



FACULDADES METROPOLITANAS UNIDAS

JAMILI EL AKCHAR SALMAN

**FINTECHS NOS SEGMENTOS DE EMPRÉSTIMO ENTRE PESSOAS,
CRIPTOMOEDAS E CRIPTOATIVOS – ASPECTOS JURÍDICOS DO DIREITO
BRASILEIRO**

SÃO PAULO

2018

JAMILI EL AKCHAR SALMAN

**FINTECHS NOS SEGMENTOS DE EMPRÉSTIMO ENTRE PESSOAS,
CRIPTOMOEDAS E CRIPTOATIVOS – ASPECTOS JURÍDICOS DO DIREITO
BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora das Faculdades Metropolitanas Unidas, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito da Sociedade da Informação.

Orientador: Prof. Dr. Jorge Shiguemitsu Fujita

SÃO PAULO

2018

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca FMU
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

SALMAN, Jamili El Akchar
SSAL 159f Fintechs nos segmentos de Empréstimo entre Pessoas,
Criptomoedas e Criptoativos ? Aspectos Jurídicos do Direito
Brasileiro / Jamili El Akchar SALMAN; orientador Jorge
Shiguemitsu FUJITA. -- São Paulo, 2018.
197 p.: il.

Dissertação (Mestrado - Mestrado em Direito da Sociedade
da Informação) -- Faculdades Metropolitanas Unidas, 2018.

1. Sociedade da informação. 2. Fintech. 3. Peer-to-peer. 4.
Criptomoeda. 5. Crowdfunding. I. FUJITA, Jorge Shiguemitsu,
orient. II. Título.

JAMILI EL AKCHAR SALMAN

**FINTECHS NOS SEGMENTOS DE EMPRÉSTIMO ENTRE PESSOAS,
CRIPTOMOEDAS E CRIPTOATIVOS – ASPECTOS JURÍDICOS DO DIREITO
BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora das Faculdades Metropolitanas Unidas, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito da Sociedade da Informação.

Data de Aprovação: _____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Jorge Shiguemitsu Fujita
FMU – Orientador

Prof. Dr. Irineu Francisco Barreto Junior
FMU

Prof. Dr. João Paulo K. Forster
UniRitter

SÃO PAULO

2018

À minha família.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por iluminar meus caminhos e conceder-me forças nos momentos difíceis desta caminhada. Minha imensa gratidão à minha família que sempre me apoiou na realização de meus objetivos.

Ao professor mestre Marco Antônio Lima por apresentar-me o programa de mestrado e por incentivar-me nesta área acadêmica.

Ao professor Dr. Adalberto Simão Filho (ex-orientador) por direcionar-me no início desta pesquisa científica.

Ao meu orientador, professor Dr. Jorge Shiguemitsu Fujita, pela generosidade em orientar-me nesta pesquisa e, principalmente, pela companhia nesta jornada.

Ao professor Dr. Irineu Francisco Barreto Jr., alegre e cativante, sempre acolhedor e disposto a ajudar.

Agradeço à professora Dra. Ilene Patrícia de Noronha Najjarian pelas relevantes considerações que auxiliaram no desenvolvimento deste trabalho.

Ao coordenador do programa de Mestrado, o professor Dr. Roberto Senise Lisboa, pela brilhante condução do curso, bem como pelo incentivo constante em atividades acadêmicas.

Aos demais professores, igualmente importantes, pelas aulas repletas de informações atuais, pelo compartilhamento de experiências e pela inspiração, as quais foram essenciais à expansão de meus conhecimentos.

Agradeço aos colegas de sala pelo convívio e pela colaboração irrestrita durante as aulas, seminários e artigos científicos que fizeram desta caminhada mais feliz.

À colaboradora Joelma Stefani P. Silva da Secretaria do Mestrado pela prontidão nas questões administrativas e relativas ao curso.

Agradeço à Instituição Faculdades Metropolitanas Unidas – FMU, representada por todo seu corpo docente, direção, administração e colaboradores, pela qual tive o privilégio de estudar, tanto na graduação quanto no mestrado. O seu programa inovador de Mestrado em Direito da Sociedade da Informação permitiu unir as minhas duas grandes paixões do saber: a Tecnologia da Informação e o Direito.

A todos aqueles que contribuíram para a minha formação acadêmica.

A presente pesquisa foi realizada com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

Só sei que nada sei...

Sócrates

RESUMO

A presente pesquisa tem o propósito de analisar os aspectos jurídicos e o comportamento do Direito brasileiro diante do fenômeno das *fintechs*, inovações tecnológicas com efeitos nos mercados, instituições e serviços financeiros, seara altamente regulada e concentrada por bancos. Para tanto, a investigação contempla as *fintechs* nos segmentos de empréstimo entre pessoas (*peer-to-peer lending*), de criptomoedas e de criptoativos voltados à captação de recursos por empresas no Mercado de Capitais por meio da *Initial Coin Offering (ICO)*. O exame da Sociedade da Informação e da estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) são a base para o tema proposto. O estudo da empresa de *fintech* de empréstimo entre pessoas é conduzido pelo instituto do *Crowdfunding*, pelas normas que regem as instituições financeiras e os correspondentes no país, para, finalmente, verificar a evolução do Direito promovida pela Resolução nº. 4.656/2018, a respeito da Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), editada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O estudo da criptomoeda *Bitcoin* é permeado pela análise da natureza econômica e jurídica da moeda e pelo estudo do Projeto de Lei nº. 2.303/2015 no qual pretende incluir as criptomoedas na estrutura de arranjo de pagamentos, atualmente regulado pela Lei nº. 12.865/2013. Os criptoativos no âmbito da *ICO* são investigados através da análise dos institutos de valores mobiliários, de *Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (IPO)* e de *Crowdfunding*, este último regulado recentemente pela Instrução nº. 588/2017, editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A pesquisa ultrapassa a análise das normas jurídicas antecedentes e posteriores ao fato social em questão, ao investigar a relevância das *fintechs* para a sociedade, principalmente em relação à democratização do acesso aos serviços financeiros, ao capital para investimentos empresariais e à geração de trabalho, assim como seus eventuais riscos. As técnicas de pesquisas fundaram-se em referenciais teóricos nacionais e internacionais relativos às áreas do conhecimento da Tecnologia da Informação, da Economia e, especialmente, do Direito, em estudos de casos concretos e nas normas nacionais e internacionais, pontualmente. Chega-se à conclusão de que as *fintechs* correspondem a um desafio não apenas para o Direito local e que o Brasil, inicialmente, tem aplicado normas já existentes para reger parte da matéria. Entretanto, verifica-se que os reguladores têm observado atentamente o fato social e as experiências internacionais como uma forma de subsidiar a flexibilização e a criação de normas específicas relacionadas às *fintechs*.

Palavras-chave: Sociedade da informação. *Fintech*. *Peer-to-peer*. Criptomoeda. *Crowdfunding*.

ABSTRACT

The present research has the purpose of analyzing the legal aspects and the behavior of Brazilian law in the face of the phenomenon of the fintechs, technological innovations with effects in the markets, institutions and financial services, highly regulated and concentrated by banks. To this end, the research includes fintechs in the segments of peer-to-peer lending, cryptocurrencies and cryptoassets aimed at raising funds by companies in the Capital Markets through the Initial Coin Offering (ICO). The examination of the Information Society and the structure of the National Financial System (SFN) are the basis for the proposed theme. Fintech's study of peer-to-peer lending is conducted by the Crowdfunding, by the legal norms governing financial institutions and correspondents in the country, to finally verify the evolution of the law promoted by Resolution nº. 4.656/2018, regarding the "Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP)", published by the Brazilian National Monetary Council (CMN). The study of the Bitcoin cryptocurrency is permeated by the analysis of the economic and legal nature of the currency and by the study of the law project nº. 2.303/2015 in which it intends to include the cryptocurrencies in the structure of payment arrangement, currently regulated by Law nº. 12.865/2013. The ICO cryptoassets are investigated through the analysis of the securities, Initial Public Offering (IPO) and Crowdfunding, the latter regulated recently by Instruction nº. 588/2017, published by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). The research surpasses the analysis of the legal norms antecedent and later to the social fact in question, when investigating the relevance of the fintechs to the society, mainly in relation to the democratization of the access to the financial services, the capital for business investments and the generation of work, as well as their possible risks. The research techniques were based on national and international theoretical references concerning the areas of knowledge of Information Technology, Economics and, especially, Law, in case studies and national and international legal norms, timely. It is concluded that fintechs are a challenge not only for local law and that Brazil, initially, has applied already existing legal norms to govern part of the matter. However, it is clear that regulators have been closely observing social fact and international experiences as a way of subsidizing flexibilization and the creation of specific legal norms related to fintechs.

Keywords: Information society. Fintech. Peer-to-peer. Cryptocurrency. Crowdfunding.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1. FENÔMENO DAS <i>FINTECHS</i> NA SOCIEDADE DA INFORMAÇÃO	16
1.1 Era da Informação.....	16
1.2 Conceito de <i>Fintech</i>	21
2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN)	38
2.1 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN).....	38
2.1.1 Mercado Financeiro.....	43
2.1.2 Mercado de Capitais	49
3. EMPRÉSTIMO ENTRE PESSOAS	53
3.1 Conceito de Empréstimo na Economia Colaborativa	53
3.2 Empréstimo entre Pessoas e o Crime contra o Sistema Financeiro Nacional (SFN): O caso FairPlace	62
3.3 Regulamentação das Empresas de <i>Fintech</i> no Segmento de Empréstimo entre Pessoas	66
3.3.1 Modelo <i>Marketplace Lending</i> por meio da Regulamentação de Correspondente Bancário	66
3.3.2 Modelo <i>Peer-to-peer Lending</i> em Sentido Estrito pela Nova Regulamentação de Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP).....	75
4. CRIPTOMOEDAS E CRIPTOATIVOS	89
4.1 Conceito da Tecnologia <i>Blockchain</i> e da Criptomoeda <i>Bitcoin</i>	89
4.2 Aspectos Jurídicos das Criptomoedas e dos Criptoativos.....	101
4.2.1 Análise Comparativa entre a Criptomoeda e a Moeda Fiduciária enquanto Natureza Econômica e Jurídica	102
4.2.2 Tentativa de Classificação da Criptomoeda como Moeda Eletrônica no Arranjo de Pagamentos	120
4.2.3 Oferta Inicial de Moeda (<i>Initial Coin Offering – ICO</i>) subsumida aos Valores Mobiliários.....	135
4.2.3.1 Aplicação das Normas da Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (<i>Initial Public Offering – IPO</i>) e do <i>Crowdfunding</i> à Oferta Inicial de Moeda (<i>Initial Coin Offering – ICO</i>).....	149
CONCLUSÕES	176
REFERÊNCIAS	182

INTRODUÇÃO

Estamos vivendo uma revolução da tecnologia da informação. Transformações tecnológicas, em ritmo acelerado, capazes de modificar processos, criar novos produtos e de, inclusive, desestabilizar mercados e instituições sólidas que os dominavam, são as características desta revolução. Estas tecnologias disruptivas, geralmente promovidas por empresas em fase inicial, simplificam processos, bem como democratizam o acesso a produtos e serviços.

O Mercado Financeiro e de Capitais, setores tradicionais, conservadores e altamente regulados e concentrados, estão sofrendo diversos efeitos desta disrupção. As *fintechs*, tecnologias financeiras disruptivas, têm tomado a frente destas mudanças, quebrando paradigmas com modelos de negócio inovadores e trazendo soluções simples, com tecnologia de ponta e de baixo custo, as quais têm permitido o acesso aos serviços financeiros a tarifas e taxas de juros mais baixas.

O empréstimo entre pessoas (*peer-to-peer lending*), as criptomoedas como meio de pagamentos e transferência de recursos, tais como a *Bitcoin*, e a captação coletiva de recursos por empresas no Mercado de Capitais por meio da emissão de criptoativos ou ativos virtuais por meio da *Initial Coin Offering (ICO)*, são as novas tecnologias que têm modificado a relação das pessoas com o dinheiro e eliminado intermediários da cadeia de valor.

Além da democratização do acesso aos bens e serviços financeiros, esta nova perspectiva fomenta a concorrência e a economia através do surgimento de novos projetos e empresas, o que têm ameaçado a concentração dos bancos que, até então, dominavam o mercado. A cada dia, novas tecnologias surgem, novos modos de fazer emergem e quem não se adaptar a esta nova realidade estará fora do mercado.

Os bancos têm acompanhado esta revolução tecnológica e perceberam a necessidade de mudanças. Grandes *players* do segmento têm fomentado as empresas de *fintech* e feito movimentos para acompanhar a tendência, pois ficou claro que a melhor saída não é combater a inovação tecnológica, mas ser o agente destas mudanças.

Para a nova geração de nativos digitais, tudo gira em torno da inovação, da praticidade, da conveniência e do baixo custo. Esta geração não aceita ter de pagar tarifas e *spreads* exorbitantes para ter acesso a serviços financeiros, assim como acredita que não é necessário um terceiro intermediário responsável pelos seus recursos. Para muitas pessoas, os serviços financeiros já não significam mais a necessidade dos bancos.

Até a crise financeira internacional de 2007/2008, os bancos e demais instituições financeiras detinham alto grau de confiança pública. Porém, após a derrocada do sistema financeiro global, que corroeu diversas instituições financeiras e prejudicou a sociedade como um todo, essa confiança foi abalada e pudemos perceber que o sistema financeiro com suas autoridades reguladoras e agentes centralizadores, que cobram caro por isto, não são totalmente confiáveis.

As altas tarifas e os *spreads* praticados pelos bancos, a concentração bancária e a crise financeira internacional foram os principais motivos que impulsionaram as mudanças no modelo tradicional do sistema financeiro mundial, tanto por meio de empresas de *fintechs*, quanto por tecnologias desenvolvidas em rede de colaboração pelo mundo, sem a necessidade de uma instituição central – como é o caso da *Bitcoin*, criptomoeda emitida através da tecnologia *Blockchain*.

