorrência de aproveitamento e concorrência parasitários. A essência da proteção da marca reside na ideia de sua distintividade e originalidade. Em face disso, em hipóteses em que a marca nominativa é composta por termos de utilização frequente no ramo da atividade econômica desenvolvida, o titular do registro encontra-se obrigado a tolerar o emprego dessas palavras por terceiros.

Nesse sentido, a jurisprudência tem compreendido que, se não há vedação ao uso desses termos por terceiros, dificilmente é possível caracterizar o aproveitamento/concorrência parasitários pelo mero uso dessas expressões. Ainda, para a verificação de práticas de concorrência desleal, os julgados têm reafirmado a indispensabilidade de se existir um risco de confusão para o consumidor quanto à procedência dos serviços ou produtos. Isso porque, ausente esse critério, a possibilidade de haver prejuízo aos consumidores e agentes econômicos é reduzido, de modo que não se justifica coibir a livre iniciativa e as práticas econômicas de terceiros.

Em realidade, pode-se observar que o posicionamento que vem sendo adotado pelos Tribunais mostra-se bastante razoável, encontrando-se em consonância com a busca pela preservação da boa-fé e da livre concorrência. Mais do que isso, colabora para impedir que a exclusividade da marca opere concedendo excessivas vantagens

ao titular do registro e, com isso, acabe por demasiadamente onerar outros agentes econômicos que pretendem o desenvolvimento de suas atividades no mercado.

Por outro lado, igualmente não se pode esquecer que essa interpretação jurisprudencial também contribui para evitar o uso desarrazoado dos institutos da concorrência e aproveitamento parasitários, obstaculizando a deturpação de instrumentos jurídicos cuja principal função consiste na proteção do mercado como um todo e de seus variados integrantes. Afinal, a manutenção de uma prática jurisdicional atenta aos diversos interesses em jogo se mostra de suma importância para que se possa atingir uma solução mais justa e adequada aos casos concretos.

REFERÊNCIAS

BARBOSA, Denis Borges. A concorrência desleal e a sua vertente parasitária. **Revista da ABPI**, Rio de Janeiro, n. 116, p. 19-34, fev. 2012. Disponível em: https://www.dba.com.br/wp-content/uploads/concorrenca_desleal_vertente_parasitaria.pdf. Acesso em: 26 dez. 2022.

BARBOSA, Patrícia Loureiro Abreu Alves. **Nome de domínio como sinal distintivo empresarial**: análise das decisões dos centros de solução de controvérsias credenciados pelo comitê gestor da internet no brasil. 2015. 220 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/158910>. Acesso em: 23 dez. 2022.

BRASIL. Lei nº 9.279, de 1996. Regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial. **Lei de Propriedade Industrial**. Brasília, Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19279.htm. Acesso em: 23 dez. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.237.752/PR. Relator: Ministro Luis Felipe Salomão. Brasília, 05 de março de 2015. **Diário de Justiça Eletrônico**. Brasília, 27 maio 2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.778.766/MG. Relator: Ministra Nancy Andrighi. Brasília, 29 de novembro de 2022. **Diário de Justiça Eletrônico**. Brasília, 01 dez. 2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Apelação Cível nº 10000200294437001. Relator: Des. Fernando Lins. **Diário de Justiça Eletrônico**. Belo Horizonte, 27 nov. 2020.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1049684-31.2019.8.26.0576. Relator: Des. Cesar Ciampolini. São Paulo,

30 de maio de 2022. **Diário de Justiça Eletrônico**. São Paulo, 30 maio 2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Paraná. Apelação Cível nº 0011749-95.2020.8.16.0194. Relator: Juiz de Direito Substituto em Segundo Grau Otávio Rodrigues Gomes do Amaral. Curitiba, 06 de junho de 2022. **Diário de Justiça Eletrônico**. Curitiba, 06 jun. 2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Paraná. Apelação Cível nº 0083909-28.2010.8.16.0014. Relator: Juiz de Direito Substituto em Segundo Grau Francisco Carlos Jorge. Curitiba, 16 de maio de 2019. **Diário de Justiça Eletrônico**. Curitiba, 22 maio 2019.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Paraná. Apelação Cível nº 1422701-5. Relator: Des. Luiz Cesar Nicolau. Curitiba, 13 de abril de 2016. **Diário de Justiça Eletrônico**. Curitiba, 09 maio 2016.

BRASIL. Tribunal Regional Federal - 2ª Região. Apelação Cível nº 0144533-29.2013.4.02.5101. Relator: Des. Abel Gomes. Rio de Janeiro, 18 de agosto de 2017. **Diário de Justiça Eletrônico**. Rio de Janeiro, 24 ago. 2017.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**: Das coisas do Direito Comercial. 6. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1959. v. V

KOTLER, Philip; KELLER, Kevin Lane. **Administração de Marketing**. Tradução: Sonia Midori Yamamoto. 15. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2018.

LOCATELLI, Liliana. Práticas comerciais desleais: marcas e aproveitamento parasitário no brasil. **Universidade Lusíada Editora**, Lisboa, p. 67-94, 2018. Universidade Lusíada Editora. <http://dx.doi.org/10.34628/2BEN-VD67>. Disponível em: http://193.136.186.9/bitstream/11067/5464/1/almeida_contratacao_mercantil_4.pdf. Acesso em: 23 dez. 2022.

OLIVEIRA, Maurício Lopes de. Ensaio sobre a marca de alto renome: uma proteção especial contrapondo a eterna privação da novidade absoluta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 117, p. 150-156, mar. 2000.

SILVEIRA, Newton; SILVEIRA, Wilson (Org.). **Estudos e Pareceres de Propriedade Intelectual**. São Paulo: Ibpi, 2017. Disponível em: <https://ibpieuropa.org/book/silveira-newton-estudos-e-pareceres>. Acesso em: 23 dez. 2022.

WIPO. **Trademarks**: What is a trademark?, c2022. Disponível em: <https://www.wipo.int/trademarks/en/>. Acesso em: 23 dez. 2022.

ZEBULUM, José Carlos. Introdução às Marcas. **Cadernos Temáticos - Encarte da Revista da EMARF**: Propriedade Industrial, Rio de Janeiro, n. 2, p. 215-247, fev. 2007.

**CLÁUSULA TAKE OR PAY:
UMA ANÁLISE JURISPRUDENCIAL DE
APLICABILIDADE NO DIREITO BRASILEIRO**

*Batya Tabacnik
Laura Ustulim
Roberta Villela
(USP, São Paulo)*

Sumário: 1. Introdução. 2. Posicionamento jurisprudencial a respeito da natureza da cláusula take or pay: possibilidade de cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada e possibilidade de aplicação do art. 413 do Código Civil para reduzir a multa devida a título de take or pay. 3. Posicionamento jurisprudencial a respeito da abusividade da take or pay e aplicação do instituto da *supressio*. 4. Considerações finais

Resumo: O presente texto visa ao estudo das cláusulas de “take or pay” no âmbito de contratos empresariais, notadamente aqueles de compra e venda ou fornecimento de gás, petróleo e derivados. Trata-se de instituto cuja recepção pelo ordenamento jurídico brasileiro vem sendo construída principalmente a partir da jurisprudência, haja vista o regramento legal quase inexistente e a discussão doutrinária pouco aprofundada. As cláusulas take or pay consistem em obrigação contratual assumida pela parte compradora de realizar um consumo mínimo do produto fornecido pela contraparte; ainda que tal consumo não seja atingido, obriga-se a compradora a pagar pela diferença entre a quantidade efetivamente utilizada e a quantidade mínima a que se obrigou a adquirir. Diante da amplitude dos assuntos que poderiam ser discutidos sobre a cláusula take or pay e da necessidade de se limitar o escopo do presente estudo, buscou-se produzir uma análise exclusivamente jurisprudencial a respeito das seguintes questões:

(i) possibilidade de cumulação da multa a título de take or pay com cláusula penal por rescisão antecipada; (ii) admissibilidade de redução da cláusula take or pay mediante aplicação do art. 413 do Código Civil; e (iii) aplicação do instituto da *supressio* para impedir a cobrança dos valores devidos a título de take or pay somente ao fim da vigência contratual.

Palavras-chave: Contratos Empresariais; Take or Pay; Cláusula Penal; *Supressio*.

1. INTRODUÇÃO

O tema da presente pesquisa vincula-se à importância dos contratos de take or pay para a atividade empresarial, notadamente no âmbito dos contratos de compra e venda de gás, petróleo e derivados. Trata-se de uma espécie contratual cuja presença no sistema jurídico brasileiro é relativamente recente, o que incita, sobremaneira, o estudo mais aprofundado e justifica, dentre outros, a escolha como objeto de análise do presente estudo. Nesse sentido, convém destacar, ainda que brevemente, o que se entende por contratos na modalidade de take or pay, seguido de sua importância para o funcionamento das relações empresariais.

A aplicação do instituto take or pay é mais comum no âmbito de contratos de fornecimento ou compra e venda de gás, sendo regulado, no direito brasileiro, pela Lei nº 10.312 de 2001³⁸³, o que, no entanto, não o restringe, podendo ser aplicado em contratos de outros ramos da economia. Nos termos do art. 1º, parágrafo 4º do referido diploma:

383 A Lei nº 10.312 dispõe sobre a incidência das Contribuições para o PIS/PASEP e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social nas operações de venda de gás natural e de carvão mineral. O propósito da lei é isentar as transações de venda de gás natural canalizado, destinado à produção de energia elétrica pelas usinas integrantes do Programa Prioritário de Termoeletricidade, de recolhimento dos referidos tributos, a fim de conceder incentivos ao fomento do mercado de gás natural.

Entende-se por cláusula take or pay a disposição contratual segundo a qual a pessoa jurídica vendedora **compromete-se a fornecer**, e o **comprador compromete-se a adquirir**, uma quantidade determinada de gás natural canalizado, sendo este obrigado a pagar pela quantidade de gás que se compromete a adquirir, **mesmo que não a utilize.** (grifos nossos)

A utilização da take or pay em contratos de fornecimento de gás é justificada, dentre outras, por duas razões, quais sejam: (i) por se tratar, na maioria dos casos, de contrato de longa duração, os contratos de fornecimento de gás estão sujeitos às flutuações de produção, demanda e preço. “Para fazer frente a esses riscos, costuma-se pactuar fórmula de precificação, alocando, de um lado, o risco do preço ao vendedor, sendo essa acrescida, por outro lado, de cláusula de take or pay, a qual apõe o risco da demanda ao comprador” (VIEIRA, Vitor Silveira, p. 03); (ii) o racional econômico do contrato, na maioria das vezes, funciona de modo que a empresa fornecedora aporta investimentos na construção e operação de infraestrutura, com a garantia de que, uma vez concluído o projeto, conseguirá vender todo o produto estocado. Assim, ainda que a empresa consumidora não utilize todo o produto contratado, fica obrigada a pagar por ele. Do contrário, poder-se-ia mesmo comprometer todo um mercado de compra e venda de gás e de investimento em projetos de infraestrutura no geral, como consequência da ineficiente alocação de riscos que penalizaria sobremaneira o fornecedor. Sinteticamente, com a adoção da take or pay:

Visa-se a assegurar ao vendedor previsibilidade mínima quanto à remuneração, afastando-se que o risco da demanda de gás seja-lhe imputado. Tal previsibilidade é necessária para possibilitar o financiamento de custos com infraestrutura despendidos pelo fornecedor de gás, além

do estabelecimento de legítima adequada de fornecimento (VIEIRA, Vitor Silveira, p. 03)

Destarte, pode-se dizer que a cláusula take or pay tem por finalidade a partilha dos riscos de um determinado empreendimento entre os dois polos contratuais, de modo a garantir a eficiência econômica destas operações, fornecendo segurança e previsibilidade à realização de investimentos no setor (VIEIRA, Vitor Silveira, p. 03).

Havendo descumprimento da obrigação imposta pela cláusula na disposição contratual inicial, incorre o agente em débito com a contraparte, segundo os valores estipulados inicialmente. O referido pagamento incide sobre a diferença entre a quantidade que foi, de fato, adquirida e a quantidade mínima a que o comprador se obrigou a adquirir (MARQUEZ, Rafael Baptista, p. 14). A cláusula take or pay cria, pois, uma obrigação exigível, já que sua função, de modo geral, é viabilizar o financiamento de projetos, bem como o repasse de investimentos feitos ao longo da cadeia produtiva. Tal cláusula promove, como consequência, a segurança e efetividade do contrato inicialmente firmado, fomentando não só o desenvolvimento do mercado, como também garantindo a continuidade das relações entre empresas (MARQUEZ, Rafael Baptista, p. 15).

Em termos doutrinários, são duas as principais tentativas de qualificação da cláusula de take or pay à luz do Código Civil, segundo Luca Gianotti e Rodrigo Saydelles (p. 02). Enquanto uns consideram uma obrigação alternativa, outros apontam à natureza de cláusula penal indenizatória. Nesse sentido, vislumbra-se a possibilidade de aplicação de dois regimes jurídicos distintos - particularmente no que diz respeito à modificação da cláusula: “enquanto o 413 do Código Civil traz regime relativamente flexível para a adaptação equitativa de cláusulas penais e outras sanções privadas, a regra geral do artigo 478 encampa requisitos muito mais estreitos e de difícil verificação para a resolução ou adaptação dos contratos” (GIANOTTI, Luca; SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotunno; p. 02).

À vista de que a take or pay representa a evolução de um modo de contratação que remonta às bases do contrato de compra e venda, entretanto com um aspecto aderente às necessidades econômicas atuais, sobrevêm posicionamentos que buscam se desprender dos vieses doutrinários predominantes. Isto é, passam a entender a take or pay como elemento integrante do preço:

A cláusula pode ser entendida como um aprofundamento dos contratos de fornecimento, trazendo para dentro da equação econômica do próprio contrato a expectativa legítima de reiteração da compra, internalizando-a no preço, em razão das necessidades específicas dos mercados em que ela é correntemente utilizada (energia elétrica, gás, outras commodities, entre outros). (GIANOTTI, Luca; SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotunno; p. 03)

Como bem destacam Luca Gianotti e Rodrigo Saydelles (p. 05), a cláusula de take or pay deve ser lida como integrante do próprio preço do contrato, e analisada no contexto produtivo no qual está inserida, levando em conta o nexos de relações contratuais existente. Por isso, a identificação da natureza jurídica dessa cláusula é imprescindível para designar o regime jurídico aplicável, bem como o adequado manejo jurídico. Por essa razão, o presente artigo fará uma análise profunda sobre a natureza da cláusula de take or pay, à vista de que nos tribunais brasileiros, principalmente no Tribunal de Justiça de São Paulo, não é rara a sua classificação como cláusula penal (VIEIRA, Vitor Silveira; p. 05).

Em síntese o artigo busca inferir como os tribunais brasileiros interpretam o instituto, atendo-se, especificamente, à possibilidade de sua cumulação com a cláusula penal por rescisão antecipada, bem como à possibilidade de aplicação do artigo 413 do Código Civil (“CC”), para reduzir a multa devida a título de take or pay. Além disso, ater-se-á

às disposições, também jurisprudenciais, a respeito da abusividade da cláusula, sob a ótica da aplicação do instituto da *supressio*.

Para a construção deste artigo, como escolha metodológica, optou-se pelo cotejamento, seguido de análise individualizada, de precedentes jurisprudenciais do Supremo Tribunal de Justiça (“STJ”) e Tribunal de Justiça de São Paulo (“TJSP”). A fim de melhor enquadrá-los ao tema perquirido, balizou-se temporalmente a pesquisa entre os anos de 2010 e 2022, escolha decorrente da condição recente do tema no direito brasileiro. Isto é, por se tratar de um contrato socialmente típico - em vigência pelos usos e costumes e normatizado pela aplicação de tribunais -, cujo desenvolvimento é relativamente novo, não se encontrou decisões sólidas antes da referida data.

Além disso, fez-se uso do sistema de busca das próprias casas judiciais (STJ e TJSP), com o fulcro de encontrar casos que não discutem o assunto no contexto excepcional da pandemia de COVID-19, já que esta foge do cenário habitual de aplicação e interpretação contratual. Por essa razão, excluiu-se da pesquisa, bem como da análise, os processos julgados com base nos efeitos do cenário pandêmico. Cabe destacar que, após análise exaustiva dos casos do STJ, com exemplos constantes no Anexo I, concluiu-se que em nenhum deles há efetiva análise de mérito sobre a questão. Apesar disso, alguns deles são citados na tabela e serviram de apoio para a construção do presente trabalho, ao serem comparados com os casos perquiridos no TJSP.

Como o objeto de estudo também se concentra na análise da interpretação da cláusula de take or pay como cláusula penal, fez-se necessária a busca por julgados que tratam desta temática, vez que isso impacta diretamente na forma como ela deve ser entendida no nosso direito, bem como nas relações empresariais.

2. POSICIONAMENTO JURISPRUDENCIAL A RESPEITO DA NATUREZA DA CLÁUSULA TAKE OR PAY: POSSIBILIDADE DE CUMULAÇÃO COM CLÁUSULA PENAL POR RESCISÃO ANTECIPADA E POSSIBILIDADE DE APLICAÇÃO DO ART. 413 DO CÓDIGO CIVIL PARA REDUZIR A MULTA DEVIDA A TÍTULO DE TAKE OR PAY

No tocante à natureza da cláusula take or pay, alguns dos casos analisados que se manifestaram a respeito entendem se tratar de cláusula penal compensatória: “a cobrança de consumo mínimo revela-se verdadeira cláusula penal, na qual a requerente já se garantiu contra eventual inadimplência, prefixando seus danos e lucros cessantes.”³⁸⁴

Tal constatação nos levaria a uma primeira conclusão: se a take or pay consiste mesmo em cláusula penal compensatória, então não poderia ser cumulada com eventual multa contratual prevista para caso de rescisão antecipada do contrato (Artigo 410 do Código Civil de 2002)³⁸⁵, na medida em que a verificação da primeira, somada à segunda, configuraria ato de abusividade no contrato, ou seja, como se estivessem presentes no instrumento contratual duas cláusulas penais para o mesmo inadimplemento.

A jurisprudência a respeito da possibilidade de cumulação não é unânime, mas é possível enxergar uma certa evolução na comparação dos julgados: até 2019, a totalidade da jurisprudência examinada ia no sentido de impedir a cumulação, por entender que haveria *bis in idem* caso ambas as multas fossem cumuladas:

384 BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1119069-44.2016.8.26.0100. Rel. Desembargador Cesar Luiz de Almeida. Julgado em 5 de fevereiro de 2019. No mesmo sentido, “a cláusula *take or pay* possui caráter de cláusula penal para a hipótese de rescisão antecipada, ressarcindo a autora pelo que deixou de ganhar”. BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1084267-54.2015.8.26.0100. Rel. Desembargador Antonio Nascimento. Julgado em 26 de setembro de 2019.

385 “Art. 410. Quando se estipular a cláusula penal para o caso de total inadimplemento da obrigação, esta converter-se-á em alternativa a benefício do credor.”

Agora, sim, as multas pretendidas, em que há evidente abuso e inadmissível duplicidade. Afinal, contratando fornecimento mínimo, obrigou-se a ré a pagar pelo mínimo, mesmo que não recebesse o produto. Nisso, ficou dito, **a autora já se garantiu contra eventual inadimplência e prefixou seus danos, fim mesmo da cláusula penal. Então, nada justificava outra cláusula penal fundada nos mesmos números para a hipótese de rescisão do contrato** (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 0110974-86.2009.8.26.0100. Rel. Desembargador Celso Pimentel. Julgado em 9 de novembro de 2010. Decisão objeto de Agravo em Recurso Especial (AREsp nº 160820 / SP 2012/0062417-1), e mantida pelo Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva). **(grifos nossos)**.

Isso porque, como visto, visando ambas essas pretensões [ao recebimento dos valores relativos ao consumo mínimo de gás e à multa rescisória] ressarcir a contratada pelos prejuízos decorrentes do inadimplemento da contratante e valendo-se inclusive das mesmas bases de cálculo para tanto (consumo mínimo), **seu duplo acolhimento em face da devedora implicaria indesejável bis in idem** (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1052595-91.2016.8.26.0100. Rel. Desembargador Mourão Neto. Julgado em 29 de julho de 2019³⁸⁶. Decisão objeto de Agravo em Recurso Especial (AREsp nº 1742411 / SP 2020/0205340-3), e mantida pelo Ministro Humberto Martins). **(grifos nossos)**.

386 No mesmo sentido: (i) BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 9232322-58.2008.8.26.0000. Rel. Desembargador Celso Pimentel. Julgado em 9 de outubro de 2012; (ii) BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 0196315-12.2011.8.26.0100. Rel. Desembargador Celso Pimentel. Julgado em 6 de fevereiro de 2018; e (iii) BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1119069-44.2016.8.26.0100. Rel. Desembargador Cesar Luiz de Almeida. Julgado em 5 de fevereiro de 2019.

No final de 2019, todavia, o posicionamento se alterou substancialmente: dos cinco julgados cotejados, quatro autorizam a cumulação das multas:

Impende registrar que, da caracterização de *bis in idem* não se há de cogitar, haja vista que **distintas as causas jurídicas de incidência da obrigação de indenizar pela diferença devida, decorrente da não observância da cláusula de consumo mínimo, e da multa contratual, essa última decorrente da violação da expectativa de vigência contratual após a renovação automática** (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1033293-87.2019.8.26.0224. Rel. Airton Pinheiro de Castro. Julgado em 4 de março de 2021) **(grifos nossos)**.³⁸⁷

Acompanhando essa evolução, há decisão recente do STJ deveras explícita em afastar a classificação da take or pay como cláusula penal:

A cláusula take or pay diz respeito à própria obrigação principal, porquanto contempla obrigação de pagar quantia. Diversamente da cláusula penal, a cláusula take or pay não pressupõe a inexecução da obrigação principal, mas compõe a própria obrigação, já que define o valor a ser pago pela disponibilização de um volume específico de produtos e serviços. Portanto, a cláusula de take or pay tem natureza obrigacional e não de cláusula penal, motivo pelo qual está sujeita ao regime geral do direito das obrigações. É importante consignar, todavia, a necessidade de avaliar-se, em cada hipótese, a finalidade dos contratantes na

³⁸⁷ No mesmo sentido (i) BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1058903-07.2020.8.26.0100. Rel. Desembargador Felipe Ferreira. Julgado em 28 de julho de 2022; (ii) BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1067703-92.2018.8.26.0100. Rel. Desembargador L. G. Costa Wagner. Julgado em 11 de novembro de 2019; (iii) BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1107236-92.2017.8.26.0100. Rel. Desembargador Airton Pinheiro de Castro. Julgado em 25 de fevereiro de 2021.

estipulação da cláusula (art. 112 do CC/02). Afinal, não se pode descartar a possibilidade de as partes denominarem determinada disposição contratual de “cláusula de take or pay” e tratar-se, em verdade de uma cláusula penal (BRASIL. Supremo Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.984.655 - SP. Rel. Ministra Nancy Andrighi. Julgado em 29 de novembro de 2022).