A legislação brasileira do Sistema Financeiro Nacional (SFN) tem sido construída baseada na intermediação, ou seja, na existência de diversos agentes financeiros na cadeia de valor. No entanto, modelos de negócio baseados fortemente em tecnologia da informação desafiam o Direito, cujo objetivo principal é de garantir a segurança jurídica das relações, fomentar a concorrência, proteger direitos de consumidores e investidores e garantir a paz social.

O Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), agentes reguladores do Mercado Financeiro e de Capitais, bem como a Receita Federal do Brasil (RFB), têm acompanhado e estudado as inovações tecnológicas do mercado financeiro e, por vezes, têm proferido comunicados com vistas, principalmente, a informar e a alertar a população sobre eventuais riscos, como foi o caso da criptomoeda *Bitcoin* e da *Initial Coin Offering (ICO)*.

Muito provavelmente a proibição de um novo modelo de negócio ou a regulamentação excessiva não sejam as melhores alternativas para enfrentar a

questão, ao passo que, deixar de regulamentar poderia trazer insegurança jurídica e/ou risco sistêmico ao mercado, causando prejuízos à sociedade como um todo.

Assim, novos desafios surgem para o Direito na Sociedade da Informação. A regulação deve ser equilibrada de modo a estimular a inovação tecnológica, novos empreendimentos e o desenvolvimento do País, assim como garantir a estabilidade do sistema financeiro, assegurar direitos e promover a segurança nas relações jurídicas.

Portanto, o principal objetivo do presente estudo é analisar o comportamento do Direito brasileiro frente às transformações tecnológicas no mercado financeiro promovidas pelas *fintechs*. Pretende-se verificar se o Direito brasileiro permanece rígido, voltado apenas às instituições financeiras tradicionais, ou se há o incentivo às inovações tecnológicas por meio de normas mais simples, flexíveis, adaptadas à nova economia baseada na informação e nas tecnologias da informação.

Para tanto, optou-se em analisar os seguintes modelos de negócio de *fintechs*, quais sejam, o empréstimo entre pessoas (*peer-to-peer lending*), o Sistema *Bitcoin* de pagamentos eletrônicos entre pessoas (*peer-to-peer electronic cash system*) e a captação coletiva de recursos através da emissão de criptoativos (*initial coin offering – ICO*), por causarem efeitos tanto no sistema monetário, cambial e de crédito, quanto no mercado de capitais.

Pretende-se, assim, analisar se:

1. Todas as empresas de tecnologia em serviços financeiros são *fintechs*;
2. As *fintechs* são instituições financeiras, assim como os bancos;
3. A criptomoeda *bitcoin* é moeda na acepção econômica e jurídica;
4. O uso da criptomoeda *bitcoin* é ilegal;
5. A captação de recursos por meio da *initial coin offering (ICO)* constitui em valores mobiliários, como ocorre com a *initial public offering (IPO)*.

O primeiro desafio da dissertação foi o de estabelecer o escopo do presente estudo devido às inúmeras e instigantes inovações tecnológicas que estão ocorrendo no Mercado Financeiro e de Capitais.

O segundo desafio está relacionado à interdisciplinaridade do tema proposto, visto que o objeto requer o estudo jurídico alinhado às Ciências da Tecnologia da Informação e da Economia. Encontrar a medida certa de detalhamento destes aspectos para uma suficiente compreensão foi realmente estimulante.

O terceiro desafio está ligado à atualidade do tema proposto e, conseqüentemente, à carência de doutrina jurídica nacional e, por vezes, internacional, visto que o Direito brasileiro possui aspectos específicos em relação ao direito estrangeiro.

Entretanto, o estudo da sociedade contemporânea baseada na informação e nas tecnologias da informação, a investigação da estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a análise de casos concretos permitiram o entendimento desta nova era, o que foi deveras importante para a pesquisa dos aspectos jurídicos das *fintechs* no Direito Brasileiro.

Assim, as técnicas de pesquisa fundaram-se em referenciais teóricos nacionais e internacionais relativos às áreas do conhecimento da Tecnologia da Informação, da Economia e, especialmente, do Direito, bem como através de estudos de casos e de normas nacionais e internacionais, pontualmente.

O escopo do presente trabalho se limitou a quatro capítulos. O primeiro capítulo, com vistas justamente à contextualização da atual Sociedade da Informação e ao estudo do fenômeno das *fintechs*. Será apresentado o conceito de *fintech*, seus segmentos de mercado e a visão dos reguladores diante do fato social.

O segundo capítulo fará uma análise da estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN), do Mercado Financeiro e do Mercado de Capitais, bem como da legislação que os regulam para o melhor entendimento dos agentes envolvidos e do objeto de regulação.

O terceiro, analisará a empresa de *fintech* de empréstimo entre pessoas (*peer-to-peer lending*), sua relação com a economia colaborativa, seus impactos sociais e a natureza jurídica destas empresas que fornecem a plataforma tecnológica de negociação.

Ainda no terceiro capítulo, será realizado o estudo de caso da *fintech FairPlace*, na qual incorreu no crime contra o sistema financeiro nacional (SFN) e

as normas vigentes para este segmento de empréstimo entre pessoas, quais sejam, as normas que regem o Correspondente no País e a evolução normativa desta atividade por meio da recente Resolução nº. 4.656/2018, editada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e executada e fiscalizada pelo Banco Central do Brasil (BCB).

O quarto e último capítulo estudará o conceito das tecnologias *Distributed Ledger Technologies (DLT)* e *Blockchain*, o conceito de criptomoeda, especialmente a *Bitcoin*, sua natureza econômica e jurídica, seus usos e funcionalidades, permeando o crime de evasão de divisas. Será analisada a tentativa de enquadramento da criptomoeda *Bitcoin* no arranjo de pagamentos supervisionado pelo BCB, sua configuração como um bem jurídico e o posicionamento da Receita Federal do Brasil (RFB) em relação à tributação das transações.

E, finalmente, será investigado, no mesmo capítulo quarto, a definição da captação coletiva de recursos por empresas no Mercado de Capitais por meio da Oferta Inicial de Moeda (*Initial Coin Offering – ICO*), a situação em que os criptoativos ou ativos digitais são configurados como valores mobiliários e a possível aplicação das normas da tradicional Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (*Initial Public Offering – IPO*) ou das normas de *Crowdfunding*, regulado recentemente pela CVM através da Instrução nº. 588/2017 em relação à *ICO*.

1. FENÔMENO DAS *FINTECHS* NA SOCIEDADE DA INFORMAÇÃO

O presente capítulo tem o propósito de contextualizar a sociedade contemporânea, caracterizada pela informação e pelas tecnologias da informação como um modo de desenvolvimento social e econômico. Neste sentido, será estudado o fenômeno das *fintechs* que constitui a transformação dos serviços financeiros no tradicional segmento da economia até então altamente concentrado pelos bancos.

1.1 Era da Informação

Não poderíamos adentrar no tema central desta dissertação sem antes mesmo contextualizar os aspectos da sociedade contemporânea na qual estamos vivendo.

A Era da Informação é caracterizada por um novo modo de desenvolvimento no processo produtivo da sociedade, chamado por Castells de Informacionalismo¹. Se na Era Industrial o modo de desenvolvimento era por meio de fontes de energia, elemento principal das máquinas de produção de mercadorias, na Era da Informação, o novo modo de desenvolvimento reside nas tecnologias da informação, capazes de capturar, processar, armazenar e transmitir informações.

Castells² afirma que a fonte de produtividade do novo modo informacional de desenvolvimento se encontra na tecnologia de geração de conhecimentos, de processamento de informação e de comunicação de símbolos. Contudo, é possível estabelecer uma crítica à sua afirmação no que diz respeito à geração do conhecimento, na medida em que nem sempre uma informação será capaz de produzir conhecimento³.

Em primeiro lugar, a geração do conhecimento dependerá da qualidade e da veracidade das informações que o precedem, visto que informações

¹ CASTELLS, Manuel. **A Era da Informação: economia, sociedade e cultura**. Tradução de Roneide Venancio Majer. Volume I, A sociedade em rede. 18. Ed. São Paulo: Paz & Terra, 2017, p. 71-72.

² *Ibid.*, p. 74.

³ “Conhecimento e informação, jamais poderão ser utilizados como se sinônimos fossem, já que o primeiro está relacionado ao ato de aprender, enquanto que o segundo a uma informação adquirida incapaz de ser relacionada ao saber.” In: LIMA, Marco Antonio; MALHEIRO, Emerson. **Direitos Humanos e a proteção de dados do consumidor na sociedade da informação**. São Paulo: Editora Max Limonad, 2016, p. 69.

caracterizadas como inverídicas, por exemplo, jamais serão capazes de gerar conhecimento; a segunda consideração tem caráter subjetivo, pois está relacionada ao sujeito receptor das informações – a sua falta de interesse e de capacidade em organizá-las e analisá-las, de igual modo não produzirá conhecimento a ele.

Neste sentido, Ferreira e Fiorillo bem destacam as duas características essenciais da sociedade contemporânea, quais sejam, a flexibilidade na velocidade da troca de informações e a capacidade criacional, pela maior interação entre informante e informado, a qual favorece, mas não garante, o aprendizado:

Flexibilidade porque absorve a maior velocidade das trocas de informação e, com isso, mantém sua fluidez no tempo e no espaço. Capacidade criacional porque proporciona maior interação entre informante e informado, propiciando uma abertura no domínio da titularidade do conhecimento gerado e posto em divulgação.⁴

O grande progresso tecnológico iniciado nos anos 70 e a estruturação da nova sociedade da informação com sua nova forma de produção, de comunicação e de vida, de certa forma, podem estar relacionados aos movimentos libertários de inovação e iniciativa empreendedora decorrentes da cultura dos *campi* norte-americanos dos anos 60.⁵

A criação da rede militar Arpanet⁶ em 1969, nos Estados Unidos, culminando no surgimento da Internet – a rede das redes, na qual passou a interligar tudo e todos e a influenciar economias pelo mundo –, teve grande importância para a sociedade contemporânea. No entanto, Lima e Malheiro asseveram que a Sociedade da Informação surgiu com os meios de comunicação em geral, não apenas com o advento da Internet:

A revolução tecnológica que ensejou o início desta era abrange todo e qualquer meio de comunicação. Assim, é possível concluir que a Sociedade da Informação não surgiu com a Internet, nem tampouco a

⁴ FERREIRA, Renata Marques; FIORILLO, Celso Antônio Pacheco. **Cidadania e controle social em face da sociedade da informação no Estado democrático de direito: a tutela jurídica do meio ambiente digital em face aos adolescentes**. In: II Congresso Luso Brasileiro de Direitos Humanos na Sociedade da Informação. In: II Congresso Luso Brasileiro de Direitos Humanos na Sociedade da Informação, Vol.6, Lisboa, 2016, p.23. Disponível em: <http://docplayer.com.br/54168641-Instituto-politecnico-de-tomar-6-de-marco-de-2016.html>.

Acesso em: 19 mai. 2018.

⁵ CASTELLS, Manuel, *op. cit.*, p. 65.

⁶ Arpanet significa *Advanced Research Projects Agency Network*. É a primeira rede de computadores construída pelo Departamento de Defesa dos Estados Unidos com finalidade militar.

ela se restringe, em que pese a sua inequívoca importância na sociedade contemporânea. Nos meios de comunicação, destacamos a televisão criada em 1923, continua a ser um dos principais meios de comunicação existente [...] ⁷

Contudo, foi realmente a Internet que proporcionou a pulverização das informações em quantidades impressionantes e em velocidade jamais pensada. A rede, inicialmente projetada para fins militares, ultrapassou seus limites finalísticos: primeiramente, ao ser utilizada em ambiente científico e, posteriormente, pelo público em geral, como um meio de comunicação entre as pessoas e, nos dias atuais, ganhou grande relevância comercial. ⁸ No mundo globalizado, quem possui acesso à informação tem o poder.

A revolução da tecnologia da informação foi essencial para a reestruturação e a expansão do modo capitalista de produção, iniciada em 1980, até o findar do século XX, conhecido por Capitalismo Informacional. ⁹ Foi nesta época que os sistemas financeiros globais foram integrados pelas tecnologias da informação, o que decorreu na uniformização das políticas monetárias no mundo. ¹⁰ Barreto Jr. destaca a importância do informacionalismo na economia da sociedade em rede:

O advento do *informacionalismo* é, indubitavelmente, a principal marca econômica da sociedade em rede. Reorganiza a produção de riqueza no sistema econômico, no qual há uma verdadeira valorização da informação como mercadoria e fator de geração de valor econômico, o que torna a *National Association of Securities Dealer Automated Quotations* (Nasdaq), bolsa de valores das empresas tecnológicas, tão estratégica, em termos de organização econômica, quanto a tradicional *New York Stock Exchange*, denominada bolsa de *Wall Street*. ¹¹

Portanto, a informação se tornou a nova mercadoria, o novo produto da atualidade. A Sociedade da Informação é um novo modelo de sociedade no qual seu desenvolvimento social e econômico se funda na informação e nas tecnologias da informação como meio de bem-estar e produção de riqueza. A este

⁷ LIMA, Marco Antonio; MALHEIRO, Emerson, *op. cit.*, p. 73.

⁸ ASCENSÃO, José de Oliveira. **Sociedade da informação e Mundo Globalizado**. Revista Brasileira de Direito Comparado, p. 171. Disponível em: [http://www.idclb.com.br/revistas/22/revista22%20\(10\).pdf](http://www.idclb.com.br/revistas/22/revista22%20(10).pdf). Acesso em: 23 mai.2018.

⁹ CASTELLS, Manuel, *op. cit.*, p. 72-75.

¹⁰ *Ibid.*, p. 76.

¹¹ BARRETO JR, Irineu Francisco. **Proteção da Privacidade e de Dados Pessoais na Internet: O Marco Civil da rede examinado com fundamento nas teorias de Zygmunt Bauman e Manuel Castells**. In: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto; LIMA, Cíntia Rosa Pereira de (Orgs). *Direito & Internet III – Tomo I: Marco Civil da Internet (Lei nº 12.965/2014)*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 410.

respeito, Vicente igualmente destaca a importância da informação no âmbito econômico, cultural e político e conceitua esta nova sociedade como Sociedade da Informação:

A informação ocupa em vários países uma indústria em rápido crescimento, responsável por parte significativa do produto econômico; e é ela própria, além de bem de consumo, factor de produção. Por outro lado, a automatização e a simplificação da actividade empresarial associada ao uso das tecnologias da informação permitiram reduzir substancialmente os custos das transacções e constituem hoje a principal força motriz do aumento da produtividade na Europa e na América do Norte.[...] É este fenómeno – assaz complexo e de contornos ainda não inteiramente definidos – que correntemente se designa através do conceito de sociedade da informação.¹²

Apesar de diversos autores¹³ definirem a sociedade pós-industrial como Sociedade da Informação, este termo não é inequívoco na academia. Nas palavras de Ascensão, “Sociedade da Informação não é um conceito técnico: é um slogan. Melhor se falaria até em sociedade da comunicação, uma vez que o que se pretende impulsionar é a comunicação.”¹⁴, ressaltando, assim, o fator comunicação.

Castells, porém, defende que o termo adequado para a sociedade contemporânea seria Sociedade em Rede, termo mais técnico, uma vez que a ampla circulação e comunicação das informações somente foram viabilizadas pela estrutura tecnológica das redes (de computadores e dispositivos eletrônicos), conforme explica:

O termo “sociedade da informação” enfatiza o papel da informação na sociedade. Mas afirmo que informação, em seu estado mais amplo, por exemplo, como comunicação de conhecimentos, foi crucial a todas as sociedades, inclusive à Europa Medieval que era culturalmente estruturada [...] Ao contrário, o termo informacional indica o atributo de uma forma específica de organização social em que a geração, o processamento e a transmissão da informação tornam-se as fontes fundamentais de produtividade e poder devido às novas condições tecnológicas surgidas nesse período histórico. [...] uma das características principais da sociedade informacional é a lógica de sua estrutura básica em redes, o que explica o uso do conceito “sociedade em rede” [...] Contudo outros componentes da “sociedade informacional”, como movimentos sociais ou o Estado, mostram características que vão além da lógica dos sistemas de redes, embora

¹² VICENTE, Dario Moura. **Direito Internacional Privado: problemática internacional na sociedade da informação**. Coimbra: Almedina, 2005, p.13-14.

¹³ Veja os autores: José de Oliveira Ascensão, **A sociedade da informação: estudo sobre Direito da Internet e da Sociedade da Informação**, Coimbra, 2001; e David Lyon, *The Information Society: Issues and Illusions*, Cambridge, 1998. *In*: VICENTE, Dario Moura, *op. cit.*, *passim*.

¹⁴ ASCENSÃO. José de Oliveira. **Direito da Internet e da sociedade da informação**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 71.

sejam muito influenciadas por essa lógica, típica da nova estrutura social.¹⁵

Decerto, estamos vivendo em uma sociedade com transformações tecnológicas intensas e em ritmo acelerado, uma verdadeira revolução tecnológica “induzindo um padrão de descontinuidade nas bases materiais da economia, sociedade e cultura”¹⁶, com penetração em todas as atividades humanas, modificando e criando processos, produtos e serviços, o que traz à tona uma outra discussão: o Determinismo Tecnológico¹⁷.

Os defensores do Determinismo Tecnológico acreditam que as estruturas sociais estejam sendo moldadas pela relação direta com o desenvolvimento tecnológico, entretanto, Castells rebate ao explicar que a tecnologia não determina a sociedade, na medida em que é indissociável a ela: “É claro que a tecnologia não determina a sociedade. Nem a sociedade escreve o curso da transformação tecnológica [...] a tecnologia é a sociedade, e a sociedade não pode ser entendida ou representada sem suas ferramentas tecnológicas.”¹⁸

Isto porque não há apenas um fator que determina a sociedade e sim inúmeras variáveis que colaboram para a formação dela. Reduzir a Sociedade da Informação à tecnologia é dizer que a invenção do estribo, o instrumento para apoiar os pés do cavaleiro, é a causa do feudalismo, enquanto sociedade.¹⁹ Lévy, claramente explica que a técnica é produzida dentro da sociedade e que a técnica a condiciona, mas nunca a determina:

Uma técnica é produzida dentro de uma cultura, e uma sociedade encontra-se condicionada por suas técnicas. E digo condicionada, não determinada. Essa diferença é fundamental. [...] Não há uma “causa” identificável para um estado de fato social ou cultural, mas sim um conjunto infinitamente complexo e parcialmente indeterminado de processos em interação que se autossustentam ou se inibem. Podemos dizer em contrapartida que, sem o estribo, é difícil conceber como cavaleiros com armaduras ficariam sobre seus cavalos de batalha e atacariam com a lança em riste...O estribo condiciona efetivamente toda a cavalaria e, indiretamente, todo o feudalismo, mas não os determina.²⁰

¹⁵ CASTELLS, Manuel, *op. cit.*, p. 84-85.

¹⁶ *Ibid.*, p. 88.

¹⁷ CORRÊA, Raquel Folmer; GEREMIAS, Bethania Medeiros. **Determinismo Tecnológico: elementos para debates em perspectiva educacional.** Disponível em: <https://periodicos.utfpr.edu.br/rts/article/view/2633/1750>. Acesso em: 12 mai.2018.

¹⁸ CASTELLS, Manuel, *op. cit.*, p. 64.

¹⁹ De maneira inversa, Lévy afirma em sua obra que “o estribo, enquanto dispositivo material, não é a causa do feudalismo europeu.” *In*: LÉVY, Pierre. **Cibercultura.** Tradução de Carlos Irineu da Costa. 3. Ed. São Paulo: Editora 34, 2010, p. 25.

²⁰ *Idem.*

Enfim, o traço marcante de nossa sociedade é a informação e as tecnologias da informação nas quais rompem fronteiras territoriais e temporais no ciberespaço²¹. Mal entendemos determinada tecnologia e outra nova surge; ou até mesmo, criamos uma tecnologia para determinado fim e sem termos imaginado, ela toma proporções surpreendentes, como foi o caso da Arpanet que veio a tornar-se a Internet. A sociedade com sua cultura cria as tecnologias, usufrui e suporta os impactos de sua própria criação, muitas das vezes benéficos e, por vezes, discutíveis.

Bauman²², sociólogo polonês, descortinou os dias atuais no que denominou de Modernidade Líquida. Um mundo leve, líquido, fluido, difuso, em rede, efêmero e individual, em contraposição ao pesado, ao sólido, ao condensado, ao sistêmico, ao durável, ao coletivo do mundo fordista.

E é neste ambiente de transformações tecnológicas, econômicas e sociais, dignas da sociedade da informação e da Modernidade Líquida, que surgem novas relações jurídicas e questões complexas, nas quais o Estado, por meio do Direito, tenta adaptar-se à nova realidade para assegurar direitos e manter a ordem social.

1.2 Conceito de *Fintech*

Tradicionalmente, os serviços financeiros são aqueles prestados por bancos e demais instituições financeiras. No entanto, os bancos já não são mais os únicos *players* do Mercado Financeiro. Novos agentes econômicos estão surgindo e reinventando os serviços financeiros: as chamadas *fintechs*.

De origem estrangeira, o termo "*fintech*" é resultado da junção das palavras "*financeira*" e "*technology*", que, pela tradução, significa tecnologia financeira. Ele é comumente utilizado para definir empresas, muitas vezes

²¹ Ciberespaço é "o espaço de comunicação aberto pela interconexão mundial dos computadores e das memórias dos computadores. Essa definição inclui o conjunto dos sistemas de comunicação eletrônicos (aí incluídos os conjuntos de redes hertzianas e telefônicas clássicas), na medida em que transmitem informações provenientes de fontes digitais ou destinadas à digitalização. Insisto na codificação digital, pois ela condiciona o caráter plástico, fluido, calculável com precisão e tratável em tempo real, hipertextual, interativo e, resumindo, virtual da informação que é, parece-me, a marca distintiva do ciberespaço." *In: Lévy, Pierre, op. cit., p. 94-95.*

²² BAUMAN, Zygmunt. **Modernidade Líquida**. Tradução de Plínio Dentzien. Rio de Janeiro: Zahar, 2001, *passim*.

*startups*²³, que desenvolvem soluções tecnológicas inovadoras voltadas ao Mercado Financeiro.

O seu surgimento está ligado, especialmente, à crise financeira internacional ocorrida em 2007-2008. Por volta dos anos 2000, diante do estouro da bolha das “ponto com”²⁴ e receando uma recessão no país, o *Federal Reserve* (*Fed*) injetou dinheiro no sistema financeiro de modo a estimular a economia, com vistas à redução da taxa básica de juros americana. A população, com o crédito acessível, passou a adquirir a casa própria.

No entanto, com a recuperação da economia em meados de 2004, o *Fed* diminuiu o ritmo de estímulo à economia, o que fez os juros voltarem a subir entre 2004 e 2006, e, conseqüentemente, a demanda por imóveis cair. Diante da desvalorização dos imóveis e do aumento nas prestações do financiamento imobiliário devido aos juros, quem havia adquirido imóveis por meio do crédito imobiliário fornecido pelos bancos passou a abandonar os imóveis e a não mais pagar os financiamentos.²⁵

O inadimplemento tomou grandes proporções em 2007 e os títulos lastreados nestas hipotecas, de propriedade de bancos de investimento (investidores), viraram pó, ou seja, perderam totalmente o seu valor e o sistema financeiro mundial entrou em colapso. Em 2008, presenciamos a quebra do tradicional banco Lehman Brothers, sediado em NY, e da gigante seguradora *American International Group (AIG)*.²⁶

²³ “Uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza.”

RIES, Eric. **A Startup Enxuta: Como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. Tradução de Carlos Szlak. Rio de Janeiro: LeYa, 2012, p. 24.

²⁴ A bolha da Internet ou bolha das empresas “ponto com” “foi uma bolha especulativa criada no final da década de 1990, caracterizada por uma forte alta das ações das novas empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação (TIC) baseadas na Internet. [...] No auge da especulação, o índice da bolsa eletrônica de Nova Iorque, a Nasdaq, chegou a alcançar mais de 5000 pontos, despencando pouco tempo depois. Considera-se que o auge da bolha tenha ocorrido em 10 de março de 2000. Ao longo de 2000, ela se esvaziou rapidamente, e, já no início de 2001, muitas empresas “ponto com” já estavam em processo de venda, fusão, redução ou simplesmente quebraram e desapareceram”. Disponível em: https://pt.wikipedia.org/wiki/Bolha_da_Internet. Acesso em: 24 mai.2018.

²⁵ ROQUE, Leandro. **Como ocorreu a crise financeira americana**. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>. Acesso em: 24 mai. 2018.

²⁶ *Idem*.

A crise dos *subprimes*²⁷, como conhecida, foi causada por um conjunto de fatores que envolve uma política governamental equivocada de fomento à economia baseada no crédito imobiliário às minorias e pessoas de baixa renda para a aquisição da casa própria. Esta política envolvia as agências hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac e o decreto *Community Reinvestment Act* (CRA)²⁸, no qual estabelece regras que condicionam a concessão, pelos reguladores, de autorizações para determinadas operações comerciais de interesse dos bancos à quantidade de empréstimos concedidos às pessoas de baixa renda: os bancos concediam crédito imobiliário às pessoas sem a adequada avaliação de risco e repassavam estas carteiras de empréstimos imobiliários às agências Fannie Mae e Freddie Mac, uma operação contábil com o objetivo de aliviar o total de ativo de seus balanços, o que lhes permitia concederem mais e mais financiamentos à população.²⁹

Outrossim, estas agências hipotecárias passavam a ser credoras dos tomadores de crédito imobiliário e, em ato contínuo, securitizavam³⁰ estes créditos em ativos financeiros lastreados em hipotecas, a investidores³¹ de todo o mundo, com garantias do investimento, pois estas agências possuíam uma linha de crédito especial perante o Tesouro dos Estados Unidos. Significa dizer que caso

²⁷ *Subprime* se refere a “tomadores de empréstimo com histórico de crédito ruim”. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>. Acesso em: 24 mai. 2018.

²⁸ “*The Community Reinvestment Act (CRA, P.L. 95-128, 91 Stat. 1147, title VIII of the Housing and Community Development Act of 1977, 12 U.S.C. § 2901 et seq.) is a United States federal law designed to encourage commercial banks and savings associations to help meet the needs of borrowers in all segments of their communities, including low- and moderate-income neighborhoods. Congress passed the Act in 1977 to reduce discriminatory credit practices against low-income neighborhoods, a practice known as redlining.*” Disponível em: https://en.wikipedia.org/wiki/Community_Reinvestment_Act. Acesso em: 24 mai. 2018.

²⁹ ROQUE, Leandro, *op. cit., passim*.

³⁰ **Securitização / Securitizar / Securitizavam:** “Tal terminologia nasceu do aportuguesamento da expressão “*securities*”, que significa “valores mobiliários” – sendo pouco feliz, como se percebe, a vernaculização promovida, assim como o foram tantas outras expressões frequentes, hoje em dia, tais como *deletar, formatar, hedgear* etc., que tanto parecem conspurcar a beleza ínsita de nosso idioma. Assim, securitizar não significa “conversão direta de créditos em títulos mobiliários”, mas denota ter os créditos (recebíveis) como lastro – suporte da emissão – e como origem de receita (advindas da liquidação dos recebíveis). [...] Securitização é no sentido de colocar os *securities* junto ao público investidor, protegendo-os de eventuais questionamentos quanto ao lastro de tais *securities*”. In: NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p.31-34.