Torna-se indubitável, portanto, a mudança de entendimento que vem se consolidando na jurisprudência. Entende-se, de fato, que a take or pay deve ser distinguida de uma cláusula penal típica porque não há imposição de sanções pecuniárias pelo inadimplemento de uma obrigação. A take or pay nada mais estipula além de contraprestação pecuniária mínima pelo mínimo a ser disponibilizado. Ela corresponde, à contraprestação devida pelo adquirente à disponibilização de bens ou serviços pelo fornecedor, o que torna inadequada a sua sujeição ao regime reservado às penas convencionais. Trata-se, portanto, de obrigação de pagar quantia e não penalidade.

A cláusula de take or pay estipula remuneração e não penalidade, o que justifica esta nova tendência que se firma na jurisprudência a respeito da possibilidade de cumulação das multas - considerada acertada, pois é a que melhor compreende a lógica econômica dos contratos de fornecimento de longo prazo. Há distinção, entretanto, entre (i) a estipulação do consumo mínimo, cuja finalidade é proteger os investimentos feitos pela parte fornecedora para a consolidação do negócio, com a contrapartida da certeza de que haverá um consumo mínimo que compense esse investimento; e (ii) a estipulação de uma multa para o caso de rescisão antecipada do contrato.

Destarte, é correta a distinção de finalidades entre a take or pay e a cláusula penal por rescisão antecipada, não havendo *bis in idem* na cumulação de ambos os valores, pois enquanto o primeiro busca indenizar pelo consumo mínimo não atingido – valor este que poderia ser cobrado a qualquer tempo durante a vigência contratual –, o segundo aplica-se a qualquer das partes que rescindir antecipadamente

o contrato, não sendo multa exclusivamente aplicável à parte consumidora.

Caso a take or pay fosse compreendida como tendo natureza de cláusula penal, também poder-se-ia pensar ser aplicável o art. 413 do CC para reduzir equitativamente o seu valor, maneira pela qual procede atualmente boa parte da jurisprudência: dos sete casos analisados que tratam sobre a aplicação do art. 413 do CC³⁸⁸ à take or pay, cinco defendem ser possível a redução da multa:

Por outro lado, ainda que os critérios previstos no contrato não indiquem qualquer abusividade no valor da multa compensatória estipulada, não há impedimento a que, quando da liquidação da sentença e da apuração da quantia efetivamente devida, entenda o juízo de primeiro grau tratar-se de valor excessivo e avalie a possibilidade de redução com fundamento no artigo 413 do Código Civil. Ou seja, **é possível a revisão de multa eventualmente estipulada em patamar excessivo**, evitando-se enriquecimento sem causa do credor e harmonizando-a com a realidade dos fatos, dada a natureza compensatória das perdas e danos, **já que se está diante de cláusula penal compensatória, cuja função é delimitar a responsabilidade pela inexecução parcial ou total e culposa do contrato** (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1047145-02.2018.8.26.0100. Rel. Carlos Henrique Miguel Trevisan. Julgado em 23 de fevereiro de 2022. Decisão objeto de Agravo em Recurso Especial (AREsp nº 2342828 / SP 2023/0093492-2), mas mantida, apesar de ter sido conhecida e provida pelo Ministro Moura Ribeiro). **(grifos nossos)**.

388 “Art. 413. A penalidade deve ser reduzida equitativamente pelo juiz se a obrigação principal tiver sido cumprida em parte, ou se o montante da penalidade for manifestamente excessivo, tendo-se em vista a natureza e a finalidade do negócio.”

Como forma de justificar tal redução, alega-se, na maioria dos casos, o adimplemento parcial da obrigação:

No concernente ao fator de multiplicação, tenho para mim que a sentença há também aqui de permanecer inalterada, à luz do disposto no artigo 413 do Código Civil, **diante do adimplemento parcial da obrigação principal**, reduzindo-se seu valor em 20% (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1084267-54.2015.8.26.0100, Rel. Antonio Nascimento. Julgado em 26 de setembro de 2019) (**grifos nossos**).

Interessante observar, contudo, que já foi reconhecido que, quando houver estipulação na própria take or pay de pagamento proporcional ao cumprimento parcial da obrigação, não deverá ser aplicado o art. 413 do CC:

Anota-se não se tratar de hipótese de redução proporcional da multa convencionada, nos termos do art. 924 do Código Civil de 1916, aplicável ao tempo dos fatos, uma vez que **a cláusula penal ajustada já é informada pela proporção derivada do cumprimento parcial da obrigação** (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 0050466-63.1998.8.26.0100, Rel. Pereira Calças. Julgado em 4 de maio de 2011) (**grifos nossos**).

Apesar do entendimento jurisprudencial majoritário, entende-se que a estipulação da cláusula take or pay tem um racional econômico, e a limitação do valor da multa estabelecida entre as partes ensejaria insegurança e imprevisibilidade no mercado, visto que toda a lógica da fórmula de preço do produto, prazo do contrato e valor atribuído à cláusula take or pay foram equacionados em conjunto. Assim sendo, reduzir o valor da cláusula take or pay, seguramente, refletiria uma

desestabilização da própria racionalidade da fórmula de preço e do contrato como um todo.

Para além de qualquer outra discussão, fato é que as partes deliberadamente optaram por correr o risco de arcar com a penalidade decorrente da obrigação de consumo mínimo, condição que não deveria ser revista pelo Judiciário, sob pena de desnaturar o próprio racional econômico do preço do produto em si - que certamente foi um dos aspectos principais para que a parte fornecedora escolhesse se relacionar com a parte compradora ao invés de vender seu produto para outro cliente.

O ponto relevante, no que se refere à penalidade por descumprimento da cláusula take or pay, é que o seu cálculo, necessariamente, abate eventual aquisição abaixo do mínimo contratual acordado. A penalidade é, pois, calculada considerando o cumprimento parcial da obrigação, o que enseja a sua redução automaticamente, porque o valor da penalidade é um percentual da obrigação principal.³⁸⁹

Diante do exposto, pode-se aduzir que o artigo 413 do CC não deveria ser aplicável quando se tratar da cláusula take or pay. A uma, porque o cálculo da penalidade já leva em consideração eventual abatimento da penalidade em caso de a infração ser parcial, ou seja, não há que se falar em ofensa ao artigo 412 do CC³⁹⁰. A duas, porque diante da natureza e finalidade do negócio, não há que se falar em redução da penalidade.

389 Para facilitar, vale uma exemplificação. Um comprador adquire mensalmente 100 toneladas de um produto, mas é obrigado, por força da cláusula take or pay, adquirir no mínimo 40 toneladas (40%). Caso em determinado mês o comprador não adquira nada, deverá pagar o valor das 40 toneladas. No entanto, caso o comprador adquira 10 toneladas, a penalidade será parcial (30 toneladas).

390 “Art. 412. O valor da combinação imposta na cláusula penal não pode exceder o da obrigação principal.”

3. POSICIONAMENTO JURISPRUDENCIAL A RESPEITO DA ABUSIVIDADE DA TAKE OR PAY E APLICAÇÃO DO INSTITUTO DA SUPRESSIO

A partir da análise dos julgados, apurou-se que a jurisprudência corrobora a aplicabilidade e validade da cláusula take or pay, admitindo a cobrança judicial do valor resultante da diferença entre o consumo mínimo estabelecido contratualmente e o que foi efetivamente consumido ao longo da vigência contratual.

Nesse sentido, conforme extraído da Apelação Cível nº 1107236-92.2017.8.26.0100, observa-se que o posicionamento jurisprudencial atualmente faz valer a tese defendida no presente artigo, na linha de preservação da validade da cláusula take or pay nos contratos empresariais, com foco em contratos de compra e venda de gás, petróleo e derivados. Convém ressaltar que a referida cláusula reforça o princípio do *pacta sunt servanda*, o qual estabelece que os contratos e acordos devem ser cumpridos.

A previsão de consumos mínimos mensais, a denominada **cláusula take-or-pay, pegue ou pague**, não traduz, em si, abusividade ou onerosidade excessiva, a **legitimar a excepcional intervenção judicial integrativa da vontade das partes, em detrimento da diretriz da força obrigatória dos contratos, frise-se, a ser prestigiada com particular ênfase, em se tratando, como se trata, de contrato empresarial**. Bem a este propósito, o autorizado magistério da **Prof^a. Paula A. Forgioni**, reiteradamente citada pelo d. magistrado sentenciante, segundo a qual **a força obrigatória dos contratos, enquanto um dos vetores de funcionamento dos contratos empresariais, viabiliza a existência do mercado, atuando como agente inibidor do natural oportunismo dos agentes econômicos**. (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1107236-92.2017.8.26.0100, Rel. Ailton Pinheiro de

Castro. Julgado em 25 de fevereiro de 2021) (**grifos nossos**).

A previsão da take or pay nos contratos de compra e venda ou fornecimento, de acordo com a jurisprudência, além de gerar maior segurança jurídica, também estabelece a intimação de cobrança judicial de valores devidos, quando o consumo mínimo estabelecido contratualmente não foi atingido. No entanto, a maioria jurisprudencial indica que, se os valores devidos não foram cobrados no momento de ocorrência da inadimplência a respeito do valor estabelecido como consumo mínimo, aplica-se o instituto da *supressio*, que extingue o direito de cobrança. Isso ocorre quando **(i)** há inércia do titular do direito subjetivo; **(ii)** há decurso do tempo capaz de gerar a expectativa de que esse direito não seria mais exercido e **(iii)** em casos de deslealdade em decorrência de seu exercício posterior, com reflexos no equilíbrio da relação contratual.

Nesse sentido, apesar de a jurisprudência reconhecer a legalidade em abstrato da cláusula take or pay, em muitos casos tem-se inadmitido a cobrança judicial dos valores devidos, quando a fornecedora se mostrou inerte em cobrar essa diferença ao longo de toda a vigência da relação contratual:

Aplicável, pois, a *supressio*, em prol da preservação do princípio da boa-fé objetiva. E isso porque se pretende proteger a confiança, que pode ser gerada antes mesmo da fluência do prazo prescricional ou decadencial previsto em lei. Daí a utilidade do instituto. **A relação entre as partes perdurou por dez anos, com fornecimento mensal de gases e com respectivos pagamentos mensais de quantias, sem que a autora tenha obstado a prestação de serviços ou sequer notificado à ré quanto à necessidade de adimplir o relativo ao consumo mínimo durante a vigência do contrato. Ou seja, não houve simples inércia, mas inércia atrelada ao comportamento**

positivo de continuidade da relação jurídica contratual, a despeito do inadimplemento quanto à referida cláusula. Tal contexto é mais do que suficiente para caracterizar a *supressio*, levando à improcedência do pedido inicial. (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1082216-31.2019.8.26.0100, Rel. Luciano Carrasco Falavinha Souza. Julgado em 9 de agosto de 2022. Decisão objeto de Agravo em Recurso Especial (AREsp nº 2312381 / SP 2023/0068653-4), e mantida pelo Ministro Moura Ribeiro) **(grifos nossos)**.

A inércia do fornecedor, ao não cobrar o comprador em razão da inadimplência do consumo mínimo em período razoável e/ou durante toda a vigência do contrato de compra e venda, configura o entendimento, pelo comprador, de que a cobrança já não será mais realizada. Dessa forma, do ponto de vista jurisprudencial, aplica-se o instituto da *supressio*, que descaracteriza o direito de cobrança posterior sob a justificativa de que, de acordo com o comportamento do fornecedor, tais valores jamais seriam cobrados.

Assim é que a **inércia da autora**, que durante toda a vigência do contrato em nenhum momento cobrou do réu pela remuneração mensal (ou trimestral) mínima estipulada, **caracterizou a *supressio*, capaz de fulminar direito ora pretendido.** (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1056108-67.2016.8.26.0100, Rel. Jane Franco Martins. Julgado em 21 de agosto de 2019. Decisão objeto de Agravo em Recurso Especial (AREsp Nº 1674716 - SP 2020/0053269-0), e mantida pelo Ministro Antonio Carlos Ferreira) **(grifos nossos)**.

É incontroverso, pois, que nunca foram cobrados valores referentes ao consumo mínimo, fato demonstrado pela falta de aceitação nas notas de débito. **Tal inércia atrelada à continuidade do negócio fez com que a ré acreditasse na não cobrança**

da diferença de consumo. (BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível nº 1082216-31.2019.8.26.0100, Rel. Luciano Carrasco Falavinha Souza. Julgado em 9 de agosto de 2022. Decisão objeto de Agravo em Recurso Especial (AREsp Nº 2312381 - SP 2023/0068653-4), e mantida pelo Ministro Moura Ribeiro) **(grifos nossos)**.

Dessa forma, apesar de a jurisprudência avaliada reafirmar a validade e aplicabilidade da cláusula take or pay, faz-se necessário verificar em quais momentos pode ocorrer a cobrança do valor mínimo, a partir da avaliação do instituto da *supressio*, de sorte que a cobrança do valor referente à quantidade não consumida somente ao final da vigência contratual caracterizaria inércia do fornecedor com extinção do seu direito de crédito.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do presente artigo, buscou-se evidenciar que a cláusula take or pay possui uma lógica própria de aplicação, não sendo possível equipará-la a uma cláusula penal típica. Isso porque, em uma relação contendo a take or pay, não há imposição de sanções pecuniárias pelo inadimplemento de uma obrigação; ela corresponde à contraprestação devida pelo adquirente à disponibilização de bens ou serviços pelo fornecedor, o que torna inadequada a sua sujeição ao regime reservado às penas convencionais.

Apesar da tese defendida, após análise do posicionamento jurisprudencial, foi possível concluir que não tem sido feita uma correta diferenciação entre os regimes aplicáveis à take or pay e à multa por rescisão antecipada (cláusula penal) no tocante à sua redução judicial por equidade. Não obstante, a jurisprudência parece ter percebido haver uma distinção entre estes institutos para fins de cumulação das multas devidas, o que pode ser um indício de que se está a caminhar para uma visão mais adequada a respeito do instituto de take or pay

e suas finalidades, que vão muito além da mera prefixação das perdas e danos, consistindo verdadeiro mecanismo de alocação eficiente dos riscos contratuais entre fornecedores e compradores.

Além disso, constatou-se que a visão jurisprudencial inclina-se a admitir que, em casos nos quais os valores devidos não foram cobrados no momento da inadimplência, aplica-se o instituto da *supsessio*. Ele extingue o direito de cobrança quando há inércia do titular do direito subjetivo, decurso do tempo capaz de gerar a expectativa de que esse direito não seria mais exercido e deslealdade em decorrência de seu exercício posterior, com reflexos no equilíbrio da relação contratual. Nesse sentido, apesar de garantida jurisprudencialmente a validade da cláusula take or pay, sua plena eficácia depende do momento de cobrança do valor mínimo não consumido, pois a cobrança somente ao final da vigência contratual configura-se como inércia do fornecedor e torna aplicável o instituto da *supsessio*.

Não obstante o instituto take or pay ser relativamente recente no direito e na jurisprudência brasileira, sua importância é manifesta, motivo pelo qual foi escolhido para análise no presente trabalho, que não pretende de forma alguma esgotar o tema, mas apenas trazer para discussão questões pouco debatidas, cuja compreensão é de suma importância para que se possa fornecer uma disciplina adequada ao instituto no âmbito dos contratos empresariais, o que certamente refletirá num impulso ao bom funcionamento de projetos de infraestrutura e até mesmo dos mercados nos quais se inserem.

5. REFERÊNCIAS:

GIANOTTI, Luca; SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotunno. A cláusula de take or pay e a equação econômica do contrato de fornecimento. Conjur, disponível em <https://www.conjur.com.br/2021-set-07/opinioao-clausula-take-or-pay-contrato-fornecimento> Acesso em 23 de junho de 2023.

MARQUEZ, Rafael Batista. Cláusula Take or Pay em Contratos de Longo Prazo. Dissertação de Mestrado apresentada à Fundação Getúlio Vargas, 2018.

VIEIRA, Vitor Silveira. A cláusula de Take or Pay no Direito Privado Brasileiro: Qualificação, Regime e Aplicação. Revista dos Tribunais Online. Vol. 106/2020, p. 101 - 150. 2020.

TABELA DE PRECEDENTES

Método de pesquisa: busca no STJ e TJSP dos seguintes termos “take or pay” E “cláusula penal” N Covid-19;

Filtro temporal: 2010 a 2022

Casos encontrados: 42 (39 do TJSP e 3 do STJ)

Casos com posicionamentos relevantes para o trabalho: 29

| Data de julgamento | Tribunal | Nº do processo | Posicionamento |
|--------------------|----------|------------------------------------|---|
| 09/08/2022 | TJSP | Ap. Civ. 1082216-31.2019.8.26.0100 | Supressio: aplicação da <i>supressio</i> diante da inércia em cobrar a diferença de valor correspondente ao GLP não consumido, mesmo tendo sido previsto na cláusula de <i>take or pay</i> que ficaria “a critério do fornecedor cobrar o consumo mínimo mensalmente, no final do contrato ou no descumprimento das cláusulas.” |
| 28/07/2022 | TJSP | Ap. Civ. 1058903-07.2020.8.26.0100 | Cobrança da take or pay: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i> , não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida. Supressio: o simples fato de não ter sido cobrado o valor antes da rescisão não leva à incidência da <i>supressio</i> . Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: não há abusividade na cobrança de multa por rescisão antecipada prevista no contrato, mas esta deve ser ajustada para o mínimo contratual quando houver cumprimento parcial do contrato. |

| | | | |
|------------|------|------------------------------------|--|
| 23/02/2022 | TJSP | Ap. Civ. 1047145-02.2018.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Aplicação do art. 413 à <i>take or pay</i>: é possível reduzir a <i>take or pay</i> pois se trata de cláusula penal compensatória.</p> |
| 14/02/2022 | TJSP | Ap. Civ. 1005875-27.2020.8.26.0100 | <p>Supressio: aplicação da <i>supressio</i>, tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual.</p> |
| 06/12/2021 | TJSP | Ap. Civ. 1031245-13.2017.8.26.0100 | <p>Supressio: aplicação da <i>supressio</i>, tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual.</p> <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: impossibilidade de cumulação por <i>bis in idem</i>, pois possuem a mesma finalidade, qual seja, a de indenizar as perdas e os danos.</p> |

| | | | |
|------------|------|------------------------------------|---|
| 04/03/2021 | TJSP | Ap. Civ. 1033293-87.2019.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Supressio: o simples fato de não ter sido cobrado o valor antes da rescisão não leva à incidência da <i>supressio</i>.</p> <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: é possível cumular ambas as multas sem que haja <i>bis in idem</i>, pois distintas as causas jurídicas de incidência da obrigação de indenizar pela diferença devida, decorrente da não observância da cláusula de consumo mínimo, e da multa contratual, essa última decorrente da violação da expectativa de vigência contratual.</p> <p>Aplicação do art. 413 à <i>take or pay</i>: não reduziu no caso, diante dos riscos de excessivo intervencionismo judicial no particular.</p> |
| 25/02/2021 | TJSP | Ap. Civ. 1107236-92.2017.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: não há abusividade na cobrança de multa por rescisão antecipada prevista no contrato, mas esta deve ser ajustada para o mínimo contratual quando houver cumprimento parcial do contrato.</p> |

| | | | |
|------------|------|------------------------------------|--|
| 03/12/2020 | TJSP | Ap. Civ. 1092711-08.2017.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Aplicação do art. 413 à <i>take or pay</i>: não reduziu no caso, pela excepcionalidade de intervenção judicial no particular e diante da inexistência de onerosidade excessiva.</p> |
| 11/11/2019 | TJSP | Ap. Civ. 1067703-92.2018.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: não há abusividade na cobrança de multa por rescisão antecipada prevista no contrato, mas esta deve ser ajustada nos termos do art. 413 quando houver cumprimento parcial do contrato.</p> |
| 26/09/2019 | TJSP | Ap. Civ. 1084267-54.2015.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: a cláusula <i>take or pay</i> possui caráter de cláusula penal para a hipótese de rescisão antecipada.</p> <p>Aplicação do art. 413 à <i>take or pay</i>: diante do adimplemento parcial da obrigação principal, reduziu-se o valor da multa em 20%.</p> |

| | | | |
|------------|------|------------------------------------|--|
| 21/08/2019 | TJSP | Ap. Civ. 1056108-67.2016.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: a cláusula teria validade apenas para efeito da caracterização do inadimplemento do contrato, não configurando, porém, multa da diferença de consumo quando não atingido o mínimo estipulado, pois isso implicaria em conferir remuneração por produto não fornecido.</p> <p>Supressio: aplicação da <i>supressio</i>, tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual.</p> |
| 29/07/2019 | TJSP | Ap. Civ. 1052595-91.2016.8.26.0100 | <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: impossibilidade de cumulação por <i>bis in idem</i>, devendo ser afastados os valores calculados a título de multa rescisória, prevalecendo aqueles calculados somente a título de <i>take or pay</i>.</p> |
| 27/03/2019 | TJSP | Ap. Civ. 1064324-80.2017.8.26.0100 | <p>Supressio: aplicação da <i>supressio</i>, tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual.</p> |

| | | | |
|------------|------|------------------------------------|--|
| 05/02/2019 | TJSP | Ap. Civ. 1119069-44.2016.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: a cobrança de consumo mínimo revela-se verdadeira cláusula penal, garantindo contra eventual inadimplência, prefixando danos e lucros cessantes, sendo que a cobrança de multa baseada nos mesmos números para o caso de rescisão do contrato é abusiva, configurando duplicidade.</p> |
| 04/12/2018 | TJSP | Ap. Civ. 1018652-49.2017.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Supressio: aplicação da <i>supressio</i>, tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual.</p> |
| 24/05/2018 | TJSP | Ap. Civ. 0006046-21.2012.8.26.0281 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Aplicação do art. 413 à <i>take or pay</i>: é possível reduzir a <i>take or pay</i> pois sua incidência não pode acarretar, à parte contrária, a assunção de gravame desproporcional.</p> |