³¹ Principais investidores: Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Citibank, Bank of America, nos EUA; Barclays, Royal Bank of Scotland e Northern Rock, no Reino Unido; BNP Paribas e Société Générale, na França; Credit Suisse e UBS, na Suíça; e Deutsche Bank, na Alemanha. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>. Acesso em: 24 mai. 2018.

estas agências quebrassem, o governo americano socorreria a todos.³² Ademais, as agências de classificação de risco, tais como, Moody's, Fitch e Standard & Poor's, classificavam com nota máxima estes ativos financeiros – triple A (AAA).³³

O estouro da bolha imobiliária em 2008, causou grandes prejuízos pelo mundo (globalizado) em efeito dominó e fez com que países injetassem bilhões de dólares e euros³⁴ na tentativa de salvar instituições financeiras e combater a crise internacional. Toda esta cascata de eventos trágicos abalou a confiança pública nas entidades reguladoras e nas instituições financeiras, o que serviu de base para o surgimento de iniciativas empreendedoras no Mercado Financeiro, através das sociedades empresariais de *fintech*.³⁵

Segundo Rébecca Menat, o termo *fintech* “engloba uma nova onda de empresas mudando a maneira que as pessoas pagam, enviam dinheiro, emprestam e investem”³⁶. Por este motivo, há uma corrente que classifica as *fintechs* como novas instituições financeiras que aliam tecnologia aos serviços financeiros.³⁷

Estas empresas com DNA em tecnologia da informação têm a capacidade de desenvolver serviços financeiros, até então prestados basicamente por instituições financeiras tradicionais, principalmente por bancos, porém de uma forma bem diferente: em ambiente digital com foco na usabilidade do usuário por meio de interface gráfica mais amigável (*user-friendly*) e processos mais ágeis, interativos e simples, o que melhora a experiência com o usuário.

³² ROQUE, Leandro, *op. cit.*, *passim*.

³³ *Idem*.

³⁴ ESTADÃO. **A cronologia da crise financeira**. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral.a-cronologia-da-crise-financeira.250292>. Acesso em: 24 mai. 2018.

³⁵ COCKERTON, Claire. **Promovendo Novas Comunidades FinTech**. In: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. *A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras*. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017, p. 42.

³⁶ MENAT, Rébecca. **Por que Estamos tão Animados com Fintech**. In: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. *A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras*. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017, p. 10.

³⁷ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Fintech: novo desafio regulatório**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 74. Ano 19, p.33-49. São Paulo: Ed. RT, out/dez. 2016, p. 34.

Sua estrutura enxuta permite que processos operacionais manuais sejam substituídos por algoritmos³⁸ e softwares³⁹, com maior transparência e serviços digitais que reduzem ou dispensam estabelecimentos físicos, permitindo um custo final muito mais baixo, o que tem beneficiado consumidores e gerado confiança.

A facilidade e a rapidez na implementação de inovações tecnológicas fizeram de parte destas *fintechs*, concorrentes diretas dos gigantes do setor em determinados serviços, o que convalidou o fato social em um verdadeiro fenômeno:

O fenômeno *FinTech* pode ser amplamente descrito como o conjunto de processos tecnológicos inovadores que facilitam o acesso aos serviços financeiros ou a prestação dos mesmos. Servindo-se da inovação tecnológica e de outros recursos disponíveis, as *start-ups* (ou “*emerging companies*” como começam a ser designadas) atuam no Mercado Financeiro primordialmente prestando serviços às instituições financeiras “tradicionais” ou em competição com estas, provando ser, regra geral, mais competitivas que as últimas, pois as suas estruturas são consideravelmente menos “pesadas” em custos operacionais e regulatórios.⁴⁰

A grande vantagem competitiva das empresas de *fintech* em relação aos bancos está relacionada ao fato de que aquelas empresas projetaram seus produtos e serviços digitais desde o início e alinhados à atual geração de consumidores, os chamados *digital natives*⁴¹; enquanto estas instituições tentam

³⁸ “Conjunto das regras de operação (conjunto de raciocínios) cuja aplicação permite resolver um problema enunciado por meio de um número finito de operações; pode ser traduzido em um programa executado por um computador, detectável nos mecanismos gramaticais de uma língua ou no sistema de procedimentos racionais finito, utilizado em outras ciências, para resolução de problemas semelhantes.” Disponível em: <http://michaelis.uol.com.br/busca?id=4ID9>. Acesso em: 24 mai. 2018.

³⁹ “Software é um conjunto de comandos escritos (instruções) em determinada linguagem de programação para serem interpretados por um hardware (computador, dispositivo móvel) com a finalidade de executar determinadas tarefas e funções de modo a alcançar o fim pelo qual foi desenvolvido. São conhecidos por programas (de computador) ou código-fonte. São exemplos de softwares, o Windows/Linux (sistema operacional), editores de texto (word, por exemplo), sites de comércio eletrônico, redes sociais, dentre outras aplicações.” In: FUJITA, Jorge S.; SALMAN, Jamili El Akchar. **Inovações Tecnológicas baseadas na economia colaborativa ou economia compartilhada e a legislação brasileira: o caso UBER**. Revista de Direito, Economia e Desenvolvimento Sustentável. e-ISSN: 2526-0057. Salvador. v. 4. n. 1, p.92-112. jan/jun. 2018, p. 95.

⁴⁰ GERALDES, Luis Roquette; SILVA, João Lima; CARDOSO, Francisca Seara. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). **FinTech: desafios da tecnologia financeira**. Grupo Almedina: Lisboa, 2017, p.301.

⁴¹ “A “geração X”, décadas de 60 e 70 do século XX, é marcada pelo contato com a globalização, o uso regular da televisão, o aumento do acesso a informação e diminuição do grau de disciplina e autoridade, fortemente influenciada pelo movimento da contracultura que grassou um pouco por todo o mundo, particularmente no mundo de cultura ocidental (simbolizada na expressão “*make love, not war*”). A terceira geração, denominada de Y, é marcada pela integração do computador pessoal e da Internet no cotidiano dos jovens, ampliando a sua capacidade de inovar através da sua energia e desenvoltura com os avanços tecnológicos. A quarta geração surge na viragem do

adaptar-se às exigências destes novos consumidores, porém com estruturas tradicionais arcaicas, centralizadas e cultura enraizada⁴². A este respeito, em 2015, o presidente e CEO do Banco BBVA, Francisco González, ousou dizer que “metade dos bancos do mundo vão desaparecer por entre as fendas abertas pela disrupção⁴³ digital da indústria”.⁴⁴

Em relatório de Estabilidade Financeira⁴⁵ divulgado em setembro de 2016, o Banco Central do Brasil (BCB), autarquia federal criada pela Lei nº. 4.595/1964⁴⁶, com competência para disciplinar e fiscalizar o Sistema Financeiro Nacional (SFN), pela primeira vez reconheceu a existência das *fintechs*, definindo-as como:

Empresas intensivas em tecnologia que prestam serviços financeiros. Tais empresas aplicam as mais recentes tecnologias na adaptação de produtos e de serviços oferecidos no Mercado Financeiro, no lançamento de novas soluções e na provisão de serviços de mitigação e de gerenciamento de riscos de *compliance*⁴⁷ para as instituições reguladas.

O conceito adotado pelo BCB aborda como tema central empresas que promovem as inovações tecnológicas nos produtos e serviços ofertados no

milênio (2000), face aos rápidos e grandes avanços tecnológicos, nomeadamente dos dispositivos da web 2.0 (blog, Facebook, Twitter, YouTube...), e que é apelidada de “*Homo zappiens*” (Vee & Vreaking, 2009). Estaríamos perante uma geração Z que dispõe de uma vasta quantidade de recursos, sendo atraída pelo desafio das ferramentas da Web 2.0.” *In*: Souza, Karine P.; Silva, Bento. **Nativos digitais: atreve-te a empreender**. *In*: Ferreira, Ana Cristina P.; Domingos, Ana Maria; Spínola; Carlos. **Nas pegadas das Reformas Educativas**, Atas do I Colóquio Cabo-Verdiano de Educação. Praia: Universidade de Cabo Verde, p. 435- 447. Disponível em: <https://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/36244/1/Nativos%20Digitais%20-%20Atreve-te%20a%20empreender.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2018.

⁴² MEAD, Warren. **Bancos e o momento E-Book**. *In*: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017, p. 6-8.

⁴³ Entende-se por disrupção ou inovação disruptiva, “produto ou serviço que cria um novo mercado e desestabiliza os concorrentes que antes o dominavam. É geralmente algo mais simples, mais barato do que o que já existe, ou algo capaz de atender um público que antes não tinha acesso ao mercado. Em geral começa servindo um público modesto, até que abocanha todo o segmento.” Disponível em: http://sescapal.org.br/revista_fenacon/FENACON_176.pdf. Acesso em: 26 mai. 2018.

⁴⁴ MEAD, Warren, *op. cit.*, p. 8.

⁴⁵ BCB. **Relatório de Estabilidade Financeira**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2016_09/refBox3.pdf. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁴⁶ BRASIL. **Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595compilado.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

⁴⁷ O termo *Compliance* é derivado do verbo “to comply” do idioma inglês. Assim, *compliance* significa estar em conformidade com as leis, os regulamentos, as normas, as políticas e os procedimentos. Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/ComplianceAno18PT.pdf> e http://www.votorantim.com.br/assets/public/files/01_cartilha_de_compliance.pdf. Acesso: nov. 2018.

Mercado Financeiro, inclusive considerando soluções tecnológicas desenvolvidas para instituições reguladas por ele.

Posteriormente, em janeiro de 2018, adicionou em seu FAQ de perguntas e respostas, informações mais detalhadas sobre as *fintechs*, reiterando o seu conceito e ampliando o âmbito de sua atuação, conforme segue:

Fintechs são empresas que promovem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia, com potencial para criar novos modelos de negócios. Internacionalmente, as *fintechs* são classificadas da seguinte forma: de pagamento, compensação e liquidação, depósito, empréstimo e levantamento de capital, financiamento, e gestão de investimentos. No Brasil, podemos identificar as seguintes categorias de *fintechs*: de pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, criptoativos e *Distributed Ledger Technologies (DLTs)*, câmbio, e multisserviços.⁴⁸

O BCB, no mesmo relatório, afirma que tem acompanhado estas inovações do setor e participado de iniciativas nacionais e internacionais por entender a importância de novas tecnologias e do estímulo à concorrência, o que gera a oferta de produtos e serviços a preços mais baixos à população. No entanto, se declara preocupado com a solidez do sistema financeiro e vigilante a estas novas tecnologias, reconhecendo a necessidade de um marco regulatório tempestivamente aprimorado.⁴⁹

Assim, participa de fóruns internacionais para melhor compreender este fenômeno e interage por meio de grupos de trabalho no Comitê de Pagamentos e Infraestruturas do Mercado (CPMI); no Banco de Compensações Internacionais (BIS); na Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO); no Conselho de Estabilidade Financeira (FSB); na União Internacional de Telecomunicações (UIT); no Comitê de Basileia de Supervisão Bancária (*Basel Committee on Banking Supervision – BCBS*); no Comitê do Sistema Financeiro Global (CGFS) e no Comitê dos Mercados (MC). Adicionalmente, criou grupo de trabalho interno por meio da Portaria BCB nº 89.399, de 3 de junho de 2016, com a finalidade de estudar e avaliar possíveis impactos de inovações tecnológicas digitais no âmbito do SFN e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).⁵⁰

⁴⁸ BCB. **FAQ** – **Fintechs**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fintechs.asp?idpai=FAQCIDADA0#1. Acesso em: 20 ago. 2018.

⁴⁹ BCB. **Relatório de Estabilidade Financeira**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2016_09/refBox3.pdf. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁵⁰ *Idem*.

Na visão do regulador, os serviços financeiros que têm sofrido as transformações tecnológicas mais consideráveis foram os de pagamento, transferência e remessa internacional de recursos, como é o caso da plataforma tecnológica *Blockchain* e das chamadas *cryptocurrencies*; empréstimos de recursos diretamente entre pessoas tomadores e credores (*peer-to-peer*) e o financiamento e investimento coletivo, conhecido por *Crowdfunding*.⁵¹

No mesmo sentido, a CVM, autarquia federal criada pela Lei nº. 6.385/1976⁵², com o objetivo de normatizar e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários, com vistas ao acompanhamento das tecnologias financeiras, editou a Portaria nº. 105, de 07 de junho de 2016⁵³, na qual, preocupada com a tendência mundial de expansão das tecnologias financeiras e seus impactos no sistema, instituiu o Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras, visando acompanhar o desenvolvimento e a aplicação destas tecnologias no Mercado de Valores Mobiliários e restou em conceituar o termo *fintech* no Parágrafo único do artigo 1º da referida Portaria, com destaque às principais áreas afetadas no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários:

Parágrafo único. Para os propósitos desta Portaria, entende-se por “*FinTech*” a aplicação intensiva de novas tecnologia nos mercados, produtos ou serviços sob a jurisdição da CVM, incluindo, dentre outros, áreas relacionadas a plataformas de financiamento e à distribuição, negociação e pós-negociação de valores mobiliários, tais como: *crowdfunding*, *digital securities*, *automated advice*, *distributed ledger technology* e *high-frequency trading*.

Nota-se que a CVM aborda o tema *fintech* com maior amplitude, na perspectiva de produtos e serviços tecnológicos, definindo-a como a “aplicação intensiva de tecnologias da informação nos mercados, produtos ou serviços”, ao passo que o BCB entende o termo por “empresas intensivas em tecnologia que prestam serviços financeiros”, ou seja, uma visão mais institucional e empresarial. Esta diferença de abordagem conceitual parece sutil, no entanto, em tempos de revolução tecnológica, entendemos ser a definição dada pela CVM a mais adequada, uma vez que uma das grandes inovações trazidas ao Mercado

⁵¹ *Idem*.

⁵² BRASIL. Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

⁵³ CVM. Portaria nº. 105 de 07 de junho de 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160607/PORTARIA-105.pdf>. Acesso em: 19 mai. 2018.

Financeiro foi a criptomoeda *Bitcoin*, desenvolvida não por uma empresa regularmente constituída, mas pela colaboração de pessoas em rede (tecnológica) pelo mundo, por tratar-se de código-fonte aberto⁵⁴.

Entretanto, a *Financial Stability Board (FSB)*, órgão internacional que promove a estabilidade do sistema financeiro global, classificou *fintech* como “inovações tecnológicas capazes de gerar novos modelos de negócios, aplicativos, processos ou produtos com efeito material nos mercados, nas instituições financeiras e nos serviços financeiros”⁵⁵.

Destarte, o termo *fintech* sintetiza as inovações tecnológicas disruptivas no mercado financeiro em sentido amplo. Como estes serviços são fornecidos majoritariamente por empresas juridicamente constituídas, o termo tem sido utilizado para identificar sociedades empresárias que têm como atividade a prestação de serviços financeiros com uso intensivo da tecnologia.

Portanto, a sociedade empresária que atuar neste ramo sempre será, segundo legislação vigente, uma sociedade de nome coletivo, comandita simples, comandita por ações, sociedade anônima ou limitada, especialmente, limitada ou anônima, pela sua relevância econômica.

Diversos países pelo mundo têm criado organizações⁵⁶ e os chamados *Fintech Hub*, com o objetivo de fomentar a indústria *fintech* através de um ecossistema com pessoas engajadas, espaços físicos e digitais para a troca de valor. Em 2015, a cidade de Londres foi o maior destaque de sucesso na Europa na categoria *FinTech Hub*, isto porque o Estado promove um ambiente de empreendedorismo, inovação e desenvolvimento, com políticas de baixos tributos, incentivos fiscais, assistência ao empreendedor e estímulo ao financiamento às empresas de *fintech* em fase inicial. O polo de instituições educacionais, fonte de

⁵⁴ O Código Aberto ou *open source* é uma modalidade de software cujo o código-fonte pode ser obtido por qualquer pessoa, principalmente para realizar melhorias num modelo de colaboração entre desenvolvedores.

⁵⁵ “*Technologically enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on financial markets and institutions and the provision of financial services*”. In: FSB. **Fintechs: Monitoring of FinTech**. Disponível em: <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/additional-policy-areas/monitoring-of-fintech/>. Acesso em: 14 out. 2018.

⁵⁶ A organização Innovate Finance foi criada com o objetivo de fomentar a indústria *FinTech* no Reino Unido. In: COCKERTON, Claire, *op. cit.*, p. 43.

talentos, e diversidade cultural na região são outros fatores que favorecem o crescimento e a competitividade global destas *fintechs*.⁵⁷

O Brasil tem se movimentado neste sentido e criado diversos canais de informação e comunicação sobre o tema⁵⁸, associação de empresas do setor de *fintech*⁵⁹ e até mesmo o regulador BCB lançou recentemente, em maio de 2018, o Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (LIFT)⁶⁰, virtual, colaborativo e aberto ao público para a propositura de projetos no setor.

No mesmo sentido, a CVM em conjunto com a Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), criaram o Laboratório de Inovação Financeira que é um projeto para estudos no âmbito financeiro, consumidor, provedor e regulatório com o objetivo de fomentar o desenvolvimento de instrumentos financeiros e estruturas financeiras. Um dos grupos de trabalho (GT) deste laboratório está justamente relacionado ao tema *fintech*.⁶¹

O GT *Fintech* é formado por representantes de órgãos governamentais, pelas associações de *fintech*, pelo setor financeiro, pelos reguladores, entre outros, e teve suas atividades iniciadas em janeiro de 2018. Os principais objetivos são: i) estudar as novas tecnologias financeiras, a economia digital e mecanismos de financiamento alternativos; ii) desenvolver proposta de atuação conjunta em tecnologias financeiras, economia digital e mecanismos de financiamento alternativos, bem como estudos sobre a implantação de *sandbox* regulatório nos Mercados de Capitais, de Seguros e de Previdência.⁶²

Os *hubs* de inovação tecnológica que abrigam as *startups* no Brasil, não apenas na seara das *fintechs*, estão localizados, principalmente, nas cidades de

⁵⁷ *Idem*.

⁵⁸ Veja em: <http://fintechlab.com.br/>; <https://conexaofintech.com.br/>; <https://fintechbr.com.br/>; <https://www.abfintechs.com.br/>.

⁵⁹ Associação Brasileira de Criptomoedas e *Blockchain* (ABCB) criada em abril de 2018; Associação Brasileira de *Fintechs* (ABFintechs) criada em 2016 e composta de empresas da indústria *fintech*; Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD) criada em 2016 por empresas de *fintech* no segmento de crédito. Veja, respectivamente em: <http://abcb.in/>; <https://www.abfintechs.com.br/sobre>; <http://www.creditodigital.org.br/>.

⁶⁰ BCB. **BC lança laboratório de inovação para desenvolver soluções financeiras tecnológicas**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/noticias/257>. Acesso em: 30 mai. 2018.

⁶¹ LAB. **Laboratório de Inovação Financeira**. Disponível em: <http://www.labinovacaofinanceira.com/>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁶² LAB. **Fintech**. Disponível em: <http://www.labinovacaofinanceira.com/grupos-de-trabalho-gt/fintech/>. Acesso em: 08 set. 2018.

São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Florianópolis e Recife.⁶³ São todas iniciativas com a finalidade de impulsionar o setor.

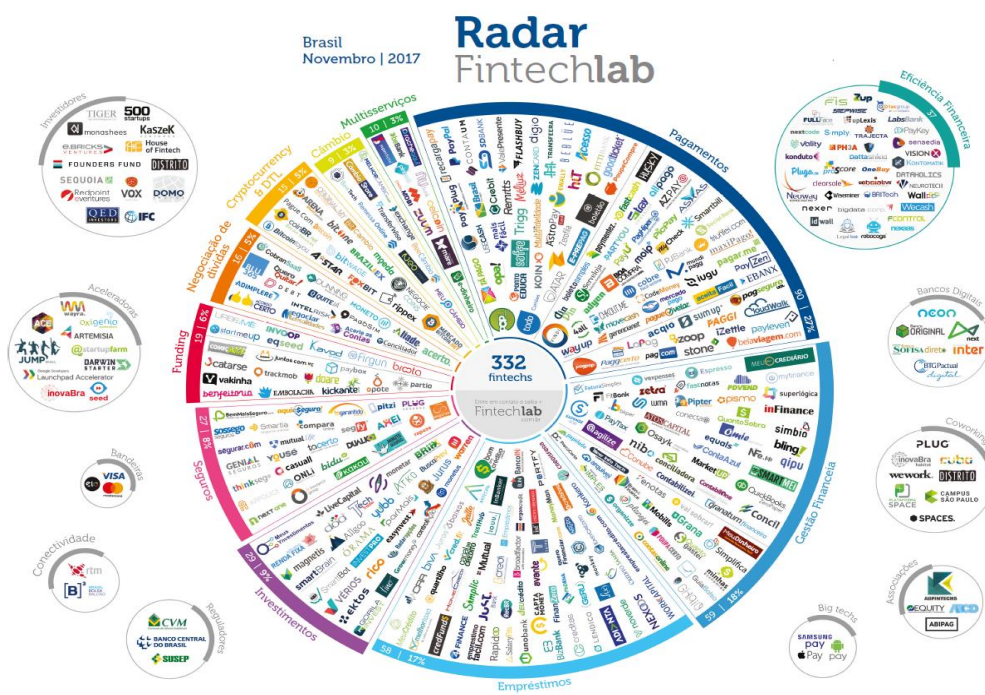
Nesta perspectiva, estudo realizado pela FintechLab⁶⁴, em 2017, mapeou o total de 332 empresas de *fintech*⁶⁵ no Brasil. O gráfico abaixo demonstra a concentração de empresas *fintech* por segmento de atuação: no segmento de Pagamentos, já existem 90 empresas, o que representa 27% da indústria *fintech*; Gestão financeira com 18%; Empréstimos com 17%; Investimentos com 9%; Seguros com 8%; *Funding* com 6%; Negociação de Dívidas com 5%; criptomoedas e DLT com 5%; Câmbio com 3% e Multisserviços com 3%. Um setor em expansão.

⁶³ FINTECHLAB. **Report 2017.** Disponível em: <http://fintechlab.com.br/index.php/2017/11/24/novo-radar-fintechlab-mostra-crescimento-de-36-no-numero-de-fintechs-do-brasil/>. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁶⁴ “FintechLab é um *hub* para conexão e fomento do ecossistema de *fintechs* nacional. Através da divulgação de conteúdo, exposição de iniciativas, eventos e *matchmaking*, apoiamos a inovação nos serviços financeiros. Trabalhamos em projetos estruturados, com empresas, *fintechs*, investidores, aceleradoras, através de *advisory*, pesquisas e *reports* customizados, workshops, treinamentos e organização de eventos *incompany*. FintechLab é uma iniciativa da Clay Innovation, agência de inovação e design de serviços. A Clay Innovation atua em projetos de pesquisa aprofundada com consumidor, desenho de jornada de serviços e inovação. Oferecemos também workshops e treinamentos *incompany*.” Disponível em: <http://fintechlab.com.br/>. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁶⁵ FINTECHLAB. **Report 2017.** Disponível em: <http://fintechlab.com.br/index.php/2017/11/24/novo-radar-fintechlab-mostra-crescimento-de-36-no-numero-de-fintechs-do-brasil/>. Acesso em: 19 mai. 2018.

Figura 1 – Gráfico de empresas de *fintech* no Brasil por segmento



Fonte: FintechLab, 2017.

Com efeito, na era da informação não há mais imunidades, as transformações chegaram e chegarão para diversos produtos e serviços e segmentos de mercado. As transformações tecnológicas estão acontecendo cada vez mais rápido e avançando em todos os setores da economia, o que tem causado grandes impactos em modelos de negócios, processos, mercados, produtos e serviços tradicionais: a Netflix aniquilou a Blockbuster no segmento de entretenimento; a UBER desafiou e extinguiu o monopólio dos táxis; a Airbnb assusta a rede hoteleira, entre outros.

Uma frase de Bill Gates sintetiza bem as mudanças pelas quais os serviços financeiros estão sujeitos: “Nós precisamos de serviços financeiros, mas não de bancos.”⁶⁶ Moura destaca que as principais mudanças trazidas pelas *fintechs* são a forma de disponibilização dos serviços e o relacionamento com o cliente:

Atualmente, o ruído existente à volta das *Fintechs* passa a mensagem de que os serviços financeiros podem ser radicalmente alterados de um

⁶⁶ FRAGA, Nayara. **O fenômeno Fintech: a nova leva de startups que invadiu o sistema financeiro.** Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Dinheiro/noticia/2016/01/o-fenomeno-fintech-nova-leva-de-startups-que-invadiram-o-sistema-financeiro.html>. Acesso em: 18 mar. 2018.

dia para o outro, mas afigura-se que as *Fintechs* representam, acima de tudo, uma inevitável mudança na forma como os serviços financeiros são disponibilizados e no modo de interação com os clientes.⁶⁷

Apesar de as *fintechs* terem ganhado notoriedade recentemente, principalmente após a crise financeira internacional de 2007-2008, as empresas de tecnologia voltadas ao Mercado Financeiro tiveram sua origem bem antes, com o advento da sociedade da informação, maiormente através de serviços de *back-office* que suportavam os departamentos bancários.

A grande diferença entre as tecnologias de serviços financeiros do século XX para as *fintechs* de hoje é justamente a forma inovadora com que os serviços financeiros são disponibilizados e a custos mais baixos. Nestas, há a interação direta com os consumidores de forma simples, transparente e amigável, os chamados serviços de *front-office*, nos quais permitiram ao consumidor o poder de escolha sobre quais serviços desejam consumir, gerando por vezes, uma concorrência direta com os serviços de instituições financeiras tradicionais.⁶⁸

Alguns definem estas transformações digitais no Mercado Financeiro como sendo a “Uberização dos serviços financeiros”, em alusão aos impactos causados pelo modelo de negócio da empresa UBER na seara dos transportes: um aplicativo inovador que permite a interação do usuário, que facilitou e otimizou a aproximação daquele que necessita do transporte individual particular eventual àquele que oferece o serviço (*peer-to-peer*).⁶⁹

Este modelo de negócio é calcado na intermediação, uma vez que a empresa não possui frota de veículos, muito menos, funcionários para prestar o serviço. Antigamente, ao necessitar de um serviço de transporte individual particular, era necessário ligar para uma central de agendamentos ou encontrar um ponto de táxi e aguardar pela sua vez ou até mesmo, ter a sorte de encontrar um táxi pelas ruas, sem a previsibilidade de tempo de espera e de preço pelo serviço. Esta foi uma mudança considerável na forma de disponibilização do serviço.⁷⁰

⁶⁷ MOURA, Carlos. **Fintech e regulação no mercado bancário**. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). *Fintech: desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, 2017, p. 22.

⁶⁸ *Idem*.

⁶⁹ FRAGA, Nayara, *op. cit.*, *passim*.

⁷⁰ FUJITA, Jorge S.; SALMAN, Jamili El Akchar. **Inovações Tecnológicas baseadas na economia colaborativa ou economia compartilhada e a legislação brasileira: o caso UBER**.

Diversos modelos de negócio financeiros têm usado o mesmo conceito de economia compartilhada e colaborativa, inclusive no Mercado Financeiro, no entanto, surge a questão: as *fintechs* são simplesmente empresas de tecnologia da informação ou devem ser entendidas como instituições financeiras sujeitas à regulação específica do SFN?