| | | | |
|------------|------|---|--|
| 06/02/2018 | TJSP | Ap. Civ. 0196315-12.2011.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: a cobrança de consumo mínimo revela-se verdadeira cláusula penal, garantindo contra eventual inadimplência, prefixando danos e lucros cessantes, sendo que a cobrança de multa baseada nos mesmos números para o caso de rescisão do contrato é abusiva, configurando duplicidade.</p> |
| 19/10/2017 | TJSP | Ap. Civ. 1120414-45.2016.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> |
| 16/02/2016 | STJ | AgRg no Agravo em Recurso Especial Nº 805.908 - RJ (2015/0277795-4) | Não há posicionamento de mérito. |
| 28/04/2015 | STJ | AgRg no Agravo em Recurso Especial Nº 359.386-SP (2013/0191943-9) | Não há posicionamento de mérito. |
| 27/01/2014 | TJSP | Ap. Civ. 0124683-56.2007.8.26.0005 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> |

| | | | |
|------------|------|--|---|
| 31/03/2014 | STJ | AgRg no Agravo em Recurso Especial Nº 470.967-SP (2014/002712-9) | Não há posicionamento de mérito. |
| 03/12/2013 | TJSP | Ap. Civ. 0008992-18.2008.8.26.0309 | Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i> , não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida. Supressio: aplicação da <i>supressio</i> , tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual. |
| 30/07/2013 | TJSP | Ap. Civ. 0118469-21.2008.8.26.0100 | Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i> , não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida. Aplicação do art. 413 à <i>take or pay</i>: é possível reduzir a <i>take or pay</i> pois se trata de cláusula penal compensatória. |
| 13/03/2013 | TJSP | Ap. Civ. 0109525-93.2009.8.26.0100 | Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i> , não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida. Supressio: aplicação da <i>supressio</i> , tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual. |

| | | | |
|------------|------|------------------------------------|--|
| 09/10/2012 | TJSP | Ap. Civ. 9232322-58.2008.8.26.0000 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: a cobrança de consumo mínimo revela-se verdadeira cláusula penal, garantindo contra eventual inadimplência, prefixando danos e lucros cessantes, sendo que a cobrança de multa baseada nos mesmos números para o caso de rescisão do contrato é abusiva, configurando duplicidade.</p> |
| 20/09/2012 | TJSP | Ap. Civ. 0134562-88.2010.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Supressio: aplicação da <i>supressio</i>, tendo em vista o valor correspondente à diferença do consumo mínimo não ter sido cobrado ao longo de toda a vigência contratual.</p> |
| 08/09/2011 | TJSP | Ap. Civ. 9264018-20.2005.8.26.0000 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: diante da vulnerabilidade da tomadora de serviços e onerosidade excessiva, não se pode cobrar por produto que sequer foi adquirido.</p> |
| 04/05/2011 | TJSP | Ap. Civ. 0050466-63.1998.8.26.0100 | <p>Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i>, não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida.</p> <p>Aplicação do art. 413 à <i>take or pay</i>: diante da já existência de previsão contratual para redução proporcional da multa, não há necessidade de aplicação do dispositivo legal.</p> |

| | | | |
|------------|------|------------------------------------|--|
| 03/02/2011 | TJSP | Ap. Civ. 9114050-42.2007.8.26.0000 | Cobrança da <i>take or pay</i>: diante da vulnerabilidade da tomadora de serviços e onerosidade excessiva, não se pode cobrar por produto que sequer foi adquirido. |
| 09/11/2010 | TJSP | Ap. Civ. 0110974-86.2009.8.26.0100 | Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i> , não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida. Cumulação com cláusula penal por rescisão antecipada: a cobrança de consumo mínimo revela-se verdadeira cláusula penal, garantindo contra eventual inadimplência, prefixando danos e lucros cessantes, sendo que a cobrança de multa baseada nos mesmos números para o caso de rescisão do contrato é abusiva, configurando duplicidade. |
| 14/09/2010 | TJSP | Ap. Civ. 0188504-06.2008.8.26.0100 | Cobrança da <i>take or pay</i>: prevalência do <i>pacta sunt servanda</i> , não havendo abusividade na cobrança do valor da diferença não consumida. |

REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS: ÓBICE AO PROGRESSO OU INTERVENÇÃO INDISPENSÁVEL

Giulia Feitoza Germano (USP, São Paulo)

SUMÁRIO I. Introdução II. Visão geral III. Panorama da regulamentação de criptoativos no mundo IV. Regulamentação de criptoativos no Brasil: histórico V. Regulamentação de criptoativos no Brasil: presente e futuro VI. Considerações finais

Resumo: Este artigo trata das diferentes perspectivas acerca da premência ou não de se regulamentar o mercado de criptoativos, tendo em vista o quão raso ainda é o entendimento dos conceitos primários dessa economia pelas estruturas normativas e regulatórias. São utilizados como parâmetros de análise as abordagens de jurisdições estrangeiras, as visões de especialistas e profissionais em regulação de mercado de capitais, entre outros instrumentos de investigação. Além disso, o estudo busca explorar e explicar conceitos de ainda difícil compreensão e consenso pelos órgãos e autoridades brasileiros e mundiais, apesar de seu papel nuclear na abordagem do debate. O objeto da pesquisa representou interesse de aprofundamento acadêmico pelas crescentes manifestações práticas dos imbróglis que a indefinição teórica e normativa tangente à regulamentação de criptoativos provoca, desde a existência da inovação tecnológica e financeira no mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: Regulação - Mercado de Capitais - Criptoativos - Descentralização Financeira - Comissão de Valores Mobiliários (Brasil) (CVM)

Abstract: This article addresses the different perspectives concerning the urgency or no-urgency of Regulating the crypto assets market, considering how shallow the understanding of primary concepts in the area still is. The paper uses, as analysis parameters,

approaches of foreign jurisdictions, points of view from experts and regulatory matters professionals, among Other tools of investigation. Furthermore, the study aims to explore and elucidate concepts that remain challenging to comprehend and achieve consensus on by both Brazilian and global regulatory bodies and authorities, despite their crucial role in the ongoing debate. The research subject has generated academic interest due to the increasing practical manifestations of the complexities resulting from the theoretical and normative uncertainties surrounding cryptocurrency regulation, which have persisted since the emergence of technological and financial innovation in the capital market.

KEYWORDS: Regulation – Capital Markets – Crypto assets – Financial Operations - Decentralized Finance - Fintechs - Smart Contracts

1. INTRODUÇÃO

“Anárquica, orgânica, surreal”. É a descrição do arquiteto e arqueólogo James Crawford da Cidade Murada de Kowloon - enclave chinês na Península de Kowloon, Hong Kong -, que em seu auge entre os anos 70 e 80 abrigou mais de 33 mil residentes em apenas dois hectares de terra. Quase 120 vezes mais densa que Nova Iorque, foi a maior favela vertical da história: “não havia lei vigente. Era uma sociedade anárquica, autorregulada e autodeterminada³⁹¹”. Uma forma de ordem social estabelecida fora dos desenhos estatais, devido à incapacidade governamental em prover a devida segurança e confiança aos cidadãos no sistema, a Cidade proporcionou cada aspecto de uma comunidade ordinária (habitação, trabalho, escolas, produção, comércio, trocas e lazer), ao passo que foi palco de múltiplas histórias nas quais crime e corrupção estavam profundamente arraigados.

391 CRAWFORD, James. **Fallen Glory: The Lives and Deaths of History 's Greatest Buildings**. 1a edição. Reino Unido: Picador, março de 2017

O contexto acima trata de uma sociedade heterotópica não mais existente, mas sobre a qual é perfeitamente possível estabelecer um paralelo com o atual sistema de *Decentralized Finance* - “sem exigências para permissões de planejamento, as estruturas eram elevadas a uma velocidade impressionante” (CRAWFORD, J., 2017, tradução nossa). Desconsiderando as diferentes motivações de suas respectivas formações histórico-culturais, ambas se deram na tentativa de se apartar de um sistema corrente, de controle centralizado, ineficiente, com falta de interoperabilidade e opacidade nas relações centro-periferia. Também como Kowloon, a estrutura DeFi passou por enorme crescimento desde sua criação (a capitalização do mercado de criptoativos cresceu 3,5 vezes em 2021 para US\$2,6 trilhões³⁹²), o que pode ser atribuído a ambas, em parte, pela ausência de normas e regulamentação que traçasse limites e competências em sua atividade.

Dessa maneira, tem-se que o espaço DeFi foi criado na expectativa de afastar investidores da ineficiência gerada pelo sistema financeiro centralizado, gerador de perdas de oportunidades de crescimento pelas inúmeras taxas, falta de transparência e lentidão no processamento de operações, a exclusão de agentes e mecanismos de regulação também trouxe à tona diversos transtornos até então incapazes de serem resolvidos com imediatas soluções de *software* e código. Entre elas, tem-se que criptoativos e *blockchain* têm sido usados para os conhecidos esquemas de pirâmide, lavagem de dinheiro, evasão de dívidas, manipulação de preços, fraude, *insider trading*, entre outros crimes e mecanismos de desequilíbrio entre os agentes do mercado.

Esse cenário preocupa as autoridades, tendo elas o reconhecimento de que a esfera dos criptoativos está longe de ser livre de riscos: a instabilidade de seu valor pode ser ameaçadora (entre dezembro de 2017 e fevereiro de 2018, o preço do Bitcoin caiu de US\$20 mil para menos de US\$7 mil), diversos ICOs³⁹³ foram descobertos como esquemas fraudulentos, *tokens* legítimos correram risco de serem

392 FSB - FINANCIAL STABILITY BOARD. **FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities**, 11 de julho de 2022.

393 Initial Coin Offering, ou, em tradução livre, Oferta Inicial de Moeda

roubados e algumas *exchanges* (corretoras de criptomoedas) tiveram seus sistemas invadidos por hackers (em fevereiro de 2014, a segunda encarnação da Silk Road, Silk Road 2.0, teve sua plataforma hackeada - um *bug* no protocolo foi explorado para que mais de 4.400 bitcoins fossem roubados)³⁹⁴.

Outrossim, uma controvérsia pouco abordada é como o mercado de criptoativos impacta os fatores de ESG. Segundo o banco de dados Digiconomist³⁹⁵, a pegada de carbono anual do bitcoin é de 71,14 Mt CO₂, comparável à pegada da Grécia. Ainda, conforme o CCAF³⁹⁶, a pegada de energia do bitcoin, que se liga à produção de blocos componentes das cadeias, consegue sozinha ser maior que a da Argentina em um só ano. Para mais, a estimativa de que o consumo de energia para uma operação de cartão de crédito é mais de 450 mil vezes menor do que uma transação de bitcoin, com impacto de pegada de carbono 710 mil vezes menor.

Dessa forma, o atual presidente da CVM, João Pedro Nascimento, compara o quadro com o surgimento de automóveis no início do século XX, quando o medo e estranhamento com os carros levaram à criação dos cintos de segurança, dos semáforos e outros dispositivos de segurança, para que assim fossem protegidos seus usuários e a invenção tivesse proveito e utilidade máximas. Em concordância vai a fala de Henrique Meirelles, ex-ministro da Fazenda e conselheiro da *exchange* Binance, para o jornal Valor Econômico, na qual diz que o segmento de criptoativos traz desafios regulatórios que urgem por discussão e revisão no meio acadêmico, em âmbitos jurídico, político e econômico, tendo em vista que o setor propicia qualidade de serviços financeiros capazes de alterar o panorama que o mercado hoje funciona. “Em resumo: esse é o futuro. O que temos agora é

394 Digiconomist. **Bitcoin Energy Consumption Index**. Disponível em: <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption/>, 2021.

395 Finance & economics section - Policing the wild frontier. **Regulating virtual currencies and ICOs**.

The Economist [online], London, 27 de abril de 2018.

396 Cambridge Center for Alternative Finance, centro de estudos da Faculdade de Economia da Universidade de Cambridge

organizar isso da melhor maneira possível para que se possa prestar o melhor serviço à população”³⁹⁷.

Assim, o presente texto tem como objetivos investigar como têm sido abordadas nas diferentes jurisdições as tratativas que dizem respeito à regulamentação, além de uma ampla análise em torno de sua necessidade ao pleno funcionamento do sistema de finanças descentralizadas e, mais ao final, quais medidas o Brasil tem tomado desde o surgimento da problemática e como poderia o nosso país se tornar um componente avançado na discussão global em torno da regulação de criptoativos. É necessário explicitar que, pelo escopo ao qual o *paper* se dedica a versar sobre, não serão esgotados os temas concernentes ao debate trazido no recorte, sendo elencadas principalmente abordagens gerais em detrimento de aprofundamentos, para que fosse tratada com melhor didática a questão.

2. BREVE HISTÓRIA DO MERCADO DE CRIPTOATIVOS

Antes de ser aprofundada a verificação da necessidade (ou não) de se regulamentar o sistema de operações e serviços financeiros com criptoativos, é premente que seja compreendido o assunto e como a estrutura e seu funcionamento conseguem influenciar a economia da sociedade contemporânea. Tendo em vista a relativa escassez de produção bibliográfica que verse sobre a temática - já que é como a produção de uma obra de arte que reflete a paisagem dinâmica e concomitante e cerca ambos artista e apreciador no presente -, tomemos os estudos acerca da história e evolução do DeFi.

Conforme apresenta a Universidade de Duke no curso Decentralized Finance Infrastructure, as mais primordiais transações financeiras se davam na forma de escambo (*cows for sheep*), há mais de mil anos a.C., sendo que a moeda passou a circular cerca de 600

³⁹⁷ SCIARETTA, Toni - Criptomonedas. **Meirelles: Cripto traz ganhos econômicos e nos serviços financeiros, mas representa desafio para regulação.** Valor Econômico [online], São Paulo, 05 de setembro de 2022.

a.C. para resolver a ineficiência criada pela valoração entre diferentes produtos. Já em 1871 ocorreu a primeira transferência com dinheiro em cédula de papel: na época, se cobrava uma taxa de 309 dólares em uma transferência monetária de 300 dólares - a exorbitante cobrança é, na visão do professor Campbell R. Harvey, uma taxa que 150 anos de história não foram capazes de alterar no enorme quadro de arrecadação por intermediários financeiros que acontece no sistema centralizado tradicional. Em 1994, vieram as primeiras formas de *internet banking* e, finalmente, em 2008, sob o pseudônimo Satoshi Nakamoto, pela pessoa ou grupo de programadores foi concebida a primeira moeda programável (“*a peer-to-peer electronic cash system*”).

A criação, comparada romanticamente no *paper* de Massad³⁹⁸ às aparições da Virgem Maria em Lourdes - por “inspirar grande fé no poder transformativo da blockchain” - adveio da necessidade de operadores financeiros se desvincularem do corrente sistema, que se mostra cada vez mais concentrado entre intermediários (principalmente bancos) incapazes de garantir a confiabilidade e a eficiência suficientes ao fluxo que o século XXI exige. De acordo com pesquisa dirigida pela plataforma de prevenção a fraudes GBG e o banco de dados Global Findex Database³⁹⁹, mais de 1,7 bilhões de pessoas no mundo estão em *unbanking*, sendo que cerca de 34 milhões de brasileiros ainda não têm acesso a bancos no país e utilizam apenas “dinheiro vivo” em transações, escancarando a falta de inclusão financeira presente neste sistema.

Além disso, as taxas por transações em cartões de créditos, somadas à adaptação do sistema por uma média de 2 dias para uma transação de mercado, que ainda é sujeita a fraudes, devoluções e grande insegurança jurídica, aprofundam a ineficiência em torno do *centralized banking*. Microtransações pouco desenvolvidas, dificuldade em exercer a liquidez de ativos, em mover dinheiro entre

398 MASSAD, Timothy G. **It's Time to Strengthen the Regulation of Crypto-Assets**. Economic Studies at Brookings, M-RCBG Associate Working Paper Reference No. 112, 2019

399 Global Findex. **The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments and Resilience in the Age of Covid-19**. The World Bank, IBRD-IDA, 2021

bancos e instituições não bancárias e a transparência deficitária dos bancos para com os clientes colocam estes à margem de confiar na regulação, restando-lhes apenas a desconfiança na saúde financeira das instituições.

É também um *status quo* propagador da desigualdade social e de oportunidades, quando projetos que deveriam ser financiados com base na qualidade da ideia e do plano de execução são negligenciados e abandonados pelas taxas (um empresário pode conceber uma grande ideia, por exemplo, com ROI - *Return on Investment* - de 25%, mas é desestimulado a obter o financiamento porque é de 24% taxa de empréstimo no cartão de crédito), ou então pela supramencionada disparidade de acesso de bilhões de pessoas a comércio digital.

Com isso, tem-se que o sistema econômico nos prende a um ambiente *no-growth*, na medida em que os bancos lucram sobre os empréstimos com o *spread*, quando, na realidade, já existem mecanismos capazes de conectar clientes entre si, eliminando o pagamento da diferença ao intermediário. Desenvolveu-se então nova estrutura para tentar resolver os problemas apontados na ordem até então dominante: para o financista Novogratz, a ordem criada é uma “[...] revolução descentralizada. Nós não confiamos nas instituições, não confiamos nas autoridades”⁴⁰⁰.

Entre os instrumentos de melhoria, as plataformas DeFi são capazes de criar *smart contracts* reutilizáveis na forma de *dApps* para executarem operações financeiras específicas, aumentando o volume de transações que o sistema pode suportar. Pela inexistência de um *overhead* organizacional, o usuário consegue se auto servir com os parâmetros do contrato inteligente da blockchain e da aplicação. Com os *keepers* - participantes externos provedores de serviço ao protocolo e incentivados por recompensas comumente estruturadas em leilões -, os usuários pagam preço de mercado pelos serviços contratados, como monitoramento de posições para garantir que sejam devidamente colateralizadas. E, ainda, com o *forking* são feitas cópias e reuso de

400 SHTEYNGART, Gary. **A Sidelined Wall Street Legend Bets on Bitcoin**. The New Yorker, Nova Iorque, 9 abr. 2018. Profiles.

códigos com melhoramentos “empilhados”, possibilitando competição a nível de protocolo e gerando a melhor plataforma de *smart contracts* possível.

Em disciplina a tal premissa de confiabilidade, pode-se notar como o crescimento da circulação e do valor da criptomoeda se deram de forma exponencial: em seus primeiros seis meses de operação (até abril de 2010), o bitcoin não possuía virtualmente qualquer valor. Após matéria da Gawker Media em 2011 sobre o uso da moeda entre a comunidade de tráfico de drogas online, seu preço mais do que triplicou em uma semana, para cerca de US\$27. Nos anos seguintes, salvo episódios que relacionavam a criptomoeda a problemas com regulação federal, infrações criminais e erros de software (e consequentemente provocaram quedas no valor dos ativos), o preço do bitcoin cresceu com estabilidade.

Com o desenvolvimento da rede Lightning (rede descentralizada de contratos inteligentes na blockchain para permitir pagamentos instantâneos entre usuários) em agosto de 2017, a avaliação da moeda passou de aproximadamente US\$998 para US\$2.700 em uma semana, atingindo a impressionante marca de US\$20.000 em dezembro do mesmo ano. Ao fim de 2021, os preços do bitcoin atingiram o nível de US\$69 mil, sendo o valor global das criptomoedas - dentre as mais famosas, além do BTC, tem-se Ethereum, Binance e Tether - superior a US\$3 trilhões, um superávit de aproximadamente US\$500 bilhões em comparação a dezembro do ano anterior. O volume estimado de transações é de mais de US\$275 bilhões em mais de 400 plataformas.

Todavia, como mencionado anteriormente, os mecanismos de garantia de confiança entre usuário e plataforma atualmente sofrem de falhas que não aparentam encontrar saídas imediatas. Em consideração aos riscos de brechas e fraudes aos quais se faz sujeito o espaço DeFi, reguladores e intermediários confiáveis precisam assumir papel mais ativo para que a esfera conquiste a confiança das próximas gerações de usuários, como pensam os economistas e pesquisadores da Faculdade de Direito da Universidade de Oxford, Balász Bodó e

Primavera de Filippi⁴⁰¹: “Quando a verdade está na mesa, tecnologia e teoria dos jogos não mais são suficientes para garantir a devida confiança nas operações do sistema” (tradução nossa).

Tem-se nesse horizonte um paradoxo: a inovação da blockchain se popularizou pela perda generalizada de confiança no aparato corrente e no sistema financeiro tradicional. Por tanto, a crescente crença de que o espaço DeFi carece de intermediadores e reguladores para seu fortalecimento é, na verdade, contraintuitiva e contraditória, além de gerar questionamentos. É necessário se questionar se uma regulação “do topo para a base”, tal qual é feito no sistema financeiro centralizado, seria capaz de atingir seu objetivo dentro da finança descentralizada ou seria apenas um mascaramento reacionário.

O assunto divide opiniões entre os que operam no novo sistema, quando compradores de criptoativos alegam que a imposição de sanções para obrigar as empresas e corretoras a seguirem os requisitos tradicionais de registro e supervisão pode “efetivamente matar o segmento”⁴⁰² e especialistas, por sua vez, afirmam a crescente necessidade da criação de normas que versem sobre regras ao sistema. Entre estes está Gary Gensler, presidente da SEC⁴⁰³, que reforça suas demandas para que as *exchanges* de criptomoedas, corretores e advogados do setor cumpram as mesmas regras de valores mobiliários. Segundo Gensler, “o público merece as mesmas proteções de seus clientes que eles obtêm com outros emissores de títulos”.

Antes de se discutir como as agências reguladoras atualmente se posicionam sobre seu papel na problemática e como poderiam na prática contribuir para a regulamentação da matéria, deve-se ter em mente que a própria competência desses órgãos é questionada. Ainda

401 BODÓ, Balázs e DE FILIPPI, Primavera. **Trust in Context: The Impact of Regulation on Blockchain and DeFi**. Oxford Business Law Blog, Financial Regulation, março de 2022

402 BEYOUND, Lydia - **Presidente da SEC adverte contra segmentos da indústria crypto que se ‘esquiva da regulação’**. Valor Econômico [online], São Paulo, 09 de setembro de 2022

403 Securities and Exchange Commission, equivalente a Comissão de Valores Mobiliários estadunidense

hoje não há consenso sobre o que é, de fato, um criptoativo. Enquanto a SEC declara que tratará maioria dos *tokens* ofertados por ICOs como valores mobiliários (o que representaria requisitos onerosos aos corretores), a FINMA⁴⁰⁴ divulga que serão tratados os criptoativos conforme a função que exercerem na operação - como pagamento, *utility token*, investimento, etc., ou seja, até a classificação de *token* poderá mudar com o tempo.