A mesma polêmica surgiu em torno da natureza jurídica da UBER: uma empresa de tecnologia ou uma empresa de transportes? A UBER estaria sujeita à legislação especial de Política Nacional de Mobilidade Urbana, bem como à legislação que regulamenta a profissão do taxista?

Empresa multinacional norte-americana, a UBER inovou na seara do transporte individual e iniciou suas atividades no Brasil em 2014. Atualmente, opera em mais de 632 cidades do mundo⁷¹. A empresa UBER é regularmente constituída no Brasil, inscrita pelo nome empresarial UBER DO BRASIL TECNOLOGIA LTDA., com a natureza jurídica sob o código 206-2 – Sociedade Empresária Limitada, com atividade econômica sob o código 74.90-1-04 – Atividades de intermediação e agenciamento de serviços e negócios em geral, exceto imobiliários e atividades econômicas secundárias direcionadas ao desenvolvimento de software: 62.02-3-00 - Desenvolvimento e licenciamento de programas de computador customizáveis; 62.09-1-00 – Suporte técnico, manutenção e outros serviços em tecnologia da informação; 70.20 4-00 – Atividades de consultoria em gestão empresarial, exceto consultoria técnica específica; 73.19-0-04 – Consultoria em publicidade; 63.19-4-00 – Portais, provedores de conteúdo e outros serviços de informação na internet”.⁷²

O aplicativo da UBER, além de permitir a intermediação do demandante do serviço de transporte (usuários) ao prestador do serviço (prestadores terceiros) por meio do recurso de geolocalização (*GPS*), possui outras funcionalidades que garantiram o seu sucesso perante à sociedade. O *app* faz a estimativa da distância e do valor da corrida, o que traz maior transparência e previsibilidade ao consumidor e possui um sistema de avaliação dos participantes, o que ajuda a

Revista de Direito, Economia e Desenvolvimento Sustentável. e-ISSN: 2526-0057. Salvador. Vol. 4. n. 1, p.92 – 112. jan/jun. 2018.

⁷¹ UBER. **A mobilidade que você deseja**. Disponível em: <https://www.uber.com/pt-BR>. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁷² FUJITA, Jorge S.; SALMAN, Jamili El Akchar, *op. cit, passim*.

construir a confiança nas relações ao permitir a avaliação do prestador do serviço ao final da corrida. O aplicativo também possibilita realizar o pagamento da corrida com cartão de crédito ou débito, algo que antigamente os taxistas relutavam e exigiam o pagamento apenas em dinheiro, o que causava transtornos aos consumidores, seja pela forma retrógrada de pagamento, seja pela falta de troco.

Pelo ineditismo, muito se falou em inconstitucionalidade e ilegalidade do serviço prestado pela UBER, não somente no Brasil, inclusive foi suscitado que a empresa gerava uma concorrência desleal frente à atividade dos taxistas. Diante da pressão da classe taxista, diversas leis municipais espalhadas pelo país foram editadas pelos municípios com o objetivo de proibir o transporte remunerado individual de passageiros através de aplicativos⁷³, contrariando os princípios constitucionais da livre iniciativa, livre concorrência, a valorização do trabalho e a dignidade da pessoa humana.⁷⁴

No plano nacional e com vistas à harmonização dos serviços dos taxistas e dos condutores de transporte privado individual de passageiros por aplicativo, foi proposto pela Câmara dos Deputados, em abril de 2017, o Projeto de Lei nº. 28/2017 no qual previa a regulamentação do transporte remunerado privado individual de passageiros.⁷⁵

O projeto de lei tramitou no Congresso Nacional de abril/2017 a março/2018 e culminou na Lei nº. 13.640, de 26 de março de 2018, a qual alterou a Política Nacional de Mobilidade Urbana. A nova Lei nº. 13.640, de 26 de março de 2018, regulamentou a atividade de transporte por meio de aplicativo e a definiu finalmente como “transporte remunerado privado individual de passageiros”, o que trouxe maior segurança jurídica ao mercado.⁷⁶

Assim, verifica-se que as inovações tecnológicas nos mais variados setores da economia têm demandado reflexões e inovações legislativas adequadas aos novos tempos e à nova economia, pois estrangular empreendimentos não colabora com o desenvolvimento do próprio país.

⁷³ PREFEITURA DE SÃO PAULO. **Lei nº. 15.676/2012**. Disponível em: http://www3.prefeitura.sp.gov.br/cadlem/secretarias/negocios_juridicos/cadlem/integra.asp?alt=19122012L%20156760000 e **Lei nº. 16.279/15**. Disponível em: <http://documentacao.camara.sp.gov.br/iah/fulltext/leis/L16279.pdf>. Acesso em: jan. 2018.

⁷⁴ FUJITA, Jorge S.; SALMAN, Jamili El Akchar, *op. cit, passim*.

⁷⁵ *Idem*.

⁷⁶ *Idem*.

De igual modo, as *fintechs* têm promovido conquistas à sociedade, entre as quais podemos citar a inclusão financeira mundial e a geração de empregos, conforme aponta estudo da IOSCO de 2017, “o uso de tecnologias digitais devem aumentar o PIB em economias emergentes em U\$\$ 6,3 bilhões e criar 77 milhões de empregos nos próximos 10 anos.”⁷⁷

Destarte, diante de tais benefícios, os reguladores têm fomentado este novo setor com a flexibilização da legislação, mas ao mesmo tempo, garantido a proteção do sistema financeiro, de consumidores e de investidores.

Neste sentido, constata-se a tendência mundial de reguladores do Mercado Financeiro adotarem os chamados *regulatory sandboxes*, que constituem em ambientes controlados e seguros disponibilizados às empresas de *fintech* para testarem suas soluções tecnológicas inovadoras no mercado antes mesmo de terem de cumprir com toda a legislação pesada e rígida de uma tradicional instituição financeira, com todos os seus custos e tempo de autorização inerentes ao segmento:

Destaca-se ainda a discussão relativa às *regulatory sandboxes*, instrumentos “regulatórios” criadores de espaços nos quais os agentes, principalmente as *start-ups* prestadoras de serviços financeiros, podem testar os seus produtos, serviços ou modelos de negócio sem necessidade de requerer autorização perante o regulador financeiro, ou seja, sem incorrer na totalidade das despesas associadas ao respectivo licenciamento e atividade regulada, podendo assim “testar o mercado” e o seu produto “a salvo” do respectivo regime sancionatório porque o faz junto do regulador. Tratam-se de “*sanction-free spaces*” de experimentação em ambientes controlados promovidos pelos reguladores financeiros para fomentar a inovação financeira e ajudar a uma melhor produção legislativa, pois a mesma passa a ser feita a par e passo com a indústria. As *regulatory sandboxes* foram já implementadas em variadíssimos países (como, por exemplo, no Reino Unido, em Singapura e na Malásia) e são um excelente exemplo de uma iniciativa que deveria merecer a atenção da União Europeia nos tempos.⁷⁸

Relevante destacar a importância desta metodologia tanto para as empresas de inovação financeira, geralmente empresas em estágio inicial, com poucos recursos financeiros e estrutura enxuta para suportar todo o acervo regulatório existente e aplicável às tradicionais instituições do Mercado Financeiro, quanto para o regulador, que poderá aprender mais sobre o modelo

⁷⁷ CVM. **Tecnologia e Inovação no Setor Financeiro**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171214-2.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁷⁸ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da. **P2P Lending**. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). *Fintech: desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, 2017, p. 319.

de negócio da *fintech* e produzir legislações mais adequadas aos produtos e serviços inovadores.

Até o momento, não se tem conhecimento da prática *regulatory sandboxes* pelos reguladores do Brasil, no entanto a CVM tem se manifestado no sentido de estudar o assunto para uma possível adoção no Mercado de Capitais em relação às *fintechs*.⁷⁹

Assim, o próximo capítulo tem o fito de contextualizar o leitor ao Sistema Financeiro Nacional (SFN) para, posteriormente, verificar os aspectos jurídicos das *fintechs* nos segmentos de empréstimo, especificamente o *peer-to-peer*, e de criptomoedas e criptoativos.

⁷⁹ CVM. **Tecnologia e Inovação no Setor Financeiro**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171214-2.html>. Acesso em: 23 out. 2018.

2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN)

Este capítulo pretende destacar o funcionamento e a importância do Mercado Financeiro e de Capitais para o desenvolvimento do País, bem como demonstrar o ambiente altamente estruturado, regulado e fiscalizado do Sistema Financeiro Nacional (SFN) no qual as *fintechs* passam a ser inseridas.

2.1 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN)

O objetivo do SFN é o de promover o desenvolvimento equilibrado do País e a funcionar com vistas aos interesses da coletividade.⁸⁰

É composto por instrumentos, por instituições que regulam e fiscalizam o Mercado Financeiro e de Capitais e por instituições que realizam a intermediação financeira, facilitando as transações financeiras entre os agentes superavitários (poupadores) e os agentes deficitários (tomadores).⁸¹

Segundo Eizerik⁸², o SFN é dividido nos mercados de crédito, monetário, cambial e no Mercado de Capitais ou de valores mobiliários. Contudo, o Banco Central do Brasil (BCB) amplia e segrega o SFN nas seguintes atuações: i) moeda, crédito, capitais e câmbio; ii) seguros privados e iii) previdência fechada.⁸³ Para fins do presente estudo, a análise se restringirá as quatro espécies do sistema:⁸⁴

- i) Mercado de Crédito – consiste na captação e empréstimo de recursos para o financiamento do consumo em geral e de capital às empresas. É o principal campo de atuação dos bancos;
- ii) Mercado Monetário – o governo, através de seus instrumentos, conduz a política monetária, fornece papel-moeda e moeda escritural, controla os meios de pagamento e a liquidez da economia;

⁸⁰ Nos termos do artigo 192 da Constituição Federal de 1988: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que dispõem, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”.

⁸¹ CVM. **TOP: Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: CVM, 2017, p. 37.

⁸² EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 2.

⁸³ BCB. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp>. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁸⁴ YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 133.

- iii) Mercado de Câmbio – abrange operações de troca de moedas estrangeiras por reais, remessas ao exterior, financiamento à importação e exportação;
- iv) Mercado de Capitais – permite o financiamento de empresas através de captação de recursos junto ao público, em troca de participação nos lucros.

O SFN é regulado principalmente pelas seguintes legislações federais, quais sejam, a Lei nº. 4.595/1964⁸⁵, conhecida como Lei da Reforma Bancária, a Lei nº. 4.728/1965⁸⁶, chamada de Lei do Mercado de Capitais; já a Lei nº. 6.385/1976⁸⁷, a qual criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e a Lei nº. 6.404/1976⁸⁸, que trata sobre as Sociedades Anônimas.

A Lei da Reforma Bancária surgiu numa época em que o País passava por forte crise econômica em decorrência da hiperinflação⁸⁹. O objetivo da lei foi de, justamente, regular a política monetária, as instituições monetárias, bancárias e creditícias.⁹⁰

A estrutura do SFN foi definida, assim, pela Lei nº. 4.595/1964, sendo composta pelas seguintes instituições: i) Conselho Monetário Nacional (CMN); ii) Banco Central do Brasil (BCB); iii) Banco do Brasil S.A. (BB); iv) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES); e iv) Instituições Financeiras públicas e privadas.⁹¹

De acordo com a referida lei, o CMN possui a competência de formular a política da moeda e do crédito, com o objetivo de garantir o desenvolvimento econômico e social do País. O artigo 3º da Lei dispõe sobre a política do CMN

⁸⁵ BRASIL. Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm. Acesso em: 19 mai.2018.

⁸⁶ BRASIL. Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728compilado.htm. Acesso em: 19 mai.2018.

⁸⁷ BRASIL. Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 19 mai.2018.

⁸⁸ BRASIL. Lei nº. 6.404, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404compilada.htm. Acesso em: 19 mai.2018.

⁸⁹ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2003, p. 12.

⁹⁰ BRASIL. Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁹¹ *Idem*.

conferindo-lhe atribuições relacionadas ao volume dos meios de pagamento; ao valor interno da moeda com vistas a corrigir surtos inflacionários ou deflacionários, bem como depressões econômicas; à liquidez e solvência das instituições financeiras; e à coordenação das políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública.⁹²

O Capítulo III da Lei é destinado à regulação do BCB, definido como autarquia federal, com personalidade jurídica e patrimônio próprios. Enquanto que o CMN possui caráter normativo, o BCB possui caráter executivo e fiscalizatório, fazendo cumprir as deliberações, as políticas e diretrizes definidas pelo CMN.⁹³

O BCB constitui em autoridade no campo do mercado monetário do País no qual veio a substituir a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) para ampliar suas funções. Possui competências privativas com destaque para as seguintes: emitir moeda-papel e moeda metálica; executar serviços do meio-circulante; exercer a fiscalização das instituições financeiras; conceder autorização às instituições financeiras para funcionarem no país, entre outras. Ademais, possui a função de controlar a inflação, regular a quantidade de moeda na economia com o objetivo de manter a estabilidade de preços, conduzir as políticas monetária, cambial, de crédito e de relações financeiras com o exterior e administrar o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).⁹⁴

Ao Banco do Brasil (BB) foi atribuída a competência de executar a política creditícia e financeira do Governo Federal. As instituições financeiras públicas e privadas também são objeto de regulação da referida lei em seu Capítulo IV, sendo atribuído às instituições financeiras públicas a execução da política de crédito do Governo Federal.⁹⁵

A Lei nº. 4.728/1965 do Mercado de Capitais, editada seis meses após a Lei da Reforma Bancária, complementou a regulação do SFN ao disciplinar o Mercado de Capitais e ao estabelecer medidas para o seu funcionamento⁹⁶, sendo

⁹² *Idem.*

⁹³ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto, *op. cit.*, p. 13.