No caso brasileiro, em que também prevalece a incerteza acerca da conceituação apropriada, pode-se, de forma branda, atrair a competência da CVM sobre os ativos que se enquadrarem na definição do Howey Test, criado pelo *Security Exchange Act* (cujos requisitos são análogos aos versados no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76): (i) existe investimento?; (ii) o investimento é formalizado por um título ou contrato?; (iii) o investimento é coletivo?; (iv) há promessa de remuneração, oportunidade de participação ou parceria? A remuneração tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?; e (v) os títulos ou contratos são ofertados publicamente?

Sobre a demarcação se manifestou Jay Clayton em 2018 em entrevista à CNBC (canal televisivo focado em notícias do mundo dos negócios), quando era à época presidente da SEC: “criptomoedas: Elas são substituições de moedas nacionais, substitua o dólar, o euro, o iene com bitcoin. Esse tipo de moeda não é um valor mobiliário”. Assim, sob sua perspectiva, a criptomoeda não passaria no Howey Test, já que não haveria empreendimento comum onde investidores concentram seus fundos, tampouco a obrigatoriedade de agente/corretor intermediário e, ainda, o sucesso de um investidor não depende do esforço de terceiros.

Todavia, tal visão não é unânime. O caso *Munchee*, na qual a Munchee Inc., desenvolvedora de aplicativos de celular californiana, foi acusada pela SEC pela oferta pública de *tokens*, captando mais de US\$ 15 milhões. A SEC considerou que o criptoativo atendia aos requisitos do Howey Test, tendo sido, portanto, ofertado sem o

404 Swiss Financial Market Supervisory Authority, como a CVM e SEC para a Suíça

registro obrigatório e passível de punição pela agência. Como consta no Procedimento Administrativo File N°. 3-18304: “Como a Comissão discutiu no *Relatório DAO, tokens*, moedas e outros ativos digitais em blockchain podem ser valores mobiliários sob as leis federais de valores mobiliários”⁴⁰⁵ (tradução nossa).

Conhecendo o *status* legal ambíguo dos criptoativos, pode-se explorar como os agentes regulatórios abordam o problema.

3. PANORAMA DA REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS NO MUNDO

Em alinhamento com a postura libertária de grande parte dos negociadores de criptomoedas, o Japão - em 2018, a agência de serviços financeiros japonesa declarou pretensão de se tornar líder mundial no mercado e considera proposta tributária de isenção de impostos para atrair startups de criptomoedas até 2023 - e a Estônia (com ressalva às novas imposições de transparência às companhias corretoras de cripto a partir de junho de 2022, o país figurou como pioneiro e destino para as empresas de transação com a moeda programável) figuram como países com procedimento regulatório mais liberal.

Mais, seguem no lado mais liberal a França e Alemanha, com criação de estruturas flexíveis e seguras para oferta e reconhecimento de criptomoedas como forma de pagamento. O governo francês finalizou em 2021 a tramitação da *Ordonnance n° 2020-1544*⁴⁰⁶, que submete as *exchanges* a registro mandatório e rígidas regulações KYC⁴⁰⁷. Pelas autoridades alemãs, foi acordado que as moedas digitais são meios de troca ou pagamento, investimento e podem ser transferidas,

405 U.S. Securities and Exchange Commission, Administrative Proceeding File No. 3-18304 - In the Matter of MUNCHEE INC., Respondent. (Dec. 11, 2017) (available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>)

406 HAMMOND, Susannah e EHRET, Todd. **Cryptocurrency regulations by country: cryptos on the rise 2022**. Compendium. Thomson Reuters Institute, 2022

407 Do inglês *Know Your Customer*, são processos de identificação do perfil do usuário que permitem que a empresa aponte transações suspeitas e situações que possam significar um caso de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo

armazenadas e trocadas eletronicamente. Seus órgãos tributários as consideram capital privado, sendo que para pessoas físicas, os ganhos inferiores a 600€ em menos de um ano estão isentos de cobrança tributária.

No Canadá, as autarquias regulatórias competentes (CSA e IIROC) emitiram instrução requerendo às plataformas de *cryptotrading* e negociadores que se registrem nos órgãos provinciais. Em 2021, o CRA passa a tratar das criptomoedas como *commodity* para fins tributários, de forma que se encaixem no *Income Tax Act*. No México, as criptomoedas foram proibidas em junho de 2021 sob a alegação de que, por não estarem sob o toldo legal do país, as instituições financeiras que com elas operassem estariam sujeitas a sanções administrativas. Nos Estados Unidos, além das posturas das agências previamente descritas no trabalho, tem-se que a SEC interpreta cripto como valor mobiliário (*security*), a Commodity Futures Trading Commission a enxerga como *commodity* e o Tesouro Nacional como moeda, aprofundando a dificuldade do corpo jurídico estadunidense de interpretar, legislar e julgar litígios pela falta de homogeneidade na conceituação de criptoativo.

Na América Latina, encontra-se relativo posicionamento brando: na Argentina, o órgão CNV (comparável à nossa CVM) é o responsável pela supervisão das operações, tendo o governo planejado a manutenção do registro das transações. Os ganhos obtidos com a arrecadação tributária variam de 4% a 6,5% sobre o lucro bruto de cada transação com moeda digital. A Bolívia prosseguiu em 2014 com banimento do uso de criptomoedas sob a justificativa de que a utilização poderia facilitar a evasão tributária e a instabilidade da moeda nacional. As autoridades chilenas, por sua vez, promulgaram em 2018 o *Oficio* n° 963, que, dentre outras disposições, requeria a declaração da “venda de moedas estrangeiras legalmente correntes ou ativos digitais/virtuais, como criptomoedas”.

Por outro lado, o governo chinês se mostra alerta sobre como as novas moedas podem evadir o escopo de controle do Estado. Em 2017, foram banidas as transações domésticas e em 2018 fez de alvo os

websites que flutuavam sobre a proibição. Órgãos oficiais convocaram, inclusive, autoridades locais para suprimir o fornecimento de energia de mineradores de bitcoin, que passaram a migrar para outros países, como o Japão. Entretanto, o país foi epicentro da mineração de cripto pelos baixíssimos custos com eletricidade: no seu auge, é estimado que mais de 65% de toda a mineração ocorria na China.

Pan Gongsheng, vice-presidente do Banco da China, aludiu ao ditado de Confúcio, quando disse: “se sentar à margem do rio e esperar, verá os corpos do bitcoin boiando”, tentando prever a ruína vertiginosa das economias que optassem por apoiar o novo sistema financeiro. Também em 2018, a Coreia do Sul, que até então se mostrava inerte à regulamentação, declarou que as moedas virtuais seriam extintas, com petições de consulta pública não oficiais angariando mais de 200 mil assinaturas em apoio ao banimento. De maneira semelhante, o banco nacional indiano baniu a circulação com criptomoedas em 2018, mas sua Suprema Corte decidiu em 2020 pela derrubada da proibição. Hoje, apesar do início de processamento de regulamentação sobre o tópico, a lei debatida teve tramitação suspensa. Em abril deste ano, foi proibido o uso das palavras “moeda, ações, custodiante e depositários” em anúncios e propagandas por corretoras de cripto, considerando que consumidores as associariam a produtos devidamente regulados.

A União Europeia também tem, desde 2020, estruturado arcabouço legal para regular emissores de criptoativos ainda não abarcados pela norma existente: o MiCA - Regulamento dos Mercados de Criptoativos Europeu. A proposta obriga provedores de serviços com cripto ativos a obedecer fortes requisitos de proteção às carteiras dos consumidores, além de agora terem responsabilidade legal caso “percam” os ativos dos investidores. O MiCA também versa sobre quaisquer tipos de abusos de mercado relacionados a transações ou serviços em geral, principalmente manipulação de preços e negociação *insider*. Agentes do mercado estarão sujeitos a declarar informações sobre seu impacto ambiental e pegadas climáticas, sendo que a Comissão Europeia está incumbida da produção de relatórios bianuais sobre o impacto ambiental dos criptoativos, introduzindo

padrões de conduta aos mecanismos tecnológicos com mínimo de obediência pelas empresas.

Não só isso, mas emissores de ARTs - *Asset-referenced tokens*, ativos baseados em moeda não europeia, deverão ter ao menos uma base operacional registrada em território da UE para que seja garantida ao usuário a devida supervisão e monitoramento de suas ofertas. Além disso, os provedores (CASPs - *Crypto-asset Service Providers*) precisarão de autorização da União Europeia para operarem dentro de seus limites territoriais, tendo as autoridades regulatórias nacionais o *timeframe* de emitir a anuência em até três meses a partir do requerimento.

Envolvendo o cenário global e tendo como um de seus objetivos o debate entre líderes mundiais sobre a necessidade de atuação no mercado de criptoativos, a reunião em Buenos Aires do G20, ocorrida em março de 2018, resultou nos países presentes acordando em estabelecer, com previsão para outubro de 2022, iniciativas uniformes para a regulação. A despeito do caráter não vinculante do planejamento traçado no *summit*, a conclusão de que os mercados de cripto devem ser sujeitos a regulação eficaz pelos riscos que colocam a níveis doméstico e internacional foi recíproca entre os integrantes⁴⁰⁸.

4. REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS NO BRASIL: HISTÓRICO

No Brasil, apesar de incipiente a argumentação, muito se tem produzido, principalmente com a corrente tramitação do Projeto de Lei nº 4.401/2021, que regulamenta o funcionamento das empresas prestadoras de serviços de ativos virtuais. Porém, anterior à produção legislativa, foram identificadas questões conflituosas e específicas na relação entre o fluxo de criptomonedas e a infraestrutura administrativa brasileira.

408 FSB - FINANCIAL STABILITY BOARD. FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities, 11 de julho de 2022.

Como exemplo disso, se encontra o impasse no processamento de mercadorias importadas: o desembaraço aduaneiro pressupõe a declaração de importação, obrigatoriamente liquidado perante o Banco Central, mas capaz de pagamento por criptomoedas - apesar da existência de sanções para o descumprimento da liquidação, ainda não foram confeccionados meios para que o importador comprove o pagamento por cripto.

Além do mais, unindo-se a temas de Direito das sociedades empresariais, é obstaculizada também a integralização do capital social de pessoa jurídica com criptomoedas, já que a legislação em vigor permite a transferência de quaisquer bens ao patrimônio da sociedade para o cumprimento dessa obrigação do sócio, desde que “suscetíveis de avaliação pecuniária” em moeda corrente (art. 997, III, Lei 10.406/02). Com a possibilidade de assim prosseguir, o balanço patrimonial das sociedades estaria interligado à volatilidade do mercado. Outro exemplo é sobre como deve recair o desenho tributário sobre as moedas digitais: são diferentes os possíveis enquadramentos, a depender de como será interpretada a definição da moeda - operação financeira, prestação de serviços, comercialização de mercadorias digitais ou alternativas.

No âmbito dos tribunais nacionais na discussão de cripto, os diferentes graus já tiveram por vezes de julgar litígios envolvendo penhora de criptomoedas em processos de execução. Como casos, tem-se a decisão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, que em 2019 indeferiu recurso em Agravo de Instrumento tirado de ação que pedia penhora de bitcoins segurados pelo executado. A negativa se justifica no fato de os bens em questão possuírem lastro e não serem regulamentados pelo Banco Central ou pela CVM; ainda haveria dificuldade na efetivação e gerenciamento da penhora nos autos⁴⁰⁹. Com semelhante intento, a decisão de Agravo de Instrumento pelo mesmo tribunal indeferiu pedido de expedição de ofício às *exchanges* pela “ausência de regulamentação no Brasil acerca da comercialização

409 TJSP. Agravo de Instrumento 2059251-85.2018.8.26.0000 - 9ª Câmara de Direito Privado - Rel. Galdino Toledo Júnior - DJ nov/2019.

de moedas criptografadas [...], que não se confunde[m] com as chamadas moedas virtuais, não são referenciadas em reais ou em outras moedas estabelecidas por governos soberanos”⁴¹⁰²⁰.

Em congruência com Barossi-Filho e Sztajn⁴¹¹, o atual estado regulatório do mercado de moedas virtuais poderia levar a “desastres financeiros” pela falta de supervisão de autoridades monetárias, falta de garantia de conversibilidade em outras moedas e inexistência de lastro. Com essas faltas, não há formas claras de determinação da paridade de criptomoedas com outros bens e tampouco a liquidez característica das moedas de curso forçado.

É relevante rememorar que os criptoativos não podem ser considerados moedas do ponto de vista jurídico por estrita incompatibilidade com o ordenamento jurídico, já que se tem como competência exclusiva da União (na figura do Banco Central) a emissão de moeda, vide art. 21, VII, da Constituição Federal de 1988. Portanto, para manutenção da congruência com a Carta Magna, é preciso ter em mente tal diferenciação semântica.

Tendo em vista as carências inerentes ao Brasil, olhemos o histórico das tratativas legislativas do país quanto à regulamentação. Em 2013 se deu a primeira ICO na economia brasileira, com arrecadação do Mastercoin de R\$5 milhões, sendo que de 2014 a 2021 as operações somaram mais de 15 mil. As iniciativas do Legislativo estrearam com o PL n° 2.303/15, que dispunha sobre a inclusão de moedas virtuais e programas de milhagens aéreas nos arranjos de pagamento sob guarda do Banco Central do Brasil. Em seguida, o PL n° 2.060/19 visava dispor sobre o regime jurídico de criptoativos e o PL n° 3.835/19 propunha a regulamentação do mercado pela definição de conceitos e diretrizes inéditos, mais a supervisão e fiscalização pelo Banco Central e pela CVM, com medidas de combate à lavagem

410 TJSP. Agravo de Instrumento 2173523-24.2020.8.26.0000 - 10ª Câmara de Direito Privado - Rel. Elcio Trujillo - DJ out/2020

411 BAROSSO-FILHO, Milton; SZTAJN, Rachel. **Natureza Jurídica da Moeda e Desafios da Moeda Virtual**. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Ano 1 (2015), nº 1, p. 1669-1690. Disponível em:

<https://www.cidp.pt/revis-tas/rjlb/2015/1/2015_01_1669_1690.pdf>.

de dinheiro e financiamento ao terrorismo, penalidades à gestão fraudulenta de *exchanges* de criptoativos e alterações em leis como a Lei nº 6.386/76 (criadora da CVM).

Em adição aos projetos de lei, as agências e órgãos regulatórios nacionais já se manifestaram por vezes. Como casos, tem-se o Comunicado BACEN nº 25.306/14, diferenciando criptoativos de moedas eletrônicas; a nota CVM de outubro de 2017 “a respeito do tema Initial Coin Offering”, na qual a Autarquia declara que tomará, quando for avaliado apropriado, as “medidas cabíveis no âmbito de sua competência legal”; o Ofício Circular CVM/SRE nº 01/18, que reconhece ICOs e ativos virtuais como desafios aos reguladores do mercado financeiro nas diversas jurisdições; a Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.888/2019, que disciplinou a obrigatoriedade de prestação de informações relativas às operações realizadas com criptoativos; e a Resolução CMN nº 4.865/20, que instituiu *sandbox* regulatório - espaço experimental em que admitidos recebem autorizações limitadas em competência e ao tempo, para desenvolver atividades no mercado de capitais - para observação de diretrizes de funcionamento em ambiente controlado de testes para inovações financeiras e de pagamento. Como demonstração da presença destes órgãos, a CVM aprovou, em fins de 2021, o primeiro mercado autorizado a negociar ações tokenizadas em território brasileiro, o Balcão Organizado BEE4, dentro do âmbito do *sandbox*, proporcionando o financiamento de empresas emergentes pelo mercado de capitais.

5. REGULAMENTAÇÃO DE CRIPTOATIVOS NO BRASIL: PRESENTE E FUTURO

A principal questão de regulamentação brasileira na atualidade é o PL nº 4.401/19 (de numeração antiga já citada nº 2.303/15). Apesar do lento andamento do projeto, a CVM apontou pontos de desacordo com o traçado legal do texto. A principal divergência reflete a exiguidade de definição precisa de determinados criptoativos: o parágrafo único do artigo primeiro limita a nova regulação aos ativos fora da área de

competência da CVM, o que não abrangeria a maioria dos *tokens* que não se encaixam como valores mobiliários ou não mobiliários, causando até certa medida vácuo regulatório que deveria ser prevenido.

Aliás, o último inciso do artigo terceiro exclui do escopo da nova lei os produtos financeiros que já tenham previsão em lei ou regulamento anterior. Tal disposição poderia colocar em xeque digitalizáveis com texto que já os incluem, como os créditos de carbono, recebíveis, precatórios e *tokens* diversos, simplesmente pela nova redação desconsiderá-los como ativos digitais.

O Banco Central também se manifestou no debate dos dispositivos a serem incluídos, oferecendo oposição à ideia de parlamentares de tratar a segregação do patrimônio entre corretoras e clientes, quando esta foi apoiada pelas corretoras nacionais. O jornal Valor Econômico reportou em matéria⁴¹² que o atual diretor da CVM João Accioly defende aperfeiçoamentos pontuais no projeto de lei, como a tratada definição de ativo virtual, a insegurança jurídica da referência pouco específica ao CDC, a exigência de autorizações prévias, e, inclusive, a necessidade de previsão de segregação patrimonial entre *exchange* e clientes. Contudo, as manifestações de apontamentos pelas autarquias também têm sido criticadas pela inércia das falas, levando em conta que a proposta de lei tramita há mais de 5 anos e a pressão por mudanças significativas poderiam inviabilizar a aprovação do texto e retornar a regulamentação ao *status quo ante*, mesmo que se dessem as alterações pelo bem da segurança jurídica.

Nessa seara, o COAF - Conselho de Controle de Atividades Financeiras - suspendeu em setembro deste ano o canal pelo qual as *exchanges* informam operações financeiras consideradas suspeitas e fraudulentas. O registro de tais irregularidades é obrigatório a todos os entes corretores do setor financeiro, porém, pela omissão legislativa em estabelecer a exigência da submissão, a imposição às corretoras de bitcoin foi derrubada (à Receita, entretanto, desde agosto de 2019

412 SCIARETTA, Toni e BOMFIM, Ricardo - **CVM aponta gargalos e regulação 'cripto' pode voltar à estaca zero.** Valor Econômico [online], São Paulo, 01 de setembro de 2022.

é imposta a declaração das operações). Sobre o tema, o diretor da ABCripto - Associação Brasileira de Criptoconomia - demonstrou frustração, já que a instituição “[...] acredita em uma regulação robusta como incentivador do mercado cripto e como forma de construir um mercado mais rígido⁴¹³”.²³ O reporte de operações suspeitas pelas corretoras é uma forma de proteção das próprias empresas, assim como dos clientes, se fazendo premente a reinserção da obrigatoriedade por meio das novas normas.

Tratando do comportamento das autarquias reguladoras com modalidades de investimento mais específicas, que apesar de menos conhecidas e compreendidas ainda do que o próprio conceito de criptomoeda, tem-se a recente discussão sobre investimentos indiretos em criptoativos por ETFs - Exchange Traded Funds. Os pedidos de listagem de ETFs de Bitcoin na bolsa de valores se iniciaram ainda em 2013, entretanto essa via de investimentos só encontraria aprovação pela SEC em fins de 2021 - a agência postergou as autorizações por receio das manipulações de preço que poderiam ocorrer fora de sua vigilância, tendo em vista que o ativo é amplamente negociado em corretoras sem sua regulação.

No Brasil, a disputa remonta ofícios emitidos pela CVM em 2018, nos quais a autarquia declara que, em respeito à Instrução CVM 555⁴¹⁴ e pela “indefinição da natureza jurídica e econômica dessa modalidade de investimento”, as criptomoedas não são classificadas como ativos financeiros e, por conta disso, não seria permitida a aquisição direta pelos fundos de investimento regulados. Mais adiante, no Ofício 11/2018, complementar ao suprarrelatado 1/2018, é dito que, conforme os artigos 98 e seguintes da ICVM citada, é autorizado, dentro dos investimentos externos, o investimento indireto em criptoativos pela aquisição de cotas de fundos e derivativos. Todavia, em seguida é imposta ao gestor a adoção de diligências para minimizar o risco de financiamento de operações ilegais, lavagem de dinheiro,

413 OLIVON, Beatriz - **Coaf fechará canal usado por corretoras de criptomoedas**. Valor Econômico [online], São Paulo, 31 de agosto de 2022.

414 Instrução CVM Nº 555, art. 2º, V, trata da definição de ativos financeiros pela lei.

operações fraudulentas e práticas não-equitativas. É adicionado aos deveres fiduciários dos administradores a verificação de obediência dos criptoativos negociados a determinados critérios, como:

i) *free open source software*; tecnologia pública, transparente, acessível e verificável por qualquer usuário; inexistência de arranjos que fomentam conflitos de interesse; técnicas agressivas de venda; liquidez de negociação do criptoativo; natureza da rede e validação dos softwares utilizados e qual o perfil do time de desenvolvedores e seu grau de envolvimento com o projeto.

O conservadorismo brasileiro com a temática foi, entretanto, interrompido em agosto de 2021, quando se iniciaram as negociações de cotas do primeiro ETF de criptomonedas na B3⁴¹⁵, com o lançamento do fundo de índice da Hashdex, atrelado ao Nasdaq⁴¹⁶. Ainda, o Brasil foi o terceiro país do mundo a aprovar o tipo *spot*, sendo que em setembro de 2022 são 8 os ETFs de cripto listados na B3, com as gestoras Hashdex e QR Capital como proeminentes.

Já nos Estados Unidos, o debate é acalorado entre as emissoras e gestoras, considerando que desde a primeira aprovação de lançamento de ETF de Bitcoin no país - com o fundo ProShares Bitcoin Strategy -, apenas negociadoras de futuros de bitcoin (como os derivativos contratos financeiros futuros) tiveram permissão de abertura, tendo as propostas de ETFs *spot de bitcoin* - “à vista” - sido rejeitadas (inclusive com recente abertura de processo da Grayscale Bitcoin Trust contra a SEC após rejeição do pedido de lançamento do fundo). A agência, ao contrário da CVM, entende que a falta de regulação torna perigosa demais a exposição direta de investidores à possibilidade de manipulação de preços por ETFs à vista - extremamente paradoxal, já que o investidor americano pode comprar bitcoin nas próprias *exchanges* que lá operam. O mesmo não pode ser feito no Brasil, cujo Ofício Circular CVM 11/2018 inviabiliza a custódia e emissão de

415 B3 - Brasil, Bolsa, Balcão é o espaço da bolsa de valores brasileira que possibilita a realização de operações com diferentes classes de ativos.