⁹⁴ BCB. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp>. Acesso em: 19 mai. 2018.

⁹⁵ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto, *op. cit.*

⁹⁶ BRASIL. **Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728compilado.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.

a primeira lei a tratar do Mercado de Valores Mobiliários e a estruturar o Mercado Financeiro.

Logo em seu primeiro artigo, a lei declara que tanto o Mercado Financeiro quanto o de Capitais serão disciplinados pelo CMN e fiscalizados pelo BCB, com o objetivo principal de proteger investidores, disciplinar o uso do crédito no mercado de títulos e valores mobiliários e regular o exercício das corretoras de valores mobiliários e de câmbio.⁹⁷

A Lei nº. 4.728/1965 igualmente definiu as instituições a participarem do sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no Mercado de Capitais, constituído pelas: i) bolsas de valores e sociedades corretoras; ii) instituições financeiras autorizadas a operar no Mercado de Capitais; iii) sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11; iv) sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12.⁹⁸ Em suma, o ex-Ministro Roberto Campos bem explica o escopo da lei:

A lei do Mercado de Capitais foi um documento complexo, extremamente sofisticado para a época, que regulou, além das matérias já referidas, as atribuições do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central sobre os mercados; organizou o sistema de distribuição de valores no mercado, formado pelas Bolsas de Valores, os *underwriters* e as corretoras; disciplinou as Bolsas, substituiu os corretores de fundos públicos por sociedades corretoras e criou os bancos de investimento; subordinou a registro prévio no Banco Central a distribuição e emissão de títulos negociados em Bolsa ou no mercado de balcão; exigiu a coobrigação de instituições financeiras nos títulos cambiários lançados no mercado; limitou a utilização do sistema financeiro pelas empresas que tinham acesso aos mercados estrangeiros; criou o Certificado de Depósito Bancário e o Certificado do Depósito em Garantia; regulou as sociedades e fundos de investimento; conferiu ação executiva de cobrança de contratos de câmbio e criou a alienação fiduciária em garantia, como modalidade de penhor sem tradição do bem empenhado, inspirado nos *trust receipts*; isentou as operações do mercado do imposto de selo, e disciplinou novamente, de modo sistemático, as incidências de imposto de renda sobre os rendimentos dos títulos e valores mobiliários.⁹⁹

Destarte, a Lei nº. 4.728/1965 delineou toda a estrutura e o funcionamento do Mercado Financeiro e de Capitais.

⁹⁷ *Idem.*

⁹⁸ *Idem.*

⁹⁹ CAMPOS, Roberto *Apud* VILLELA FILHO, Gustavo Alberto, *op. cit.*, p. 30-31.

No âmbito do Mercado de Capitais, este é regulado principalmente pela Lei nº. 6.385/1976¹⁰⁰, a qual criou em 07 de dezembro de 1976 a CVM¹⁰¹, autarquia federal em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de autoridade administrativa independente, autonomia financeira e orçamentária, a lei lhe atribuiu a competência¹⁰² para normatizar, fiscalizar, disciplinar e desenvolver o Mercado de Valores Mobiliários no Brasil. O principal objetivo da autarquia é de proteger o investidor e o consumidor dos serviços das empresas reguladas por ela.

Em seu primeiro artigo, a Lei nº. 6.385/1976 esclarece as atividades que serão disciplinadas e fiscalizadas pela CVM, quais sejam: i) a emissão e a distribuição de valores mobiliários no mercado; ii) a negociação e a intermediação no Mercado de Valores Mobiliários; iii) a negociação e a intermediação no mercado de derivativos; iv) a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; v) a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de mercadorias e futuros; vi) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; vii) a auditoria das companhias abertas; viii) os serviços de consultor e de analista de valores mobiliários.¹⁰³

Até o advento da Lei nº. 6.385/1976, o BCB exerceu amplamente a fiscalização do Mercado de Valores Mobiliários, no entanto, após a edição da referida lei, acabou por restringir sua atuação e a transferir grande parte de suas competências à CVM.

¹⁰⁰ BRASIL. **Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.

¹⁰¹ Nos termos do artigo 5º da Lei 6.385/1976: “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”.

¹⁰² Nos termos do artigo 8º da Lei 6.385/1976: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do Mercado de Valores Mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.”.

¹⁰³ BRASIL. **Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.

Muitos dos dispositivos encontrados na Lei nº. 4.728/1965, os quais tratavam majoritariamente do Mercado de Capitais, foram então reproduzidos e até mesmo modificados pelas Leis nº. 6.385/1976 e nº. 10.303/2001 e pelo Decreto nº 3.995/2001, como foi o caso, por exemplo, da transferência de poderes e prerrogativas anteriormente pertencentes ao BCB para a CVM, tais como: autorização e fiscalização das bolsas de valores; autorização e fiscalização das operações das sociedades corretoras, bem como o poder para regulamentação, emissão, registro e fiscalização em atividades de intermediação e distribuição de títulos e valores mobiliários.¹⁰⁴

Entretanto, as seguintes competências ligadas ao Mercado de Valores Mobiliários permaneceram com o BCB:

Atualmente, o Banco Central do Brasil exerce ainda algumas funções relacionadas ao Mercado de Capitais, principalmente no que diz respeito às corretoras, distribuidoras e instituições de custódia (responsável pela guarda de ativos), compensação (cálculo das obrigações líquidas dos participantes de um sistema de liquidação) e liquidação (conjunto de processos que efetiva a transferência de ativos e recursos financeiros entre compradores e vendedores). Estas instituições, por exemplo, devem, entre outras, ser previamente autorizadas a funcionar pelo Banco Central.¹⁰⁵

Portanto, ao CMN lhe foi atribuída a função normativa do Mercado Financeiro e de Capitais, enquanto que ao BCB e à CVM competem a supervisão de seus respectivos mercados. Assim, cabe ao BCB, majoritariamente, supervisionar o Mercado Financeiro e à CVM supervisionar majoritariamente o Mercado de Capitais, sendo ambos capazes de “editar normas para o funcionamento e controle dos operadores do SFN dentro de cada um dos segmentos ou mercados”¹⁰⁶.

Logo, o SFN é um importante vetor para o desenvolvimento econômico do País, pois contribui para a formação da poupança e permite a alocação eficiente de recursos aos setores produtivos da economia.¹⁰⁷

2.1.1 Mercado Financeiro

¹⁰⁴ VILLELA FILHO, Gustavo Alberto, *op. cit.*, p. 23.

¹⁰⁵ *Idem.*

¹⁰⁶ CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017, p.38. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 05 set. 2018.

¹⁰⁷ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 4.

O Mercado Financeiro é o responsável por viabilizar a formação de poupança dos agentes econômicos superavitários e por promover recursos aos agentes deficitários para seus projetos de investimentos¹⁰⁸. Nesse sentido, “a função básica do sistema financeiro é a de mobilizar e canalizar recursos para atividades produtivas, ou seja, transformar poupança (excedente não consumido) em investimento”.¹⁰⁹

Em sentido estrito, o Mercado Financeiro ou mercado bancário se presta à captação de recursos de agentes superavitários (poupam mais do que investem) e ao repasse destes recursos na forma de empréstimos para agentes deficitários (investem mais do que poupam).¹¹⁰

A operacionalização destas atividades é executada por intermediários financeiros, tipicamente por bancos, que se colocam entre investidores e beneficiários dos recursos, funcionando como contrapartes destes dois tipos de cliente em troca de um *spread*¹¹¹ que é a diferença entre a taxa de juros cobradas dos beneficiários e a taxa de juros paga aos investidores. A estas atividades se dá o nome de intermediação financeira.¹¹²

Portanto,

as instituições financeiras adotam estrutura patrimonial peculiar, decorrente da fungibilidade dos bens que intermedeiam (basicamente moeda), pela qual tornam-se devedoras dos depositantes, que podem sacar seus recursos à vista, e credoras dos beneficiários dos empréstimos, cujas dívidas são constituídas a prazo.¹¹³

O intermediário financeiro, assim, é um tipo de empresa que “capta recursos do público, os mantém como se fossem próprios, com a finalidade de repassá-los aos agentes econômicos que deles necessitam, de forma habitual e com a finalidade lucrativa”.¹¹⁴ Eizerik assevera que a intermediação financeira se dará pelas seguintes características:

(a) a ocorrência de “intermediação”, que significa o dar e receber recursos financeiros, atuando porém o intermediário como credor e devedor; isto significa que ele capta o dinheiro alheio e o “vende” com juros, assumindo integralmente o risco do negócio; o objeto da instituição

¹⁰⁸ *Ibid.*, p.2.

¹⁰⁹ YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 132.

¹¹⁰ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 2.

¹¹¹ *Spread* é a “diferença entre taxas de juros de aplicação e de captação, compreendendo o lucro e o risco relativos às operações de crédito”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/GLOSSARIO>. Acesso em: 19 mai. 2018.

¹¹² EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 2.

¹¹³ *Idem.*

¹¹⁴ *Ibid.*, p. 3.

financeira é a “negociação do crédito”, daí decorrendo que meramente tomar o dinheiro ou emprestá-lo não caracteriza atividade típica de instituição financeira; (b) a participação na cadeia obrigacional, inexistindo intermediação financeira se o intermediário não é devedor de quem lhe entregou o dinheiro e credor daquele para quem emprestou; (c) habitualidade na realização de tais atividades, ou seja, a sua repetição, de forma constante e em caráter permanente; e (d) a profissionalidade, que implica a atividade especializada e dirigida a uma finalidade determinada, necessariamente lucrativa, desempenhada de forma pública e notória.¹¹⁵

O conceito de instituição financeira foi inaugurado pela Lei nº. 4.595/1964 da Reforma Bancária, em seu artigo 17¹¹⁶, entretanto, padece de conceito demasiadamente amplo e genérico, sendo que a sua interpretação literária poderá resultar em conclusões inadequadas, como, inferir que são instituições financeiras as pessoas físicas que aplicam seus próprios recursos; ou considerar uma pessoa que aplica recursos de terceiros de forma isolada, como uma instituição financeira.¹¹⁷

Assim, Eizerik explica que há a necessidade da execução cumulativa das atividades de captação de recursos mediante apelo ao público em geral, de intermediação e de aplicação de recursos financeiros para a devida configuração de instituição financeira:

O entendimento doutrinário dominante é no sentido de que o que caracteriza a instituição financeira é o desenvolvimento cumulativo, não alternativo, das atividades de coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros; daí decorre que o mero empréstimo de recursos próprios, sem a prévia coleta ou intermediação, não constitui atividade privativa de instituição financeira.¹¹⁸

A Lei de Reforma Bancária enuncia algumas categorias de instituições financeiras através do § 1º do artigo 18¹¹⁹, o qual diferencia as instituições

¹¹⁵ *Ibid.*, p. 4-5.

¹¹⁶ Nos termos do artigo 17 da Lei 4.595/1964: “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”.

¹¹⁷ YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 157-158.

¹¹⁸ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 5-6.

¹¹⁹ Conforme § 1º do artigo 18 da Lei nº. 4.595/1964: “Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer

financeiras em: instituições financeiras *stricto sensu*, que são aquelas listadas na primeira parte do referido dispositivo, quais sejam, os estabelecimentos bancários oficiais ou privados, as sociedades de crédito, financiamento e investimentos, as caixas econômicas e as cooperativas de crédito, ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham; as instituições auxiliares, que são as demais instituições descritas no mesmo dispositivo legal, em especial, aquelas que atuam no Mercado de Capitais; e as instituições equiparadas, que são aquelas que realizam atividades de instituições financeiras, de acordo com o artigo 17 da referida Lei.¹²⁰

Waisberg segrega as instituições financeiras entre bancárias, as quais detêm o poder de criar moeda, como é o caso do banco comercial¹²¹ e do banco múltiplo¹²²; e não bancárias, as quais podemos citar: banco de investimento¹²³, banco de desenvolvimento, sociedade de crédito, financiamento e investimento,

forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.”

¹²⁰ YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 159.

¹²¹ “Os bancos comerciais são instituições financeiras privadas ou públicas que têm como objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral. A captação de depósitos à vista, livremente movimentáveis, é atividade típica do banco comercial, o qual pode também captar depósitos a prazo. Deve ser constituído sob a forma de sociedade anônima e na sua denominação social deve constar a expressão "Banco" (Resolução CMN 2.099, de 1994).”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bi.asp?idpai=SFNCOMP>. Acesso em: 26 mai. 2018.

¹²² “Os bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento. [...] O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima. As instituições com carteira comercial podem captar depósitos à vista. Na sua denominação social deve constar a expressão "Banco" (Resolução CMN 2.099, de 1994).”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bi.asp?idpai=SFNCOMP>. Acesso em: 26 mai. 2018.