416 Nasdaq - National Association of Securities Dealers Automated Quotations - é o segundo maior espaço de bolsa de valores a níveis estadunidense e global.

criptoativos por empresas brasileiras e acaba por exportar o mercado para economias estrangeiras, sem razoabilidade em sua justificativa. Como exemplo prático recente da contradição, a CVM emitiu em setembro deste ano uma *stop order* de cumprimento imediato à ByBit, *exchange* cripto de Cingapura, alegando que captava recursos de investidores brasileiros para aplicação em valores mobiliários sem autorização de atuação como intermediário, considerando que apenas a B3 pode ofertar *securities* no país.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No desenvolvimento do presente trabalho, foi pesquisado como o embaraço semântico entre as diferentes jurisdições tolhe o pleno exercício do direito comparativo com estruturas legislativas de economias mais robustas, o que dificulta o uso da análise de entendimentos sobre regulamentação de criptoativos de órgãos fiscalizadores estrangeiros para compreensão dos meios de aprimoramento da conformação normativa e regulatória brasileira da criptoeconomia. À medida em que o Brasil avança na 7ª posição entre países que mais negociam criptoativos⁴¹⁷, cresce a necessidade de que legisladores, acadêmicos e magistrados brasileiros cada vez mais antecipem os conflitos advindos das inovações tecnológicas e financeiras do DeFi, de modo a tornar o país igualmente avançado no âmbito regulatório como o é na esfera de investimentos.

A despeito do progresso nacional na matéria, como demonstrado pelo processamento legislativo recente e aprovação de modalidades ousadas de investimento, há um longo caminho a ser percorrido pelas autoridades brasileiras, como também pelas corretoras e gestoras de ativos digitais. Como pensam De Filippi e Wright, é preciso que sejamos criativos. A regulamentação e a inovação no setor financeiro dançam como a terceira lei de Newton, na qual uma ação, como a tributação

417 The 2022 Global Crypto Adoption Index: **Emerging Markets Lead in Grassroots Adoption, China Remains Active Despite Ban, and Crypto Fundamentals Appear Healthy.** Chainalysis, 14 de set de 2022.

dos criptoativos, pode produzir uma reação oposta: induzir o mercado a comportamentos mais apropriados e tirar a indústria do estado de inércia de modo que ela mesma inove em sua autorregulação.

REFERÊNCIAS

BAROSSO-FILHO, Milton; SZTAJN, Rachel. *Natureza Jurídica da Moeda e Desafios da Moeda Virtual*. *Revista Jurídica Luso-Brasileira*, Ano 1 (2015), nº 1, p. 1669-1690. Disponível em: <https://www.cidp.pt/revis-tas/rjlb/2015/1/2015_01_1669_1690.pdf>.

BODÓ, Balázs; DE FILIPPI, Primavera. **Trust in Context: The Impact of Regulation on Blockchain and DeFi**. *Oxford Business Law Blog*, Financial Regulation, março de 2022. Disponível em: <<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=23309409507806707806602112011107079072065094010121079027127109106&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>. Acesso em 24 de setembro de 2022.

CASEY, Michael J.; VIGNA, Paul. *The Truth Machine: The Blockchain and the Future of Everything*. EUA: Macmillan, 21 de fevereiro de 2018.

Chainalysis. **The 2022 Global Crypto Adoption Index: Emerging Markets Lead in Grassroots Adoption, China Remains Active Despite Ban, and Crypto Fundamentals Appear Healthy**. Chainalysis, 14 de set de 2022.

CRAWFORD, James. **Fallen Glory: The Lives and Deaths of History's Greatest Buildings**. 1ª edição. Reino Unido: Picador, março de 2017

Economist. Finance & Economics section - Policing the wild frontier. **Regulating virtual currencies and ICOs**. The Economist [online], London, 27 de abril de 2018.

FSB - FINANCIAL STABILITY BOARD. **FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities**, 11 de julho de 2022.

Global Findex. **The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments and Resilience in the Age of Covid-19.** The World Bank, IBRD-IDA, 2021

HAMMOND, Susannah e EHRET, Todd. **Cryptocurrency regulations by country: cryptos on the rise 2022.** Compendium. Thomson Reuters Institute, 2022. Disponível em: <<https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/wp-content/uploads/sites/20/2022/04/Cryptos-Report-Compendium-2022.pdf>>. Acesso em 23 de setembro de 2022.

MASSAD, Timothy G. **It's Time to Strengthen the Regulation of Crypto-Assets.** Economic Studies at Brookings, M-RCBG Associate Working Paper Reference No. 112, 2019. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/Timothy-Massad-Its-Time-to-Strengthen-the-Regulation-of-Crypto-Assets-2.pdf>>. Acesso em 22 de setembro de 2023.

NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System.** Disponível em:<<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2022.

OLIVON, Beatriz. **Coaf fechará canal usado por corretoras de criptomoedas.** Valor Econômico [online], São Paulo, 31 de agosto de 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2022/08/31/coaf-fechara-canal-usado-por-corretoras-de-criptomoedas.ghtml>>. Acesso em 13 de setembro de 2022.

SEC - U.S. Securities and Exchange Commission, **Administrative Proceeding File No. 3- 18304** - In the Matter of MUNCHEE INC., Respondent. (Dec. 11, 2017) (available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>)

TAPSCOTT, Don e TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World.** EUA: Penguin, 2016.

TJSP. **Agravo de Instrumento 2059251-85.2018.8.26.0000** - 9ª Câmara de Direito Privado - Rel. Galdino Toledo Júnior - DJ nov/2019.

. **Agravo de Instrumento 2173523-24.2020.8.26.0000** - 10ª Câmara de Direito Privado

- Rel. Elcio Trujillo - DJ out/2020

SCIARETTA, Toni. **Meirelles: Cripto traz ganhos econômicos e nos serviços financeiros, mas representa desafio para regulação.** Valor Econômico, v. 1, n. 1, 5 set. 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/criptomoedas/noticia/2022/09/05/meirelles-cripto-traz-ganhos-economicos-e-nos-servicos-financeiros-mas-representa-desafio-para-regulacao.ghhtml>> Acesso em: 28 set. 2022.

e BOMFIM, Ricardo. **CVM aponta gargalos e regulação 'cripto' pode voltar à estaca zero.** Valor Econômico [online], São Paulo, 01 de setembro de 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/09/01/senador-critica-texto-do-pl-das-criptomoedas-e-sugere-criao-de-nova-proposta-do-zero.ghhtml>>

SHTEYNGART, Gary. **A Sidelined Wall Street Legend Bets on Bitcoin.** The New Yorker, Nova Iorque, 9 abr. 2018. Profiles. Disponível em: <<https://www.newyorker.com/magazine/2018/04/16/a-sidelined-wall-street-legend-bets-on-bitcoin#:~:text=In%202013%2C%20Novogratz%20put%20seven,than%20sixty%20times%20that%20amount>>. Acesso em 22 de setembro de 2022.

A VEDAÇÃO À PURGA DA MORA NOS CONTRATOS DE ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA REGIDAS PELO DECRETO-LEI 911/69 E A EFICIÊNCIA ECONÔMICA

THE PROHIBITION TO PURGE OF ARREARS IN FIDUCIARY SALE AGREEMENTS GOVERNED BY DECREE-LAW 911/69 AND ECONOMIC EFFICIENCY

Andrey Francisco de Campos (UNIFIO, Ourinhos)

Resumo: Em que pese a pacificação jurisprudencial da matéria, aos idos do ano de 2014, a impossibilidade ao enjeito das prestações nos contratos de alienação fiduciária em garantia regidas pelo Decreto-Lei 911/69 continuam pautando o debate doutrinário. Nesse sentido, a partir de postulados da Análise Econômica do Direito, o artigo teve como objetivo analisar a medida – legislativa e judicial – sob a ótica da eficiência econômica e do bem-estar social, dispensando parcela de atenção ao alcance das externalidades e o ideário fixado consistente em associar a valoração dos direitos do devedor ao prejuízo coletivo. Constatou que, sob a ótica bilateral, a manutenção do contrato representa a melhor alternativa ao fiduciário, contrariando a praxe bancária. Destarte, formulou-se a hipótese de que o oligopólio de crédito brasileiro, aglutinado à célere depreciação das garantias, tornaria vantajoso ou satisfatório ao fiduciário, a sua renovação através da resolução contratual forçada.

Utilizando dados fornecidos pelo Banco Central do Brasil, fora levado a efeito uma análise de regressão múltipla que corroborou com as hipóteses erigidas que demonstram que as concessões de crédito são estimuladas a partir da inadimplência.

Palavras-chave: Alienação Fiduciária em Garantia. Purga da Mora. Análise Econômica do Direito. Bem-Estar Social. Decreto-Lei 911/69. Inadimplência. Crédito.

Abstract: Despite the pacification of the matter in relation to jurisprudence, in 2014, the recognition of the impossibility of granting benefits in contracts of fiduciary alienation in guarantee governed by Decree-Law 911/69 continues to guide the doctrinal debate. In this sense, based on postulates of the Economic Analysis of Law, the article aimed to analyze the measure – legislative and judicial – from the perspective of economic efficiency and social well-being, paying some attention to the scope of externalities and the ideals consistent with associating the valuation of the debtor's rights with the collective loss. It was found that under the bilateral perspective, the maintenance of the contract represents the best alternative to the fiduciary, contrary to banking practice. Thus, the hypothesis was formulated that the Brazilian credit oligopoly, combined with the rapid depreciation of guarantees, always makes its renewal advantageous or satisfactory through forced contractual resolution. Using data provided by the BCB, a multiple regression analysis was carried out that corroborated the hypotheses that demonstrate that credit concessions are stimulated from default.

Keywords: Fiduciary Alienation in Collateral. Mora Purge. Economic Analysis of Law. Social Welfare. Decree-Law 911/69. Default. Credit.

INTRODUÇÃO

A utilização da alienação fiduciária em garantia, direcionada não há pouco para aquisição de bens de consumo, fora abalizada, neste interregno, por diversas modificações institucionais, mormente ao que se compulsa das alterações legislativas e entendimentos jurisprudenciais.

A modificação destacável ao presente diz sobre a supressão do texto no que tange ao predicado permissivo da purgação da mora, a partir da vigência da Lei 10.931/2004, causadora de patente insegurança jurídica ante a omissa possibilidade anteriormente posta ensejar as mais diversas interpretações constantes dos tribunais à época.

A despeito da pacificação da matéria no tema repetitivo 722 do STJ pela impossibilidade do fiduciante purgar a mora e pela imprescindibilidade do pagamento integral do débito, o debate doutrinário – não sem razão – remanesce pela subsidiariedade aplicativa de outras normas e demais norteadores de interpretação do Direito Civil.

Nesse diapasão, o escopo do presente artigo reside na verificação do atual entendimento, sob a ótica da Análise Econômica do Direito, a fim de que se constate se a resolução coercitiva da alienação fiduciária em garantia produz eficiência econômica e, sobretudo, sua consonância frente ao bem-estar social.

Inobstante se repute as instituições jurídicas como endógenas ao sistema econômico, o objeto do presente guarda relevância sobressalente, uma vez que a pacificação da matéria deu-se – entrementes – sob os auspícios da estrita observância da pretensão do legislador, à luz das modificações insertas no Decreto 911/69, o que seria – *prima facie* – positivo para a ordem econômica, porquanto se prestou o judiciário a garantir o cumprimento dos contratos ao rigor da Lei.

Nesse sentido, o trabalho persegue concomitantemente verificar a influência acerca do determinismo jurídico-econômico que enuncia a valoração do direito de determinado indivíduo na posição devedor como inerente ao prejuízo da coletividade, buscando investigar se o estrito cumprimento dos contratos será sempre sinônimo de eficiência econômica.

Consiste, ademais, na formulação de hipóteses acerca da vedação ao enjeito da prestação no âmbito da alienação fiduciária em garantia, considerando predicados econômicos dos contratos e parâmetros de alocação de recursos, sendo ao final, testadas todas elas a partir de uma análise de regressão multilateral considerando dados econométricos fornecidos pelo Banco Central do Brasil (BCB).

2. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA DE BENS MÓVEIS

A alienação fiduciária em garantia é espécie do gênero da alienação fiduciária, inserta ao ordenamento jurídico brasileiro, *a priori*, como instrumento voltado ao mercado de capitais, visado ao seu respectivo desenvolvimento, por intermédio da Lei 4.728/65.

A despeito de suas fontes, poder-se-ia considerar a *fiducia cum creditore* do Direito Romano e o penhor germânico, bem como, malgrado advindas da tradição de *common law*, as figuras do *trust* e do *mortgage*. O derradeiro aliás fora destacado por Mário Júlio de Almeida Costa como o instituto mais semelhante à alienação fiduciária em garantia brasileira (1978, p. 11-19).

Aglutinada a tal menção, não se deve olvidar o destaque da obra de José Paulo Cavalcanti, que goza de irônica titulação – O Penhor Chamado de Alienação Fiduciária em Garantia, publicado em 1989 – e que contrapõe a análise feita pelo jurista português citado alhures.

Todavia, prescindível que se discorra acerca de uma evolução histórica da alienação fiduciária em garantia, porquanto o escopo da pesquisa pretende observar a eficiência econômica da resolução do contrato face a mora do fiduciante.

Isto pois, a substância deste presta-se a circunscrever o alcance do objeto, o que pressupõe a quebra de um paradigma, ao passo que não se pretende analisar em minúcias os regimes jurídicos circunstanciais sujeitos à alienação fiduciária em garantia em relação ao fiduciante (V.g. contratos de consumo).

Trata-se, destarte, de uma análise que se dispõe ao alcance, do ponto de vista econômico, de todas as relações que envolvem a adjudicação abrupta do bem alienado ao fiduciário. Decerto, a aludida advertência conduz a derradeira, ao sentido de que não se deve pretender orientar as normas jurídicas a partir da análise econômica (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 59), sendo ela um subsídio à valoração doutrinária e jurisprudencial conformada apenas quando do cotejo aos demais objetos a serem considerados.

Nesse diapasão, importa consignar a natureza do contrato e a efetiva caracterização das partes para fins de incidência do diploma especial, quer seja, a autorizadora da célere adjudicação face a constituição em mora do fiduciante.

A alienação fiduciária em garantia é apenas “pano de fundo” do presente, porquanto tratamos – em verdade – de um contrato de mútuo, desde que se vislumbre o fiduciário como instituição financeira. Daí que parte da doutrina do Direito Comercial caracteriza referido contrato bancário como impróprio (COELHO, 2021, p.419), visto que prescindível tal condição para sua celebração (CHALHUB, 2009, p.155), caso em que tão somente não se aplicará ao mútuo o disposto no Decreto 911/69.

Como melhor destaca Caio Mário da Silva Pereira, em versão atualizada por Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho:

A alienação fiduciária é um contrato: a) bilateral, porque gera obrigações para o alienante e o adquirente; b) oneroso, porque beneficia a ambos – *proporcionando instrumento creditício ao alienante, e, assecuratório ao adquirente*; c) *acessório, uma vez que sua existência jurídica subordina-se à da obrigação garantida*, cuja sorte segue; d) formal, porque há de constar sempre de instrumento escrito (público ou particular). (2017, p. 382) (grifou-se)

A alienação fiduciária em garantia opera-se quando o agente, via de regra sem recursos para tomada de preço à vista no mercado, celebra com instituição financeira o contrato de mútuo com a finalidade de aquisição do bem móvel em específico.

Com efeito, a propriedade será constituída no patrimônio do fiduciário-mutuante (instituição financeira), enquanto o direito de fruição e a posse direta da *res* será do fiduciante-mutuário (agente), persistindo a coisa no patrimônio daquele até que seja adimplida a

totalidade da dívida, quando será transferida a propriedade (resolúvel) a este.

Desta é que se extrai forçosa adequação jurídica do instituto da alienação fiduciária em garantia, vez que não passível – embora substancia do ato – de conformação perante a matéria dos contratos (TARTUCE, 2021, p. 790-791), haja vista não se tratar de um direito pessoal de caráter patrimonial, e, concomitantemente, por tratar-se de garantia real “da própria coisa”, parte da doutrina reputa não versar acerca – exatamente – de um direito real de garantia (SCHREIBER, 2020, p. 1186), por dispor sobre a transferência de uma propriedade resolúvel.

A complexidade, no que tange ao vértice econômico, subsiste a um lado e facilita a outro, uma vez que o objetivo negocial dos agentes não se coincide, porque o fiduciário possui interesse na concessão do crédito e o fiduciante no bem a ser alienado futuramente em seu favor, face à vedação ao pacto comissório.

Por esta razão, o fiduciante, ao tomar a decisão racional em sujeitar-se a tal posição, não leva em consideração o verdadeiro valor da *res*, observa, outrossim, o preço do crédito, sobre o qual o agente fiduciário repassa o custo do inadimplemento. Nesse diapasão, a concessão do crédito é objeto negocial da instituição financeira e será tão mais cara conquanto maior o número de agentes inadimplentes, ao menos em situações normais de mercado.

A taxa de juros praticada na alienação fiduciária em garantia é reduzida pela segurança que aproveita ao fiduciário, enquanto proprietário do bem. Contudo, é majorada pela inadimplência de outros fiduciantes pretéritos ou provisionados pelo mutuante, vez que consubstancia custo repassado aos próximos que porventura celebrem o mesmo negócio.

A vantagem assinalada decorre da pretensão das partes contratantes e é de cunho metodológico, visto que a utilidade do fiduciário jaz compreendida monetariamente, ao passo que a do fiduciante poderá, seguramente, ser compreendida como o valor

equivalente ao preço do crédito, facilitando a construção de uma escala de bem-estar social, em que pese debruçado sob valores monetários.

2.1 LEI 10.931/04, A SÚMULA 284 DO STJ E O ADIMPLEMENTO SUBSTANCIAL

O Decreto 911/69 preconizava, tal qual o verbete sumular de nº 284 do STJ, a faculdade do credor em purgar a mora, desde que adimplido 40% (quarenta por cento) do valor do contrato, consoante Artigo 3º, §1º do diploma especial: “*Despachada a inicial e executada a liminar, o réu será citado para, em três dias, apresentar contestação ou, se já tiver pago 40% (quarenta por cento) do preço financiado, requerer a purgação de mora.*”.

A Lei 10.931/04 suprimiu o direito potestativo inserto ao texto, estabelecendo o que segue aos respectivos parágrafos primeiro e segundo:

§1º. Cinco dias após executada a liminar mencionada no caput, *consolidar-se-ão a propriedade e a posse plena e exclusiva do bem no patrimônio do credor fiduciário, cabendo às repartições competentes, quando for o caso, expedir novo certificado de registro de propriedade em nome do credor, ou de terceiro por ele indicado, livre do ônus da propriedade fiduciária.*
§2º. No prazo do § 1o, o devedor *fiduciante poderá pagar a integralidade da dívida pendente, segundo os valores apresentados pelo credor fiduciário na inicial, hipótese na qual o bem lhe será restituído livre do ônus.*
(grifou-se)

Como se infere do texto e da exposição de motivos, a intenção do legislador foi tolher o direito do fiduciante constituído em mora, após a busca e apreensão, em emendá-la visando a continuidade da relação

contratual, impondo-se como única alternativa a quitação integral do contrato.

A modificação trazida tem viés econômico, pois, afastando a necessidade de trânsito em julgado, promove célere alienação da *res* objeto da garantia, uma vez que o paulatino tramite processual culmina, em tese, na depreciação do bem, mormente na hipótese de financiamento de veículos.

Apesar do cancelamento da súmula que confere parcela do título do presente capítulo, consequência de nova interpretação face às alterações trazidas pela legislação de 2004, subsiste parcela significativa da doutrina que rejeita a imposição institucional quanto à impossibilidade de enjeito da prestação.

Sob o manto da adstrição integral ao texto, o STJ considerou (i) a intenção legislativa; (ii) em consequência da primeira, o respeito à vontade do legislador democraticamente eleito, atento à tripartição de poderes; (iii) adoção de critério de sobreposição pela especialidade do texto, à luz da generalidade do diploma consumerista, e verificável mitigação do princípio da conservação dos contratos; e (iv) consideração à autonomia de vontade das partes, em especial pela possibilidade de transação após a busca e apreensão.

Todavia, de singela constatação, aqueles que entendem pela vedação à purga da mora, o fazem pela irrestrita adstrição ao comando legal, desprezando quaisquer interpretações sistemáticas, sendo estes, a exemplo, Humberto Theodoro Junior e Fabio (2021, p. 786) e Ulhoa Coelho (2021, p.419).

Salutar que se observe – a fim de que parcela tão relevante do raciocínio não reste implícita – não haver quem discorde do teor do texto, o que pressupõe boa técnica legislativa. Aliás, em derradeiro exemplo, Stolze e Pamplona (2021, p.472) reconhecem o regramento pretérito como sendo aquele que melhor atende à função social do contrato, aquiescendo, entretanto, ao entendimento hodierno do STJ e o respectivo intento do legislador.

Nesse diapasão, os defensores de uma sobressalente possibilidade do fiduciante purgar a mora – mesmo que em momento ulterior à busca

e apreensão do bem móvel – consideram despicinda a supressão no texto específico, uma vez que, sendo a mora consequência da faculdade posta a favor do fiduciário, ter-se-ia permissão sua emenda a partir de uma interpretação sistemática das obrigações.

Importa consignar que as prestações incumbidas ao devedor-fiduciante compreendem prestações pecuniárias, de modo que dificilmente se verificaria o inadimplemento, ou seja, ao credor-fiduciário é interessante receber o valor acrescido dos encargos moratórios, de forma que não se deveria, ao menos sob esta ótica, afastar os predicados enunciadores da função social do contrato e preservação do avençado.

Destarte, válido o destaque das posições de Flávio Tartuce (2021, p.820-821) e Melhim Namem Chalhub (2009, p.172-189), nomes que convergem à existência da faculdade no que tange à purga da mora remanescer em vigor mesmo após a edição da Lei 10.931/04, através da aludida interpretação sistemática.

Tartuce dispensa especial atenção às relações de consumo quando adverte acerca da vedação à imposição de cláusula resolutiva ao consumidor (artigo 54, §2º do CDC) e constata a existência, em verdade, de uma nova faculdade ao fiduciante a partir da vigência da normativa atual, consubstanciado no pagamento integral do débito, porque entende manter-se inalterada a possibilidade em purgar a mora.

Contudo, dispensado maiores aprofundamentos acerca do tema, bem como em adstrição à proposta do presente, sob o dispositivo consumerista recaem discussões acerca de sua aplicabilidade à luz das peculiaridades do contrato de mútuo. Nesse não há, após a celebração do contrato e entrega do montante pecuniário pelo credor, qualquer outra obrigação em relação ao mutuante, ao passo que a exegese consumerista visa obstar o não-fornecimento de produto ou serviço.

A plausibilidade da manutenção do entendimento diverso, portanto, repousa no parágrafo único do artigo 395 do Código Civil, sobretudo pela destacada natureza do contrato de mútuo, donde

dificilmente se verificará a inutilidade da prestação ao ensejo da resolução do contrato.

Defendida por Chalhub como sucedâneo que consubstancia no ordenamento jurídico a manutenção da purga da mora nos contratos de alienação fiduciária em garantia, finda por não imiscuir, mas incluir como parcelar ao fundamento, a hipótese do adimplemento substancial, mormente pela prestação mutuada importar, via de regra, utilidade ao credor.

Decisão vinculativa do STJ, entretanto, suplantou entendimento reforçador do critério de sobreposição da espacialidade da norma e vedou que se aplique a teoria do adimplemento substancial nos contratos de alienação fiduciária em garantia.

O Recurso Especial nº 1.622.555 – MG, diante de um mútuo que compreendia 48 (quarenta e oito) parcelas, sobrevindo busca e apreensão ante a falta de pagamento de apenas quatro, entendeu pela inaplicabilidade do adimplemento substancial e a respectiva consolidação da propriedade ao fiduciário.

Impende concluir do bosquejo, que a atual posição institucional acerca do Decreto 911/69 está desvencilhada de quaisquer outros predicados gerais, desprezados ou suprimidos, no afã de assegurar o irrestrito cumprimento do contrato, a promover a eficiência da quitação do débito a partir da alienação mais célere possível da *res* objeto da garantia, uma vez que confere absoluta faculdade ao fiduciário em reputar inútil a prestação morosa.

2.2 O DETERMINISMO

As externalidades constituem conceito explorado por diversos juristas, não exclusivo daqueles enveredados ao diálogo do Direito e Economia. Buscam quantificar, estabelecer e, sobretudo, considerar o impacto que determinada medida institucional infligirá a um terceiro não inserto na relação.

A afetação do bem-estar social sob pessoa alheia ao negócio poderá ser favorável ou adversa (MANKIWI, 2015, p.208), contudo, dada a dificuldade em mensurar a positividade da externalidade, maiores atenções são voltadas àquelas negativas.

O escrito progressivo, de Luciano Timm, ilustra sobremaneira o raciocínio posto:

[...]em uma perspectiva econômica, ainda que não se renuncie à preponderância do interesse social, essa tese de utilização de critérios distributivos ou de direito público aos contratos (espaço privado) não faz sentido, pois acaba confundindo o interesse coletivo com a proteção da parte mais fraca (que, muitas vezes, espelha um interesse individual e não coletivo) ou mesmo com a redistribuição dos benefícios econômicos do contrato entre as partes arbitrariamente, descurando da autonomia privada. Nem sempre aquele interesse social significa interferir no contrato em favor de uma das partes. Ao contrário, exemplos recentes no mercado de crédito dão conta de que a interferência estatal no acordo entre as partes pode favorecer a parte mais fraca no litígio e prejudicar a posição coletiva, ao desarranjar o espaço público do mercado que é estruturado em expectativas dos agentes econômicos. (2008, p. 68)

A doutrina acima reveste-se de atual relevância e ostenta contornos de plausibilidade suficiente para criação de um pensamento não devidamente contestado. Para melhor elucidar, problemática semelhante é ilustrada no arcabouço da sociologia jurídica por Mascaro:

A se tomar esse velho prisma dos juristas, onde há sociedade, há direito. Este é um dos brocardos romanos, e a soma deles pareceu fornecer ao jurista uma completa sociologia jurídica banalizada, parelha

dos ditos populares, que ensejam uma sociologia vulgar às massas: o valor de uma reflexão sociológica de que onde há sociedade há direito é o mesmo de uma reflexão sociológica de que a voz do povo é a voz de Deus. *Visões desse naipe se impuseram sem que se qualificassem melhor essas afirmações reiteradamente apresentadas.* (2021, p.26) (grifou-se)

As primeiras linhas de obra de Calixto Salomão Filho (2019, p.25) denunciam idêntica circunstância ao tratar do neoliberalismo, ao afirmar que predicados ideológicos assumem “vestes de verdade científica”.

Verifica-se, portanto, que trabalhos deste jaez resultam efeito deletério que pode ser compreendido em dualidade de ordens. Vejamos:

Em primeiro, facilmente esbarra ao olvide de postulados constitucionais sobre a ordem econômica, ao passo que, evidentemente a eficiência econômica é desejável, todavia, o sopeso de garantias abalizadoras das relações econômicas, por mais que não aparente, é interessante e necessário ao capitalismo como sistema⁴¹⁸, o que justifica adoção de regimes diversos, pontuais, como o é a relação de consumo, trabalhista etc.

Noutro aspecto, a questão impende sob a paulatina formação – equivocada e superficial – da ideia sob a qual a revisão contratual ou a valorização de um direito individual, no caso do devedor, implicará, invariavelmente, em ineficiência econômica ao atingir negativamente demais agentes não inseridos na relação.

Toma forma, destarte, o determinismo ora instaurado e verificável, consistente em reputar indissociável a valoração de um direito aparentemente individual (V. g. protecionismo do consumidor) ao prejuízo a ser suportado pelo coletivo. A pretexto de diminuir os

418 “Observe-se enfaticamente que, embora a estatização e o intervencionismo estatal no domínio econômico possam aqui ou ali contrariar os interesses de um ou outro capitalista, serão sempre adequados e coerentes com os interesses do capitalismo.” (GRAU, 2006, p.42).

riscos tomados pelo mutuante e a possibilidade de célere quitação da dívida pelo mutuário, exsurtem mecanismos institucionais que atendem a esta suposta verdade.

A suposta verdade fora levada, em alguns casos, até última instância, donde se verificam escritos no âmbito da Análise Econômica do Direito que perseguem correlacionar a alta taxa de juros no Brasil ao que se convencionou chamar de viés anti-credor, que permearia a cognição do julgador, ao adotar postura de parcialidade em prol do devedor prestes a perder o bem objeto da alienação fiduciária.

Dentre os variados estudos que se prestaram a aludida correlação, supõe-se o prelúdio a partir de Armando Pinheiro (1996), que não encontrou evidência concreta, advertindo para a necessária análise detida de cada Estado. Dentre os outros trabalhos, Arida, Bacha e Lara-Resende chegaram a concluir sob os malefícios do favorecimento do devedor, apontando para atuação política dos magistrados brasileiros:

The quality of enforcement of guarantees is poor because both the law and the jurisprudence are biased toward the debtor. Even if the creditor has sufficient knowledge of the debtor and feels comfortable to lend to him for a long period, jurisdictional uncertainty will make his credit illiquid. If the original creditor needs the resources and has to sell its credit instrument, no one will be willing to buy it at a fair price. The credit cannot be fairly priced by someone who does not share the same knowledge of the debtor as the original creditor. (2005, p. 274-275)

Antes que se adentre ao mérito da (in)existência do viés anti-credor, portanto, importa destacar que *enforcement* contratual no mercado de crédito não é imprescindível à celebração do contrato e seu respectivo cumprimento. Isso porque o objeto negocial do fiduciário reside – justamente – na celebração do mútuo, o que tende a majorar sua capacidade em mitigar riscos e repassar eventuais prejuízos para futuros contratantes.

Destarte, a tese defendida que advém da adoção da “verdade” perfilhada não se furta a reconhecer que a prestação jurisdicional tem aplicação subsidiária e que transcende a relação bilateral do contrato de mútuo.

Trata o *enforcement* contratual, portanto, de possibilitar a circulação do crédito com menor deságio, uma vez que a assimetria informacional impede o pagamento de um preço justo pelo crédito já concedido, eis que apenas o credor originário conhece o fiduciante, de forma que a garantia jurídica se prestaria ao suprimento do vício informacional.

No que tange ao viés anti-credor, malgrado inúmeros artigos que defendam sua existência, nenhum deles fora capaz de revelar qualquer comprovação empírica. Inclusive, demonstrou-se inexistir evidências de um viés anti-credor ou anti-devedor, pontuando, contudo, a imprevisibilidade das decisões judiciais, que possuem preponderância em favor dos credores nas hipóteses de dívidas oriundas de investimentos, ou seja, no que tange ao objeto do presente – “a tendência do STJ é favorecer o credor, na comparação com os demais tipos de dívida.” (YEUNG; AZEVEDO, 2017, p. 343).

3. FUNÇÕES DE ECONOMIA E DIREITO

O Direito e a Economia podem ser definidos como funções diversas (POSNER, 2003, p. 40), sendo o primeiro responsável pela amplificação da segunda (GAROUPA; PORTO, p. 184-185) e, portanto, a complexidade das trocas impõe a proporcional sofisticação do Direito.

Trata-se de uma incumbência estatal, caracterizada pelo ônus em estabelecer direitos de propriedade claramente definidos e devidamente garantidos, sob pena de desestimular trocas produtivas, inviabilizando-as e obstando a alocação eficiente dos recursos.

A comparação feita Garoupa e Porto, ao tratar do direito de propriedade brasileiro aglutinado ao conceito em alusão, ilustra tratar-se o possessor de sujeito que goza da função econômica do bem imóvel, não oponível a terceiros com o mesmo rigor do direito legal

de propriedade que goza o agente com nome constante do registro em matrícula.

Sob a ótica das funções, portanto, o fiduciante ostenta a fruição do bem, o que se confunde à função econômica da coisa, porquanto o fiduciário é proprietário legítimo, de Direito, gozando da função jurídica.

A distinção aplicada, levada a efeito por Yoram Barzel (1997, p.3), é traduzida por Porto e Garoupa como se “Os Direitos Econômicos de Propriedade constituíssem o fim almejado pelos indivíduos, enquanto os Direitos Legais de Propriedade são o meio jurídico para que se alcance esse fim” (2022, p. 185).

O mútuo celebrado tem por objetivo final a constituição da propriedade do bem móvel em favor do fiduciante e o recebimento dos juros pelo fiduciário, destarte, o iter contratual é configurado pela distribuição/antecipação de direitos econômicos de propriedade em prol do fiduciante, que resta submetido ao fiduciário pelo seu direito legal de propriedade (sob a mesma coisa).

Por evidente que o direito atribuído ao fiduciário é substancialmente mais valioso, pois se presta a garantir a execução integral do avençado, sob pena de ser – o fiduciante – tolhido de seu direito econômico, tendo por consequência a desintegração da expectativa no que tange ao gozo pleno por este, consubstanciado na aquisição da função jurídica.

A distribuição dos direitos legais confere relevante segurança ao fiduciário no que se refere ao cumprimento da obrigação pelo fiduciante, apta a mitigar o risco moral imanente ao negócio jurídico pelo qual uma das partes tem por exaurida toda sua obrigação desde o início, porquanto a outra, pela própria natureza obrigacional, é diferida no tempo.

Em outras palavras, ao engendro de uma síntese conclusiva, o mútuo que tem por objeto a aquisição específica de um bem reveste a função econômica, que em tese, prescindiria do Direito (CALABRESI, 1968, p.67), tratando-se a alienação fiduciária de uma garantia da materialização da função jurídica, responsável por viabilizar trocas

deste jaez a partir da distribuição dos direitos, de modo a coagir o fiduciante a adimplir com as suas obrigações, uma vez que os custos de transação não são nulos.

Caracterizada a relação e distribuição dos direitos no âmbito da alienação fiduciária em garantia, nos incumbe doravante investigar o papel do Direito na relação posta, o que se deve aferir por intermédio de uma escada de coerência consentânea relativamente à eficiência, ou não, no que tange à vedação da purga da mora.

Nesse sentido, estabelecem os preceitos econômicos – considerando o ideal funcionamento de um mercado – que determinado bem finde por ficar com aquele que lhe atribua maior valor, desde que possa pagar-lhe o preço (COOTER; ULEN, 2004 p.94), de modo que, ter-se-ia a eficiente de alocação de recursos.

Outrossim, decorre da dinâmica obrigacional posta que, eventual busca e apreensão do bem móvel objeto da distribuição dos direitos de propriedade, pressupõe uma falha no acordo privado, sendo esta – *prima facie* – inexoravelmente imputada ao fiduciante, haja vista ter cumprido integralmente o fiduciário com seu encargo no ato da celebração do contrato.

Tratamos, portanto, da avaliação do remédio jurídico posto à disposição de uma das partes diante de contingências ocasionadas pelo fiduciante.

Desta feita, a análise econômica da vedação à purga da mora deve resultar da capacidade da medica em alocar eficientemente os recursos, subsumida aos respectivos objetos, sendo ao agente fiduciário, o crédito, e a coisa pela qual destinou-se o capital, ao fiduciante.

3.1 CIRCULAÇÃO, CRIAÇÃO E ALOCAÇÃO

Os contratos para análise econômica do direito diferem-se da tradicional doutrina civilista em aspectos de imprescindível exame. Primeiro, pois, as hipóteses de entrega de dinheiro aglutinada à

respectiva tradição da coisa são afastadas, conceitualmente, do arcabouço contratual para a Análise Econômica do Direito e reputam-se estas meras trocas dentro de um mercado.

No que tange ao escopo do presente, portanto, os contratos consistem na vinculação de partes, em detrimento das opções que constam do mercado, tratando-se de uma alternativa deste (PORTO; GAROPA, 2021 p.206), suplantando, ainda, para que desta forma se reconheça, o aspecto temporal.

Isso porque é imanente ao contrato – em seu sentido econômico – o seu diferimento no tempo e a relevante existência de incerteza, dada a vinculação das partes que findam por obrigar-se a prestação futura de entrega de coisa que se torna, a partir da vinculação, indisponível aos outros agentes do mercado. Trata-se, pois, de um elo que consubstancia a renúncia em dispor do objeto a outrem, mesmo as circunstâncias do tempo tornem a vinculação desvantajosa.

Derradeiro aspecto impende considerarmos – diferente da finalidade ilustrada pela doutrina civilista tradicional – que os contratos não circulam riquezas, mas as criam. Explico-me: para que uma venda ocorra, ressalvado vícios contratuais, mister seja um negócio que contemple uma vantagem sinalagmática, ou seja, determinado agente apenas disporá de determinada coisa caso a prestação oferecida seja, ao menos, maior do que a utilidade pelo mesmo atribuída. Esta vantagem pode ser chamada de excedente econômico.

A estruturação das cláusulas contratuais deve restar conformada, portanto, no sentido de garantir que a nenhuma das partes seja possível desfazer o vínculo em razão de melhor oferta no mercado, isto pois, não é incomum que o diferimento no tempo demonstre melhores oportunidades de alocação àquele ativo anteriormente comprometido. Importa dizer, o inadimplemento pode vir a ser eficiente, mormente se considerarmos a maximização do auto interesse, em caso de ausência de travas garantidoras da aludida vinculação.

Dada a distribuição de direitos de propriedade declinada ao capítulo precedente, há rigoroso remédio contratual que torna forçosa a eficiência que decorre do inadimplemento pelo fiduciante. Embora

não se deva olvidar o risco moral imanente ao negócio fiduciário, o risco da atividade explorada pelo credor não deve ser mitigado pelas instituições, uma vez que tal medida pressupõe a interferência na autonomia de vontade das partes.

Pela perspectiva econômica dos contratos recaí dinâmica propiciadora de certo descompasso sob a conceituação de Chalhub (2004, p.182), no sentido de que o contrato de mútuo encerra as obrigações do fiduciário, que se obriga a receber as parcelas no período aprazado, a partir da destinação do capital. Dessa forma, o dinheiro que se torna indisponível em razão da vinculação das partes não deve retornar ao mercado antes de seu tempo, por melhor que sejam as ofertas atuais.

A perspectiva funcional inculcada ao raciocínio erigido demonstra, a partir da análise econômica, ser a imposição da resolução do contrato através da vedação à purga da mora – embora o mundo do Direito insista tratar como inadimplemento do fiduciante –, em verdade, inadimplemento do fiduciário, ao passo que esse se recusa a receber o valor corrigido com todos os encargos moratórios e multa.

Trata-se, pois, de uma faculdade de desvinculação do ativo do fiduciário, visando sua realocação, caso seja do seu interesse o fim da relação contratual.

Na esteira do exposto por Chalhub (2004, 175-176), no âmbito da relação bilateral, é evidente que – *prima facie* – se presume o interesse do credor na percepção da totalidade dos juros pactuados, e, portanto, uma vez que a consequência da resolução antecipada do contrato importa a mitigação destes (do percebimento dos juros), não haveria razão para que não se permita a purga a mora e a continuidade ao contrato.

Ocorre que a relação bilateral não é suficiente para que se elucide as razões para tal tomada de decisão pelo fiduciário, tornando imprescindível observar, para tanto, o feixe contratual ínsito à atividade do fiduciário e as vantagens que decorrem do seu inadimplemento (desvinculação do fiduciário).

Salutar levantar duas questões que justificam o exercício desta faculdade – mesmo que aparentemente desvantajosa – pelo credor fiduciário.

A primeira dela é que há indiscutível oligopólio no mercado de crédito brasileiro, de tal modo que se faz dispensável até mesmo a apresentação de dados que corroborem tal afirmação. A formação desse oligopólio consubstancia uma falha de mercado, tendo por principal revés o fato de o fiduciário não atuar como um tomador de preço, vez que seu *market share* permite influência direta sobre o preço do crédito e determina praxes (indissociáveis da condição⁴¹⁹) mercadológicas com demais concorrentes de maneira facilitada.

Desta sucede que, independentemente da taxa de juro praticada pelo mercado – se maior ou menor do que aquele aplicado ao ativo indisponibilizado em razão da vinculação – a realocação sempre será ao menos satisfatória, senão vantajosa, ao agente fiduciário.

Por segundo, o escopo da garantia da alienação fiduciária de bens móveis – comumente veículos – tem, pela própria natureza, rápida depreciação, o que torna a coisa em garantia cada vez menos vantajosa ao credor e implica no seu desinteresse pela manutenção da avença de forma que o desinteresse contratual do fiduciário aumenta proporcionalmente ao seu tempo de vigência.

A possibilidade de influência no preço do crédito – sem olvidar a praxe instituída – aglutinada a depreciação da *res* alienada fiduciariamente, tende a tornar mais vantajoso ao credor fiduciário a resolução antecipada, haja vista que o prêmio pela realocação dos recursos, mesmo que porventura a uma menor taxa de juros, não será capaz de superar a renovação de uma garantia ainda não depreciada.

Destarte, a desvinculação – diga-se, inadimplemento – do credor fiduciário será sempre eficiente à luz de infinitos negócios de mesmo jaez celebrados, dada a desproporção entre compradores e vendedores.

419 Embora superada a ideia de que contratos de adesão podem indicar a existência de concorrência imperfeita, a praxe inflexível subsiste e pode, destarte, sugerir sua existência e correlação, ao menos no que tange ao objeto do presente. (KESSLER, 1943, p. 637) (COOTER; ULEN, 2004, p.364)

Decorre desta, portanto, cabal desequilíbrio contratual entre as partes no que tange aos prêmios de desvinculação do negócio fiduciário, ao passo que permite a tomada do bem que estava em posse do fiduciante, desconsiderando-se o risco inerente ao negócio tomado pelo credor anteriormente, sem trazer à este qualquer prejuízo – em contrário, a resolução do contrato lhe possibilita realocar recursos de forma invariavelmente vantajosa e oferta saída lucrativa aos erros cometidos pelo explorador do crédito.

3.2 FALHA DO ACORDO PRIVADO E SOLUÇÕES INSTITUCIONAIS

Dispensada qualquer precisão relacionada às práticas de mercado, é plausível que se vislumbre a celebração de um contrato de alienação fiduciária em garantia de um veículo com preço de R\$80.000,00, com taxa total de juros de 60% e pagamento em 48 prestações mensais.

Em termos de utilidade, sendo a intenção do fiduciante a aquisição dos direitos legais de propriedade da coisa, porquanto de imediato lhe serão antecipados os direitos econômicos, tem-se atribuído ao veículo o valor de R\$128.000,00. Constata-se, assim, excedente econômico de, ao menos, R\$48.000,00 somente pela utilidade do bem, que somar-se-á ao excedente do fiduciário relativamente ao seu capital empregado, também no mesmo importe, gerando um excedente total de R\$96.000,00 caso o contrato seja integralmente adimplido.

Diante, contudo, de uma falha no aludido acordo privado – mora na prestação devida pelo fiduciante – e a respectiva busca pela tutela jurisdicional, a resposta institucional deve – sob a ótica da Análise Econômica do Direito – observar ao menos um de dois critérios, a saber: O Teorema Normativo de Hobbes ou o Teorema de Coase.

Trata-se de descobrir se o Poder Judiciário, considerando a existência de teses plausíveis tanto para o credor quanto para o devedor, ao perseguir eficiência econômica, deve minimizar os danos causados, seguindo-se o Teorema Normativo de Hobbes ou remover

impedimentos ao acordo privado, em consonância com o Teorema de Coase (COOTER; ULEN, 2004 p. 92).

A distribuição dos direitos nos contratos de alienação fiduciária em garantia, como já exposto alhures, é satisfatória, conduzindo a custos baixos de execução contratual. Todavia, o desequilíbrio consistente no prêmio de desvinculação do credor impede a negociação entre as partes, haja vista que, mesmo sendo possível ao fiduciante o ressarcimento de todo o prejuízo decorrente da mora, será sempre mais vantajoso ao credor a resolução antecipada.

Ocorre que a aplicação do precedente – ou do estrito texto legal – nem sempre é o mais eficiente, como parece no que tange à vedação à purga da mora. Isto pois, o *enforcement* contratual sob análise, embora contribua sobremaneira à eliminação dos custos de transação, não finda por cumprir seu objetivo máximo, quer seja, a facilitação das negociações privadas, ao passo que o fiduciário e o fiduciante encontram-se em melhor posição para atribuir valor à coisa (PORTO; GAROPA, 2021, p.190), sendo a vedação à purga da mora obstáculo endógeno às negociações privadas.

Nesse diapasão, é evidente que a aplicação do Direito visando à eficiência econômica reside na aplicação do Teorema Normativo de Hobbes e deve buscar minimizar os prejuízos da falha no acordo privado, investigando-se os efetivos custos de informação, os quais, por sua vez, se condicionam à ciência de qual das partes dá maior valor ao bem.

Para que se aplique, contudo, o teorema, é imprescindível que os custos de informação sejam baixos, haja vista que a vedação à purga da mora pressupõe um agente moroso que está sendo obstado em ressarcir o prejuízo e continuar o contrato frente ao exercício da faculdade do credor para resolvê-lo. Também é preciso apurar os custos de transação inerentes à resolução do contrato.

Como demonstram Cooter e Ulen (2004, p.94), sendo Custo de Informação (CI) e Custo de Transação (CT), em havendo falha no acordo privado, assim deve-se proceder:

CI < CT = alocar o direito para o agente que mais o valoriza;
CT < CI = aplicar o precedente (ou a Lei, no caso do direito brasileiro).

A resolução do contrato implica na venda – ante a vedação do pacto comissório – da coisa pelo fiduciário, e, uma vez que, ao remonte do exemplo suscitado ao introito deste capítulo, o bem já passou, neste momento, a ter valor inferior aos R\$80.000,00, face à sua natural depreciação, de forma que o valor resultante àquele jamais superará o valor de R\$128.000,00 atribuído inicialmente pelo fiduciante, em termos de utilidade.

Conclui-se, portanto, que, havendo o devedor capacidade de pagamento suficiente para cobrir os prejuízos havidos pelo fiduciário, compreendidos nestes multa, juros e honorários de advogado, a manutenção do contrato seria eficiente. Do contrário, permitir-se-ia a destruição de riqueza que favorece o fiduciário em razão de seu próprio inadimplemento, ou seja, da sua recusa na purgação da mora.

No entanto, o Direito passou a considerar, neste regime em específico, em contrariedade à perspectiva acima a posta, a gratuita desvinculação do credor em inadimplemento do devedor, premiando àquele.

A recusa da prestação que envolve os encargos moratórios pelo fiduciante, aglutinado ao conceito contratual da vinculação das partes, permite considerarmos que a falha do acordo privado – a contingência – decorre de erro mútuo: a mora do fiduciante e a recusa da prestação enfeitada pelo fiduciário.

Ainda, que possível, não abrange o presente discussões sobre eventual impossibilidade do cumprimento dos contratos, caso em que se adotaria a teoria do risco para descobrir a qual parte deve ser atribuído o direito. Pretende-se tão somente demonstrar que a purga da mora, *de per se*, demonstra a possibilidade de continuidade da avença, tornando despiciendo a discussão acerca de quem deve arcar com superveniente contingência, pois não temos a inexequibilidade da prestação, ao contrário, vislumbra-se a negação desta.

Isto pois, a imputação da responsabilidade sobre a contingência é matéria que apenas merece análise quando da impossibilidade absoluta do cumprimento contratual, quando seria totalmente impossível e inviável a purgação da mora, como o caso do cirurgião que quebra sua mão antes de realizar cirurgia ou de famoso artista que, antes de pintar a tela que lhe incumbia, vem a falecer.

Nesse sentido, uma vez que – majoritariamente – tratamos de contrato de adesão, somado ainda às circunstâncias retro aludidas acerca do oligopólio no mercado de crédito, tem-se patente falha de governo ao criar tal hipótese de inadimplemento, precipuamente face ao desequilíbrio contratual que decorre do prêmio conferido ao fiduciário por sua desvinculação ao negócio jurídico.

3.3 UTILIDADE E BEM-ESTAR SOCIAL

Como destacado nos capítulos que precedem, os contratos para análise econômica são capazes de criar riquezas, este aliás, é o motivo pelo qual as trocas venham a ocorrer quando consideramos os custos de transação inerentes a qualquer tradição, sendo necessário a existência de um excedente para ambos os agentes.

Ocorre que o excedente não necessariamente é de cunho monetário, visto que as pessoas atribuem utilidade a determinados bens não puramente pelo seu valor de mercado (V.g. um bem de herança deixado por um ente querido), mas sim pelas vantagens subjetivas que são capazes de visualizar na coisa.

Em adstrição ao caso concreto, é possível se atribuir maior ou menor grau de utilidade a depender do agente. Por evidente que a pessoa de vida pacata, caseira e que prefere passeios de bicicleta atribui utilidade menor a um veículo do que o indivíduo que tem por lazer viajar com a família ao litoral todos os feriados.

Porque imprescindível aferir objetivamente – desprezada, por óbvio, a precisão – uma escala de valor, utiliza-se o dinheiro como métrica.

A análise do instituto em apreço não restará prejudicada por quaisquer possíveis falhas de mensuração, ao passo que o bem entregue pelo fiduciário é o próprio dinheiro, e, por derradeiro, a aquisição do veículo através do crédito pelo fiduciante demonstra a ele elevado excedente econômico em termos de utilidade frente aos juros amiúde praticados e o valor da coisa visada.

Por derradeiro, importa a análise da motivação dos agentes na alienação fiduciária em garantia, sendo que as mais detidas – notadamente àquelas dos chamados economistas éticos – desprezam predicados do amor-próprio, valendo-se da absoluta presunção do comportamento sempre autointeressado dos agentes econômicos⁴²⁰.

Malgrado a prudência deva acompanhar estas singelas fórmulas, se presta a presente análise de contratos pautados na impessoalidade, sendo plausível a adoção da presunção quanto à utilidade.

Do bosquejo, retornemos ao exemplo anteriormente suscitado, no qual celebrado contrato de alienação fiduciária em garantia, referente a um veículo de preço de R\$80.000,00, pactuadas 48 prestações mensais, com taxa de juros total de 60%.

Considerando-se que o veículo objeto do contrato nunca tenha sido utilizado, presume-se que sofrerá depreciação de 10% do preço original logo após a celebração do contrato, além de mais 10% de desvalorização anual.

Restou estabelecido alhures que a troca decorrente deste contrato criaria um excedente total de R\$ 96.000,00. Para o fiduciante, o excedente seria de R\$ 48.000,00. Contudo, deve ser um tanto minorado em relação ao fiduciário, haja vista que a entrega do dinheiro sem imposição de juros não lhe interessaria, pelo que, na presente análise, considerar-se-á o seu excedente no valor de R\$35.000,00.

Nesse diapasão, em hipotética conclusão contratual há uma alocação de recursos – em termos de utilidade – de R\$128.000,00 para

420 “A visão da racionalidade como autointeresse implica, *inter alia*, uma decidida rejeição da concepção da motivação “relacionada à ética”. Tentar fazer todo o possível para obter o que gostaríamos pode ser parte da racionalidade, e isso pode incluir o empenho por objetivos desvinculados do autointeresse, os quais podemos valorizar e desejar promover.” (AMARTYA SEN, 1999, p. 31)

cada uma das partes, ao passo que o excedente econômico efetivo seria de apenas R\$83.000,00, como exposto.

A superveniente falha no contrato de diferimento no tempo deve considerar os fins de alocação de recursos almejados inicialmente pelas partes. Portanto, constituída a mora (*ex re*) e havendo a busca pela tutela jurisdicional, três são as condutas que poderia tomar o devedor, quer seja purgar a mora através do pagamento de todas as parcelas vencidas acrescidas dos consectários contratuais; pagar integralmente o débito remanescente do contrato, amortizando-se parcela da dívida; ou, simplesmente deixar de pagar a dívida, caso em que o fiduciário poderia o fiduciário resolver o contrato ou continuá-lo, mediante composição do débito.

Suponhamos que a falha no acordo ocorra quando já cumpridos 50% do contrato, ter-se-iam os seguintes *payoffs*:

Tabela 1

| Fiduciante | | Fiduciante | |
|------------|------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| | | Continuar O Contrato | Resolver O Contrato |
| | Purgar A Mora | 128 _u ; 128 _u | - 104 _u ; 120 _u |
| | Pagar A Integralidade | * | 128 ; 104 |
| | Deixar De Pagar | 128 _u ; 80 _u | - 104 _u ; 120 _u |

Na situação ilustrada, o pagamento da integralidade da dívida, embora consubstancie melhor alternativa ao fiduciante, nem sempre será possível diante de sua própria possibilidade financeira, caso em que, restarão as possibilidades de emenda da mora e do não pagamento, que subsume-se à cooperação ou não das partes. Vejamos:

Tabela 2

| Fiduciante | | Fiduciante | |
|------------|--------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| | | Cooperar | Não Cooperar |
| | Cooperar | 128 _u ; 128 _u | - 104 _u ; 120 _u |
| | Não Cooperar | 128 _u ; -16 _u | - 104 _u ; 120 _u |

Impõe-se elucidar que a não cooperação do fiduciante disposta na tabela 2 pressupõe que tenha havido cooperação anterior entre as partes, permitindo a manutenção do contrato. Sua não cooperação decorreria de uma reiterada conduta morosa para que possamos analisar o risco tomado pelo fiduciário no que tange à escolha que lhe cabe.

O exposto, todavia, não consubstancia matéria aplicável a teoria dos jogos, uma vez que não cabe – dada estrutura institucional vigente – a adoção de qualquer estratégia pelo fiduciante, restando este vinculado a escolha do credor, ressalvado o pagamento integral do débito, que, como demonstrado, é de diminuta possibilidade. Cabe ao fiduciário, pois, a efetiva escolha entre cooperar ou não cooperar, sendo o bem-estar social equivalente a somatória da utilidade de ambos.

Em que pese a possibilidade do fiduciante não cooperar futuramente, deve-se presumir que não o fará, visto da ocorrência de nova falha no acordo privado decorrerá redução de seu bem-estar, sem olvidar que a escolha sempre caberá ao credor, o que nos remeterá a uma análise de igual teor.

A relação das partes guarda inicialmente a alocação de R\$128.000,00 ao fiduciante (128) e R\$80.000,00 ao fiduciário, culminando a não cooperação, nos termos do exemplo acima declinado, em R\$104.000,00 negativo ao fiduciante e R\$ 120.000,00 ao fiduciário.

A cooperação, por outro lado, alocaria R\$256.000,00 ao todo, valor superior ao estado inicial de ambas as partes. Destarte, a medida

institucional de óbice à cooperação é rejeitada, em absoluto, perante critérios da otimalidade de Pareto.

Ocorre que a melhora na situação do credor é eficiente sob os critérios de Kaldor-Hicks, definidas deste modo por Posner: “De acordo com a definição de Kaldor-Hicks de eficiência... uma realocação de recursos é eficiente se permite que os ganhadores compensem os perdedores, quer eles realmente o façam ou não. Isso é equivalente para a maximização da riqueza” (1983, p. 62).

Não se deve olvidar que o teorema de Kaldor-Hicks foi construído como alternativa aos predicados do ótimo de Pareto (BOSTANI, 2012, p. 2.036) e, ao menos no caso concreto, aquele não deve ser aplicado, haja visto que a utilidade foi mensurada de modo satisfatório, sendo desnecessário considerar a maximização de riqueza, que, em verdade, conduz a deletéria concentração de renda.

A natureza da relação contratual e a respectiva presunção da utilidade atribuída pelos agentes ostenta margem suficiente para que se afirme que o fiduciante atribui maior valor à coisa, bem como não se pode presumir, caso purgue a mora, que não possa pagar-lhe o preço.

Conclui-se, pois, que a eficiência econômica da medida obstativa à manutenção do contrato não pode ser extraída a partir de nenhum destes critérios, tratando-se de legitimidade institucional outorgada para desvinculação de um agente em detrimento de outro, ao engendro de consequente violação de direito não consentida, circunstância inerente a um “sistema sempre em busca de padrões genéricos para orientar seu direito causídico” (SALOMÃO FILHO, 2019, p.60), como defendem Bostani e Alekpoor (2012, p. 2.035).

4. ESTABELECENDO HIPÓTESES

Cumpre-nos em derradeiro capítulo sedimentar as hipóteses erigidas ao longo de todo o trabalho a fim de que sejam testadas.

Nesse diapasão, a primeira das hipóteses levantadas dispõe acerca da existência de um determinismo jurídico-econômico que

enuncia que a proteção do fiduciante seria sinônimo de prejuízo coletivo.

Por conseguinte, temos que a alienação fiduciária em garantia de bens móveis no Brasil é suficientemente estruturada no que tange à distribuição de direitos relativamente à vinculação do fiduciante perante o fiduciário.

Sucedo que a força vinculativa dos contratos é desequilibrada e vantajosa ao credor fiduciário, uma vez que a vedação à purga da mora consubstancia faculdade em seu prol, consistente em reputar inadimplida a prestação, que na verdade é tão somente morosa.

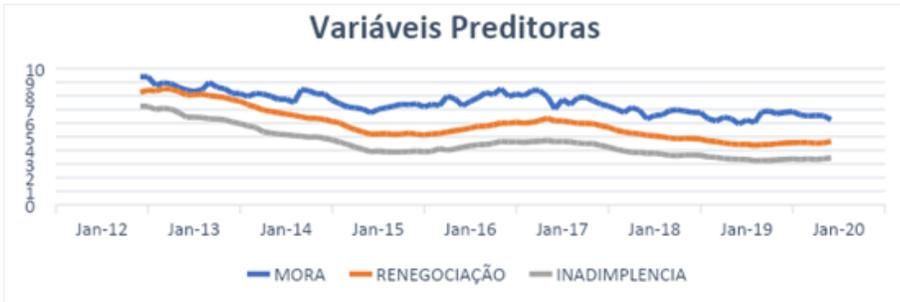
Decorre da segunda e terceira hipótese que ao fiduciário é, via de regra, mais vantajoso a resolução forçada do contrato, em decorrência da depreciação da garantia e do oligopólio tornar satisfatório qualquer contrato futuro de mesma espécie, o que explicaria a praxe das instituições financeiras no que tange ao exercício da faculdade, ainda que seja mais eficiente a manutenção contratual sob o ponto de vista bilateral.

Para que se demonstre a plausibilidade das hipóteses acima elencadas, adota-se uma análise de regressão linear múltipla. Nesse diapasão, temos como variável de resposta (y) o volume da carteira de crédito relativa ao financiamento de veículos no Brasil, compreendidas pelo período de 06-2012 até 12-2019, momento que antecederia a pandemia do Covid-19.

As variáveis preditoras representam as três ocorrências possíveis relacionadas ao fiduciante, sendo a mora na prestação devida (X_1), renegociações que envolvem concessões mútuas entre fiduciário e fiduciante (X_2), e, por derradeiro, a inadimplência (X_3)⁴²¹, que devem interferir proporcionalmente de forma negativa na oferta de crédito, uma vez que enuncia erro do agente tomador de risco:

421 Mora equivale a prestações em atraso há mais de 15 dias, limitado a 90; Renegociações são determinadas pelas operações vencidas e convertidas em operações a vencer, sem pagamento integral dos valores em atraso e; Inadimplência são as operações em atraso há mais de 90 dias, o que pressupõe, na praxe bancária, a busca pela tutela jurisdicional e respectiva falha nos acordos privados. (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>)

Gráfico 1



Conforme dados constantes, a análise regressiva é representada por:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \beta_3 X_{i3} + \beta_p x_{i,p} + \epsilon_i(1)$$

As variáveis foram dispostas de forma crescente em relação à potencial lesão ao contrato, haja vista tratar-se a mora de contingência menor, interseccionada por aquela moderada, culminando na derradeira, mais grave.

Tabela 3⁴²²

| <i>Estatística de regressão</i> | |
|---------------------------------|---------|
| R múltiplo | 0,67 |
| R-Quadrado | 0,45 |
| R-quadrado ajustado | 0,43 |
| Erro padrão | 1136,82 |
| Observações | 91,00 |

| ANOVA | | | | | |
|-----------|-------|--------------|------------|-------|-------------------|
| | gl | SQ | MQ | F | F de significação |
| Regressão | 3,00 | 91641260,87 | 30547086,9 | 23,64 | 0,00 |
| Resíduo | 87,00 | 112434755,70 | 1292353,51 | | |

422 Valores da Carteira em milhões.

| | | | | | | | | |
|-------------------------|--------------|--------------|--------|---------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total | 90,00 | 204076016,57 | | | | | | |
| | Coeficientes | Erro padrão | Stat t | valor-P | 95% inferiores | 95% superiores | Inferior 95,0% | Superior 95,0% |
| Interseção | 21762,74 | 1677,35 | 12,97 | 0,00000 | 18428,84 | 25096,65 | 18428,84 | 25096,65 |
| Variável X ₁ | -2147,53 | 321,53 | -6,68 | 0,00000 | -2786,59 | -1508,46 | -2786,59 | -1508,46 |
| Variável X ₂ | -2851,19 | 980,96 | -2,91 | 0,00463 | -4800,95 | -901,43 | -4800,95 | -901,43 |
| Variável X ₃ | 4177,41 | 1076,14 | 3,88 | 0,00020 | 2038,48 | 6316,35 | 2038,48 | 6316,35 |

A regressão linear múltipla cumpriu demonstrar a relação de influência que as variáveis erigidas possuem na concessão do crédito para fins de alienação fiduciária em garantia. Outrossim, o resultado do (F) de significação reporta correlação de capital significação estatística, de igual modo valendo-se os valores individuais (-p), não havendo variáveis a serem desprezadas.

Versando acerca de contingências crescentes relativamente a sua gravidade e potencial lesividade à manutenção dos contratos, dever-se-ia apresentar impacto negativamente proporcional, no entanto não é o que se verifica dos coeficientes:

$$\hat{y} = 21.762,74 - 2.147,53X_1 - 2.851,19X_2 + 4.177,41X_3 \quad (2)$$

Os resultados de regressão sugerem que o aumento percentual da mora gera um impacto negativo na concessão do crédito equivalente a quantia de 2,147 bilhões, porquanto as renegociações que dependem de concessões mútuas geram um desestímulo na concessão proporcional à gravidade da contingência anterior, contabilizado em 2,851 bilhões.

Todavia, a variável que concerne à inadimplência demonstra efeito diametralmente oposto e sugere a ampliação da concessão de crédito em 4,177 bilhões, embora se esperasse apresentação de resultado negativo proporcional aos demais.

Todas as hipóteses aventadas como falhas no acordo privado – contingências – se revestem de importam, por via oblíqua, em

imperícia do fiduciário, que entregou dinheiro a quem não pôde honrar com suas obrigações.

Vis a vis, cada uma destas contingências traz impacto maior ou menor na concessão de crédito, fator intrinsecamente relacionado ao tamanho da respectiva carteira, uma vez que, para que se entregue o dinheiro ao fiduciante, este necessariamente será submetido a análise prévia, levada a efeito pelo fiduciário.

Destarte, qualquer uma das contingências conduz – ou deveria conduzir – a maior rigor quando da aludida análise, comprimindo, de forma proporcional à contingência, sua respectiva oferta.

Verifica-se, todavia, que embora as contingências menores, diga-se a ocorrência de mora e de renegociações, revelem proporcional desestímulo, o “inadimplemento” resultou, na aplicação da regressão linear múltipla, substancialmente dissociado, conquanto impulsiona novos negócios ao invés de reprimi-los, ofertando margem estatística à tese sustentada alhures no sentido de que a criação institucional de vedação à purga da mora é, de fato, inadimplemento do fiduciário operada por intermédio de um prêmio de desvinculação.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir do presente trabalho constata-se que, malgrado o instituto da alienação fiduciária em garantia guarde pouca compatibilidade com o ordenamento jurídico brasileiro, a estrutura jurídica conferida possui amálgamas satisfatórias, mormente no que tange à distribuição de direitos e vinculação das partes.

Todavia, a atividade legiferante que culminou na edição da Lei 10.931/2004 não é capaz de atingir seus objetivos.

Em que pese a diminuição nos custos de transação oriundos do paulatino tramite processual, a faculdade entregue pelo legislador e confirmada pelo judiciário ao credor fiduciário desestimula a realização de acordos privados, mesmo que se vislumbrem baixos custos de execução.

Partindo do pressuposto que o conteúdo jurídico obrigacional torna possível ao julgador a manutenção da avença, é possível que sua não ocorrência decorra do determinismo jurídico-econômico consistente em reputar prejudicial – aos demais agentes não insertos na relação – a interpretação favorável ao devedor, tese que é reforçada a partir do viés pró-credor no âmbito do STJ revelado pelos métodos empíricos de Yeung e Azevedo.

Dada a clara distribuição dos direitos, aliados ao baixo custo de informação, tem-se concomitantemente que a vedação à purga da mora não produz eficiência econômica, uma vez que o devedor moroso que oferece a prestação apresenta o binômio necessário para que permaneça na relação contratual, quer seja, trata-se daquele que mais atribui valor a coisa e possui capacidade de pagamento.

O baixo custo de aferição da utilidade implica, outrossim, no afastamento do teorema de Kaldor-Hicks em detrimento de Pareto, modo pelo qual, mesmo que em determinadas situações vislumbrem-se ganhos superiores à perda e a respectiva maximização de riqueza, viria esta em detrimento de patente destruição de utilidade verificável, isto é, a maximização de riqueza é critério alternativo ao bem-estar social lastreado na utilidade.

Nesse diapasão, a compreensão da racionalidade, no que se refere a utilização da faculdade de desvinculação (inadimplemento) pelo fiduciário, requer seja considerado o nexus contratual que se submete o credor, ao passo que a não conclusão do contrato dificilmente se demonstrará a melhor escolha, sob o ponto de vista bilateral.

A imposição do fiduciário, contudo, é estimulada pela célere depreciação da coisa alienada fiduciariamente, bem como pelo oligopólio de crédito existente no Brasil, tornando preferível a renovação da garantia através de nova celebração contratual, que resta sustentada pela capacidade de influência no preço do dinheiro.

Por derradeiro, a análise de regressão linear múltipla, corrobora com as hipóteses delineadas, visto que a inadimplência, ao contrário do que deveria presumir, enseja um aumento na oferta do crédito,

porquanto o atraso nas parcelas, bem como acordos privados desestimulam o aumento da carteira.

Destarte, a vedação à purga da mora trazida no Decreto 911/69 não produz eficiência econômica, tampouco bem-estar social. Cria, em verdade, permissão de desvinculação ao fiduciário, que finda por tornar o contrato de alienação fiduciária em garantia um instrumento viciado por substancial desequilíbrio, obstando a permanência da coisa àquele que mais lhe atribui valor, mesmo que possa pagar-lhe o preço.

Nesse sentido, a vedação à purga da mora promove estímulo à destruição de riquezas ao transformar, juridicamente, o inadimplemento do fiduciário em inadimplemento do fiduciante, tornando a concessão imprudente do crédito lucrativa em detrimento de sua função social, e, como ilustrado, econômica.

REFERÊNCIAS

ARIDA, Persio; BACHA Edmar Lisboa; LARA – RESENDE, André. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago (eds.) Inflation targeting, debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003. Cambridge: Mit Press, 2005.

BARZEL, Yoram. Economic analysis of property rights. Cambridge; New York: Cambridge University Press, 1989.

BOSTANI, Mostafa; MALEKPOOR, Alireza. Critical Analysis of Kaldor-Hicks Efficiency Criterion, with Respect to Moral Values, Social Policy Making and Incoherence. *Advances in Environmental Biology*, 6(7): 2032-2038, 2012, p. 2032-2038.

BRASIL, Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais, disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizar-series/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, acesso em: 14/03/2023

BRASIL. Decreto-Lei Nº 911, de 1º de outubro de 1969. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/del0911.htm, acesso em 14/03/2023.

CAVALCANTI, José Paulo. O penhor chamado alienação fiduciária em garantia, Recife, 1989.

CHALHUB, Melhim Namem. Negócio fiduciário. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

COASE, Ronald H. The firm, the market and the law. The University of Chicago Press, 1988.

COASE, Ronald H.. The Problem of Social Cost, 3 J. L. & Econ. 1 (1960)

COELHO, Fabio Ulhoa. Novo manual de direito comercial: direito de empresa. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2021.

COOTER, R.; ULEN, T. (2004). Law and Economics (4th ed.), Pearson Education, Inc.

COSTA, Mário Júlio de Almeida. Alienação fiduciária em garantia e aquisição da casa própria (Notas de Direito Comparado), artigo publicado na Revista dos Tribunais, v. 512, jun. 1978, p. 11-19

GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. Manual de direito civil: volume único. São Paulo, Saraiva jur, 2021.

GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988: São Paulo: Malheiros.

KESSLER, Friedrich. Contracts of Adhesion: Some Thoughts About Freedom of Contract, 43 Colun. L. Rev. 629 (1943)

MANKIWI, N. Gregory. Macroeconomia. 8ª ed. LTC: Rio de Janeiro. 2015.

MASCARO, Allyson Leandro. Filosofia do Direito. 9ª ed. São Paulo, 2022.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de direito civil, vol. IV. Rio de Janeiro, Forense, 2013.

PINHEIRO, Armando Castelar. Judicial System Performance And Economic Development. Rio de Janeiro: BNDES, 1996.

PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nuno. Curso de análise econômica do direito, 2. ed., rev., atual. e ampl.: Barueri, Atlas, 2022.

POSNER, Richard A. Economic analysis of law: New York, Aspen, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade, São Paulo, Saraiva jur, 2019.

SCHREIBER, Anderson. Manual de direito civil contemporâneo. São Paulo, Saraiva jur, 2020.

SEN, Amartya. Sobre Ética e Economia.; tradução Laura Teixeira Motta; Rev. Tec. Ricardo Doninelli Mendes. – 1ª e.: São Paulo: Companhia das Letras, 1999.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. RECURSO ESPECIAL Nº 1.418.593 - MS (2013/0381036-4), Segunda Seção, Min. Relator: LUIS FELIPE SALOMÃO, julgado em 14/05/2014)

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. RECURSO ESPECIAL Nº 1.622.555 - MG (2015/0279732-8), Segunda Seção, Min. Relator: MARCO BUZZI, julgado em 08/02/2017)

TARTUCE, Flávio. Direito Civil - Direito das Coisas - Vol. 4, São Paulo, Forense, 2021.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de, Código Civil interpretado conforme a Constituição da República, Rio de Janeiro, Renovar, 2014.

THEODORO JUNIOR, Humberto, Curso de Processo Civil: Procedimentos Especiais. 55. ed. rev. e atual. São Paulo: Forense, 2021. v. II.

TIMM, Luciano Benetti. O novo direito civil: ensaios sobre o mercado, a reprivatização do direito civil e a privatização do direito público, Porto Alegre, Livr. do Advogado, 2008.

YEUNG, Luciana Luk-Tai; AZEVEDO Paulo Furquim de. Nem Robin Hood, Nem King John: Testando O Viés Anti-Credor E Antidevedor Dos Magistrados Brasileiros: RJLB, Ano 3 (2017), nº 2.

A LEI N. 14.195/2021 E A EXTINÇÃO DA EIRELI

LAW 14.195/2021 AND THE EXTINCTION OF THE EIRELI

João Victor Bonini Kehdi (Mackenzie, São Paulo)

Resumo: Este artigo estuda os impactos e as consequências que a Lei n. 14.195/2021 teve na extinção da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI). Inicialmente analisa-se as definições de EIRELI, de acordo com a legislação brasileira, a regra determinante do capital social mínimo e seus preceitos. Examinam-se, posteriormente, as causas para o fim da EIRELI, bem como as características da Sociedade Limitada Unipessoal e as mudanças implementadas pela Lei n. 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica). Por fim, considera-se os impactos trazidos pela Lei n. 14.195/2021 ao direito societário, visto esta ter estabelecido o fim de uma espécie de pessoa jurídica.

Palavras-chave: EIRELI. Pessoa Jurídica. Direito Societário

Abstract: This article studies the impacts and consequences that Law n. 14.195/2021 had in the extinction of the Individual Limited Liability Enterprise (EIRELI). Initially, the definitions of EIRELI are analyzed, according to Brazilian legislation, the determining rule of the minimum share capital and its precepts. Subsequently, the causes for the end of EIRELI are examined, as well as the characteristics of the Sole Proprietorship Limited Liability Company and the changes with Law n. 13.874/2019 (Economic Freedom Act). Finally, it is considered the impacts brought by Law no. 14.195/2021 to corporate law, as it established the end of a type of legal entity.

Keywords: EIRELI. Entity. Corporate Law.

1. INTRODUÇÃO

A Lei n. 14.195/2021, publicada em 27.08.2021, tem o objetivo de facilitar o ambiente de negócios no país, abordando diversos temas relacionados à sua desburocratização. A nova Lei, além de promover a desburocratização, propõe facilitar a abertura e registro de empresas, propiciando um ambiente mais atrativo para novos investidores nacionais e estrangeiros.

A Lei traz muitos pontos de interesse e comporta inúmeras análises. Esse artigo irá tratar acerca da extinção da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (“EIRELI”), instituto concebido no ano de 2011, e sua substituição pela Sociedade Limitada Unipessoal (“SLU”). As Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada, criadas pela Lei n. 12.441/11, foram o primeiro passo para a unipessoalidade societária, ou seja, a possibilidade de se ter um único sócio de uma empresa com limitação de responsabilidade.

Antes da EIRELI, os empreendedores ficavam limitados à duas opções: i) seguir com seu empreendimento como empresário individual, cuja responsabilidade é ilimitada; ou ii) constituir uma sociedade limitada, com pluralidade de sócios.

Ocorre que, com o tempo, verificou-se que a exigência de pluralidade de sócios acabava criando sociedades fictícias, em que um dos sócios tinha a grande maioria das quotas sociais e tomava todas as decisões, enquanto o outro sócio, que detinha quantidade muito menor de quotas, sequer participava dos atos e tomadas de decisão.

Dessa forma, com a mencionada possibilidade de unipessoalidade, os pequenos e médios empresários obtiveram respaldo legal para empreender sem que precisassem expor seu patrimônio pessoal, caso optassem por ser empresário individual, ou despendessem de custos altos para se tornar titular de uma EIRELI.

Assim, em 11 de julho de 2011 foi publicada a Lei n. 12.441, que acrescentou o artigo 980-A ao Código Civil, em uma tentativa de dar solução ao problema de não haver previsão normativa que permitisse constituir uma empresa cujo patrimônio e responsabilidade fossem

dissociados da figura de seu único sócio. Surgia, assim, a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada – EIRELI.

2. O QUE ERA A EIRELI?

Introduzida no ordenamento jurídico brasileiro apenas em 2011, pela Lei nº 12.441, a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada tinha por objetivo permitir que um determinado empreendedor, individualmente, exercesse atividade empresarial limitando sua responsabilidade, em princípio, ao capital investido no empreendimento, ficando os seus bens particulares resguardados (RAMOS, 2014, p. 62).

Basicamente, a EIRELI era uma pessoa jurídica de direito privado que (i) devia ser registrada perante o Registro Público de Empresas Mercantis (RPEM) ou o Registro Civil de Pessoas Jurídicas (RCPJ); (ii) limitava a responsabilidade do titular ao valor do capital social integralizado; (iii) possuía capital social mínimo equivalente a cem vezes o valor do salário mínimo vigente à época da constituição; (iv) podia usar nome empresarial sob a forma de firma ou denominação, desde que acompanhada da expressão EIRELI; e (v) era limitada a uma por pessoa natural.

Uma das principais regras para a constituição da EIRELI veio prevista no caput do citado artigo 980-A do Código Civil, qual seja:

Art. 980-A. A empresa individual de responsabilidade limitada será constituída por uma única pessoa titular da totalidade do capital social, devidamente integralizado, que não será inferior a 100 (cem) vezes o maior salário-mínimo vigente no País.

Apesar de sua criação ter sido um grande avanço no quesito de proteção patrimonial ao empresário que desejava atuar sozinho, a exigência de 100 vezes o salário-mínimo para integralização de seu

capital quando de sua constituição fez com que a presente figura fosse dificilmente utilizada pelos aspirantes empreendedores.

Assim, com intuito de impulsionar o mercado e superar a estagnação econômica do Brasil, foi introduzida a novidade e exceção à regra de pluralidade de sócios: a sociedade limitada unipessoal.

Portanto, necessário se faz mencionar o entendimento do ilustre Alfredo de Assis Gonçalves Neto, que preconiza que para a criação de uma empresa nesse formato, se exigia a integralização mínima de capital social de 100 salários-mínimos no ato de constituição da empresa, que se trata de pressuposto de validade do ato que a institui, não sendo permitida a sua criação com dotação patrimonial inferior para complementação futura do montante (NETO, 2012, p. 159).

Ocorre que o estabelecimento de capital social mínimo em valor elevado acabou afastando essa figura das pequenas e médias empresas, desvirtuando a intenção do legislador de “tirar da informalidade de negócios de menor porte” (FRANÇA, 2013, p.55), eis que excluiu dos benefícios do instituto uma parcela considerável de empreendedores no país que não contavam com a considerável quantia exigida para a abertura da pessoa jurídica.

3. O QUE OCASIONOU O FIM DA EIRELI?

Após a entrada em vigor da Lei n. 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), que trouxe a possibilidade de constituição de sociedade limitada por apenas um único sócio, inserindo, assim, a figura da Sociedade Limitada Unipessoal na realidade jurídica brasileira, a figura da EIRELI teve a sua relevância drasticamente reduzida.

A ideia foi a de criar um formato de empresa que pudesse ser aberto sem o custo elevado do capital social exigido na EIRELI, sem a necessidade de sócios e que mantivesse o patrimônio do empreendedor protegido. Diversamente de pessoas jurídicas de outras naturezas, é possível abrir mais de uma empresa nesse formato.

A grande razão de ser da EIRELI, que era a de permitir a constituição de uma sociedade com responsabilidade limitada, deixou de se justificar, porque agora a sociedade limitada também cumpre esse papel, e o faz de modo mais interessante para o empreendedor, diante da desnecessidade de integralização de capital mínimo para a sua constituição e de o sócio não ter limitação quanto à quantidade de sociedades limitadas que pode constituir

Prova disso é que, a partir da criação da SLU, houve uma redução significativa do número de aberturas de Eireli. A título exemplificativo, com base nos dados constantes do Boletim do Mapa de Empresas disponibilizado pelo Ministério da Economia, no 1.º quadrimestre de 2021 houve 32.940 Empresa Individual de Responsabilidade Limitada – EIRELI abertas no país, o que representa uma redução de 12,2% se comparado com o 3.º quadrimestre de 2020. Já em relação às Sociedades Empresarias Limitadas, houve um aumento de 5% em relação ao mesmo intervalo de tempo, com a criação de 180.052 abertas no 1.ª quadrimestre de 2021.

Diante deste cenário, a Lei n. 14.195/2021, com seu escopo de propiciar um ambiente mais atrativo para novos investidores, estabeleceu em seu artigo 41 a transformação automática das Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada, instituídas com a reforma da Lei n. 12.441/2011, pelas Sociedades Limitadas Unipessoais. Vale citar:

Art. 41. As empresas individuais de responsabilidade limitada existentes na data da entrada em vigor desta Lei serão transformadas em sociedades limitadas unipessoais independentemente de qualquer alteração em seu constitutivo.

Parágrafo único. Ato do DREI disciplinará a transformação referida neste artigo.

Assim, como mais um avanço no direito societário e na autonomia privada, após 10 anos de vigência, cessa-se a existência da EIRELI, que é substituída pela Sociedade Limitada Unipessoal, que, como visto, se tornou muito mais atrativa ao investidor, ao permitir que o empresário possa criar uma ou várias sociedades de apenas um sócio, sem limitações de capital social mínimo.

4. O QUE ACONTECERÁ COM AS EMPRESAS EIRELI JÁ CONSTITUÍDAS?

Recentemente, a Medida Provisória n.º 1040/2021, convertida na Lei n.º 14.195/2021 (Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios), extinguiu a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada, determinando, em seu art. 41, que todas as EIRELIs existentes, na data de entrada em vigor dessa lei, fossem automaticamente transformadas em Sociedades Limitadas Unipessoais.

Diante dessa situação, coube ao Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI), órgão vinculado ao Ministério da Economia, divulgar o Ofício Circular SEI 3510/2021/ME, endereçado à todas as Juntas Comerciais do País, no qual constam orientações relacionadas ao artigo 41 da Lei 14.195/2021, que determina a transformação de todas as Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada em Sociedades Limitadas Unipessoais.

Tal Ofício buscou trazer orientações sobre a realização de arquivamentos, diante da revogação tácita da empresa individual de responsabilidade limitada constante do inciso VI, do art. 44 e do art. 980- A e parágrafos, do Código Civil, com o advento da Lei n.º 14.195, de 26 de agosto de 2021.

Além disso, consoante instruções passadas às Juntas Comerciais, as Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada já constituídas devem ser transformadas automaticamente em Sociedades Limitadas Unipessoais, nos termos do art. 41 da Lei n.º 14.195. Devem, ainda, as Juntas Comerciais, absterem-se de arquivar a constituição de novas EIRELIs, devendo informar aos usuários da extinção dessa espécie

de pessoa jurídica no ordenamento jurídico brasileiro e sobre a possibilidade de constituição de sociedade limitada por apenas uma pessoa.

Verifica-se, portanto, que a rápida atuação do DREI sanou a discussão que surgia acerca da efetiva extinção das EIRELIs de nosso ordenamento jurídico, a partir da orientação para que as juntas comerciais se abstenham de arquivar a constituição de novas EIRELIs.

5. QUAIS SÃO OS IMPACTOS DA EXTINÇÃO DA EIRELI PARA O DIREITO SOCIETÁRIO?

Dado que a SLU foi aprovada e é regulamentada pelo ordenamento jurídico brasileiro desde 2019, o fim da EIRELI trouxe grandes mudanças ao ambiente corporativo brasileiro e vantagens ao empreendedor. Lembrando que essa alteração não mudará o regime tributário da empresa, muito menos causará efeito nos impostos. Será atualizado apenas o formato jurídico.

Quem mais será impactado por essa mudança são os empreendedores que estão estudando o melhor modelo de empresa para constituírem o seu CNPJ. Agora está muito mais fácil escolher o melhor tipo societário para atuar individualmente, considerando que a dúvida entre criar uma EIRELI ou uma SLU era frequente.

A Sociedade Limitada Unipessoal, criada através da MP 881, a chamada MP da Liberdade Econômica, visa trazer mais oportunidades de crescimento econômico no Brasil. Essa nova estrutura empresarial trouxe diversas vantagens em relação aos modelos conhecidos anteriormente. A ideia é diminuir a burocracia e flexibilizar situações corriqueiras que acabam desmotivando muitas pessoas que querem iniciar seus próprios negócios. Ela foi inicialmente tratada como medida provisória, mas, no momento, já está estabelecida como lei.

Como visto, as SLUs desfrutam de diversas vantagens e possibilidades, o que também enseja maiores cuidados por seus sócios e administradores. Nesse cenário, é recomendada a atuação de uma equipe jurídica especializada para auxiliar os empresários com a

redação de contratos sociais e outros instrumentos societários, com a escolha do regime tributário mais vantajoso de acordo com o porte e a atividade da empresa, bem como tratar das peculiaridades legais de cada caso, como a obtenção de licenças perante agências reguladoras, quando necessário.

Sendo assim, a extinção da EIRELI não trouxe impactos de forma negativa, pelo contrário, acabou por diminuir os possíveis entraves para o surgimento de novas empresas e isso foi bastante positivo e vantajoso para o crescimento de novas empresas na economia brasileira. Como visto anteriormente, a EIRELI exigia a integralização de um capital social mínimo para sua constituição, o que não é mais necessário de acordo com a nova modalidade, a SLU. Basicamente do ponto de vista jurídico tributário, não houve tanta mudança, pois basicamente as obrigações nesse sentido permanecem, mas a facilitação para o crescimento da economia foi bastante positiva.

Desde 2019, a SLU tem atendido muito bem aos propósitos do empreendedor individual e sua entrada em vigor não acarretou nenhum tipo de mudança tributária ou nos impostos de quem estava no modelo de EIRELI e conseqüentemente passou para a nova modalidade. É possível dizer, então, que o fim da EIRELI na prática, acaba se tornando uma unificação, uma vez que não haveria a necessidade de estarem ambas existindo ao mesmo tempo, sendo que cumprem a mesma função.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Visando nutrir o empreendedorismo no País sem olvidar da importância da proteção patrimonial que empresários almejam ao introduzir no mercado seu negócio, a Lei da Liberdade Econômica possibilitou a criação de Sociedade Limitada por apenas uma única pessoa, evitando-se a criação de sociedade fictícias.

Como dito anteriormente, apesar dos avanços trazidos pela EIRELI, existiam ainda significativos óbices a quem desejasse abrir, sozinho, um negócio. Isso, porque a EIRELI exigia um capital social

mínimo de 100 salários-mínimos para sua constituição e impedia a criação de mais de uma pessoa jurídica nesse modelo societário por uma mesma pessoa natural. Ademais, os outros tipos societários possíveis ao empreendedor individual, ao microempreendedor individual (MEI) e ao empresário individual (EI), impõem limites máximos de faturamento e não proporcionam segregação patrimonial entre sócio e empresa. Desse modo, os empreendedores deveriam escolher entre se adequar às dificultosas exigências impostas pela EIRELI ou suportar as desvantagens do MEI e do EI.

Por isso, a consolidação das Sociedades Limitadas Unipessoais em nosso ordenamento se mostrou significativamente positiva para o ambiente de negócios brasileiro, porque possibilita que projetos sejam iniciados com baixo capital social, o qual pode ser expandido progressivamente, e desfrutem de tributação mais vantajosa, mediante escolha adequada do regime tributário a ser adotado (lucro presumido ou lucro real), além da isenção na tributação de lucros distribuídos aos sócios.

Portanto, a possibilidade da SLU para fomento do empreendedorismo no Brasil é uma grande oportunidade aos pequenos e médios empresários empreenderem de forma solitária, assim como uma oportunidade de crescimento econômico do país diante dos benefícios que constituição de novos negócios trazem à população e ao Estado.

REFERÊNCIAS

BITTENCOURT, PEDRO. Quais são os impactos da extinção da EIRELI para o Direito Societário?. In: Malta Advogados, 18 de novembro de 2021. Disponível em: <https://www.maltaadvogados.com/single-post/quais-sao-os-impactos-da-extincao-da-eireli-para-odireito-societario>. Acesso em 14 de julho de 2023.

BOLETIM DO 1º QUADRIMESTRE DO MAPA DE EMPRESAS. Publicado no Site oficial do Governo Federal em 26 de maio de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/boletins/mapa-de-empresas-boletim-do-1o-quadrimestrede-2021.pdf>. Acesso em 05 de julho de 2023.

CAMPINHO, Sérgio. O direito de empresa à luz do novo código civil. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 288.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. A “surpreendente” EIRELI: Breves notas em torno da responsabilidade pessoal e empresarial. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Org.). Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 962-974

FERREIRA, Thamires. Fim da EIRELI: Entenda por que ela foi extinta e substituída pela SLU. In: Conube, 08 de outubro de 2022. Disponível em: <https://conube.com.br/blog/fim-da-eireli/>. Acesso em 03 de julho de 2023.

FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N., ADAMEK, Marcelo Vieira von. Empresa Individual de Responsabilidade Limitadas (Lei n. 12.441/2011): Anotações. In: AZEVEDO,

Luís André N. de Moura. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. (Coords.) Sociedade Limitada Contemporânea. São Paulo: Quartier Latin, 2013. Fl.55

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. A empresa individual de responsabilidade limitada. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 101, n. 915, p. 153-180, jan. 2012. p. 159 e p.174.

SALOMÃO FILHO, Calixto. A Sociedade Unipessoal. 1. ed. 1995.

MOREIRA, Luana. Extinção da EIRELI e sua substituição pela Sociedade Limitada Unipessoal (SLU). In: Medina Guimarães, 22 de dezembro de 2021. Disponível em: <https://www.medina.adv.br/extincao-da-eireli-e-sua-substituicao-pela-sociedade-limitada-unipessoal-slu>. Acesso em 03 de julho de 2023.

OFÍCIO CIRCULAR SEI nº 3510/2021/ME. Publicado no Site oficial do Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração. 9 de setembro de 2021. Disponível em: <http://s://jucisrs.rs.gov.br/upload/arquivos/202109/10155027-oficio-circular-3510-2021-eireli.pdf>. Acesso em 05 de julho de 2023.