¹²³ “Os bancos de investimento são instituições financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros. Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Investimento". Não possuem contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. As principais operações ativas são financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos interfinanceiros e repasses de empréstimos externos (Resolução CMN 2.624, de 1999).”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bi.asp?idpai=SFNCOMP>. Acesso em: 26 mai. 2018.

sociedade de arrendamento mercantil, cooperativa de crédito, sociedade de crédito imobiliário e associação de poupança e empréstimo.¹²⁴

No ordenamento jurídico brasileiro não há a definição legal para banco. Entretanto, cabe destacar que banco é espécie do gênero instituição financeira descrita pelo artigo 17 da Lei nº. 4.595/1964, pois “somente os bancos podem receber, de modo habitual, fundos do público e utilizá-los por sua própria conta”¹²⁵. O conceito decorre, maiormente, de sua atividade principal exercida, sendo que a essencial diferença entre os bancos e as demais instituições financeiras é justamente a capacidade de gerar moeda escritural, conforme explica Abrão:

Banco é a empresa que, com fundos próprios ou de terceiros, faz da negociação de créditos sua atividade principal, de onde se dessume competir-lhe, dentro de suas prerrogativas profissionais, também o exercício das acessórias, que, não se contendo dentro das creditícias, atendem à finalidade de atrair o cliente para elas. Lidando, precipuamente, com fundos de terceiros, fica implícita a atividade de captação dos bancos, sendo que, no estágio atual de nosso Direito, a principal distinção entre banco e instituição financeira *lato sensu* está em que aquele cria a moeda escritural.¹²⁶

A moeda escritural é decorrente dos depósitos à vista realizados em instituições financeiras, que podem ser utilizados por meio de transferências bancárias, cheques, ordens de pagamento e outros instrumentos. Com efeito, parte do montante é depositado no BCB, como uma forma de garantia mínima dos recursos (encaixe), e o restante, o banco empresta a prazo a terceiros, criando assim, mais moeda escritural.¹²⁷

O Estado, assim, tem a competência de controlar o volume total de moeda em circulação, tanto em relação à sua própria emissão quanto em relação à moeda escritural criada pelos bancos, justificando assim, a rígida regulamentação estatal nesta seara.¹²⁸

Destarte, pelo simples dispositivo legal datado de 1964, uma pequena empresa emergente de tecnologia da informação que provê serviços financeiros ao realizar a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros e a custódia de recursos de terceiros, segundo a lei vigente, poderia ser configurada

¹²⁴ WASBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. **Direito Bancário: Contratos e Operações Bancárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 29.

¹²⁵ ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. 9. Ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 5.

¹²⁶ *Ibid.*, p. 6.

¹²⁷ WASBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto, *op. cit.*, p. 21-22.

¹²⁸ *Ibid.*, p. 23.

como uma instituição financeira e compelida a submeter-se ao SFN, com toda a regulação específica e intensa do BCB.

Para operar no País, as instituições financeiras necessitam de autorização prévia do BCB¹²⁹, serem constituídas na forma de sociedade anônima¹³⁰ e patrimônio de referência exigido compatível com os riscos de sua atividade. Assim, as *fintechs*, nas atividades supracitadas, estariam sujeitas às normas e à fiscalização do CMN e do BCB, e, inevitavelmente, teriam de suportar diversos custos dignos de uma instituição financeira, o que desestimularia sua atividade, uma vez que geralmente são empresas de tecnologia em estágio inicial.

As instituições financeiras estão sujeitas ao regime de controle estatal, no qual se caracteriza pela intervenção do Estado na atividade privada, porém, tal intervenção deve ser medida excepcional¹³¹. Nossa Constituição Federal de 1988 optou pelo sistema capitalista de produção baseada na livre iniciativa e na livre concorrência, segundo José Afonso da Silva, “a ordem econômica consubstanciada na Constituição não é senão uma forma de ordem econômica capitalista, porque ela se apoia inteiramente na apropriação privada dos meios de produção e na iniciativa privada (Art.170).”¹³².

Se por um lado a Constituição adotou a ordem econômica capitalista ao ter como fundamento a livre iniciativa, por outro é intervencionista, ao permitir a ingerência do próprio Estado em atividades econômicas específicas através de suas agências reguladoras, por exemplo.

Outrossim, é certo que “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei” (CF, Art. 5º, II) e se existe lei que define e regula a instituição financeira e impõe regras para sua operacionalização, estamos num Estado Democrático de Direito no qual a lei deve prevalecer.

Mas, nos dias hodiernos, em tempos de sociedade da informação na qual a economia se funda na informação e nas tecnologias da informação, classificar

¹²⁹ Nos termos do artigo 18 da Lei nº. 4.595/1964: “As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras.”

¹³⁰ Nos termos do artigo 25 da Lei nº. 4.595/1964: “As instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas.”

¹³¹ ABRÃO, Nelson, *op. cit.*, p. 37.

¹³² SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 38. Ed. Brasil: PC Editorial Ltda, 2015, p. 801.

uma empresa emergente de *fintech* como uma instituição financeira seria realmente adequado? Como o Estado se posiciona diante destas novas questões da sociedade contemporânea? Esta é uma problemática que se pretende explorar no decorrer do estudo.

2.1.2 Mercado de Capitais

O Mercado de Capitais tem o objetivo principal de viabilizar a capitalização de empresas para o financiamento de seus projetos de investimento ou alongamento do prazo de suas dívidas, por meio da emissão pública de valores mobiliários, como, através da emissão de ações, e em troca seus investidores passam a ter o direito de participação nos lucros da empresa, se houver, constituindo assim, um investimento de risco:

Enquanto nas operações bancárias típicas são realizadas operações de financiamento, de empréstimos, no Mercado de Capitais ocorrem principalmente negócios de “participação”, uma vez que o retorno do investimento por parte do acionista está em regra relacionado à lucratividade da companhia emissora dos títulos [...] Daí decorre a natureza do Mercado de Capitais como um mercado “de risco”, uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia.¹³³

Outro ponto de destaque, está relacionado à desintermediação financeira, pois as transações são realizadas diretamente entre as partes. No Mercado de Capitais, o agente deficitário – a empresa – capta recursos diretamente do agente superavitário – os investidores – na medida em que a empresa emite seus valores mobiliários no mercado, deixando-os disponíveis para aquisição direta pelos investidores.¹³⁴

A desintermediação financeira está relacionada ao papel das instituições financeiras no âmbito do Mercado de Capitais, pois neste mercado elas desenvolvem atividades secundárias, de modo que não captam e repassam recursos de e para terceiros diretamente em nome próprio, característica marcante da atividade de intermediação financeira no Mercado Financeiro:

Elas participam de modo acessório, promovendo este encontro direto entre poupadores e tomadores, e não captando e emprestando recursos em nome próprio, como ocorre nas operações de intermediação financeira [...] O que caracteriza a desintermediação financeira no Mercado de Capitais não é a ausência de instituições financeiras ou

¹³³ EIZIRIK, Nelson *et al*, *op. cit.*, p. 8.

¹³⁴ *Ibid.*, p. 8-9.

outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, mas, sim, o papel que desempenham. No Mercado de Capitais, ou no de valores mobiliários, estas instituições não captam recursos de terceiros para repassar tais recursos, ou seja, não executam intermediação financeira.¹³⁵

O Mercado de Capitais é estruturado em dois segmentos: i) Mercado Primário – consiste na emissão pública de novos valores mobiliários que possibilita a captação de recursos junto ao público; e ii) Mercado Secundário – consiste nas operações de compra e venda de valores mobiliários entre seus proprietários e investidores. Note que neste mercado não há a emissão de novos valores mobiliários pelas empresas, servindo como importante instrumento de liquidez para aqueles que originariamente adquiriram os valores mobiliários de empresas emissoras.¹³⁶

No âmbito do mercado secundário, as operações podem ser realizadas através de dois canais de negociação: i) pelas Bolsas de Valores, de Mercadorias e Futuros ou ii) pelo Mercado de Balcão.

Bolsas são instituições com autonomia financeira, patrimonial e administrativa, fiscalizadas pela CVM, destinadas a viabilizar o encontro entre compradores e vendedores de determinados bens, tais como, títulos e valores mobiliários, por meio de local específico e/ou sistemas eletrônicos.¹³⁷

Neste ambiente de negociação, há intermediários especializados para a maximização da eficiência, regras operacionais principalmente relacionadas à formação de preços, mecanismos de controle, bem como a custódia e a transferência dos bens nela negociados. De acordo com a Resolução CMN nº. 2.690 de 2000, Bolsas de Valores são:

sociedades anônimas ou associações civis, com o objetivo de manter local ou sistema adequado ao encontro de seus membros e à realização entre eles de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros e pela Comissão de Valores Mobiliários. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa.¹³⁸

As Bolsas são segregadas pela lei, entre Bolsas de Valores e Bolsas de Mercadorias e Futuros, no entanto, tem ocorrido o movimento de unificação das

¹³⁵ CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017, p. 34. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 05 set. 2018.

¹³⁶ *Ibid.*, p.10.

¹³⁷ YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 137.

¹³⁸ BCB. **Bolsas de Valores**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bv.asp?idpai=SFNCOMP>. Acesso em: 04 set. 2018.

bolsas na atualidade, como foi o caso da junção da Bovespa, Bolsa de títulos e valores mobiliários, com a BM&F, Bolsa de derivativos, nas quais deram origem à BM&FBovespa, atualmente conhecida por [B]³ Brasil, Bolsa, Balcão¹³⁹.

O Mercado de Balcão, também conhecido por *OTC (over-the-counter)*, é uma forma de negociação realizada sem a utilização das bolsas, pois os próprios participantes negociam entre si. Yazbek explica a dinâmica do mercado de balcão:

É aquele em que as instituições financeiras e as demais entidades autorizadas a operar fazem-no diretamente entre si, ou diretamente com seus clientes, sem um mecanismo centralizado e compulsório de formação de preços. Assim, se, nos sistemas de bolsa, as operações são “fechadas” com a observância daquelas regras acima referidas, nos sistemas de balcão, ou apenas se realiza a operação, sem nenhum controle quanto àquela questão, ou meramente se efetua o registro de operações negociadas entre os participantes (registro que, conforme o caso, pode ser pressuposto de validade do negócio).¹⁴⁰

Najjarian esclarece que o mercado de balcão é operacionalizado por integrantes do sistema de distribuição, corretoras e distribuidoras e é segregado entre balcão organizado¹⁴¹, no qual se caracteriza pelo pregão eletrônico e balcão meramente¹⁴², que não pode ser confundido com transações privadas¹⁴³.

As transformações dos mercados financeiros pelo mundo, especialmente pelas inovações tecnológicas de plataformas eletrônicas de negociação e integração entre sistemas, têm possibilitado a diminuição dos custos operacionais destas atividades e restringido substancialmente as diferenças entre as bolsas e

¹³⁹ Para conhecer a Bolsa [B]³, acesse: http://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/.

¹⁴⁰ YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 143.

¹⁴¹ Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.

Instrução CVM nº. 461, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>.

Acesso em: 12 nov.2018.

¹⁴² *Idem*, Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.

Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

¹⁴³ Najjarian, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 68.

o Mercado de Balcão¹⁴⁴. Estas mudanças têm se mostrado necessárias para enfrentar um mercado cada vez mais dinâmico e competitivo.

Foi o que ocorreu em março de 2017, com a combinação das atividades da antiga Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip), atuante no Mercado de Balcão no segmento de títulos, e a BM&FBovespa, atual [B]³ Brasil, Bolsa, Balcão, que acumulou, assim, as atividades de Bolsa e de Mercado de Balcão.

Dessa forma, o Mercado de Capitais é composto por instrumentos financeiros definidos como valores mobiliários e por instituições que funcionam como emissores destes instrumentos, por exemplo, as sociedades empresárias; por instituições administradoras de mercado, tais como, as citadas bolsas de valores e câmaras de compensação e liquidação; por instituições intermediárias, por exemplo, as corretoras de títulos e valores mobiliários, corretoras de mercadorias, bancos de investimentos, agentes autônomos e administradores de carteiras; por outros agentes, tais como, analistas de mercado, empresas de auditoria e consultorias; e, finalmente, pelos investidores, que podem ser pessoas físicas, institucionais, empresas, estrangeiros entre outros.¹⁴⁵

Portanto, conforme foi visto alhures, o SFN é composto pelo Mercado Financeiro e pelo Mercado de Capitais, ou seja, é estruturado por diversas instituições intermediárias, instituições reguladoras e fiscalizadoras e por instrumentos que permitem a transferência de recursos entre agentes superavitários e deficitários, sendo altamente estruturado, regulado e fiscalizado.

¹⁴⁴ YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 138.

¹⁴⁵ CVM. **Portal do Investidor – Entendendo o Mercado de Valores Mobiliários**. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html. Acesso em: 11 set. 2018.

3. EMPRÉSTIMO ENTRE PESSOAS

Este capítulo tem o propósito de estudar o conceito de empréstimo entre pessoas conhecido por *peer-to-peer lending*, sua importância para a sociedade e a evolução de sua regulamentação no Brasil.

Será analisado o caso emblemático da *fintech* de empréstimo *peer-to-peer* FairPlace, a qual incorreu em crime contra o Sistema Financeiro Nacional (SFN); a operacionalização do empréstimo *peer-to-peer* pela modalidade *marketplace lending* viabilizada de forma alternativa através da regulamentação de correspondente bancário e, finalmente, a evolução legislativa decorrente da edição da Resolução nº. 4.656/2018 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), a qual regulou o empréstimo *peer-to-peer* em sentido estrito.

3.1 Conceito de Empréstimo na Economia Colaborativa

Os negócios estão em plena transformação e a relação das pessoas com os serviços também. Compartilhamento de espaços de trabalho chamados de *coworking* (tal como, a WeWork), os negócios realizados entre pessoas em rede de colaboração (*peer-to-peer*), tais como, serviços de transporte (UBER e demais aplicativos), compartilhamento de bicicletas (como a Yellow), acomodações em imóveis residenciais (Airbnb, por exemplo), enciclopédias virtuais (como a Wikipedia) são exemplos da transformação econômica e tecnológica na qual estamos vivendo, denominada de economia colaborativa ou economia compartilhada.¹⁴⁶

Assim, a lógica de consumo atual está sendo aperfeiçoada: se antes precisávamos adquirir e ter a propriedade dos bens de consumo, hoje o consumo sustentável e consciente dos bens tem sido uma opção mais viável e acessível. Bob Wollheim destaca o período de transição entre o mundo baseado na escassez e o mundo da exponencialidade:

Atualmente, o que está superestabelecido é o mundo baseado na escassez e, portanto, no domínio da riqueza por meio dessa escassez. Quando vamos para o mundo da exponencialidade e da economia compartilhada, começamos a reverter esse processo."¹⁴⁷

¹⁴⁶ NERY, Carmen. **Tudo novo de novo**. Revista Rumos da ABDE. São Paulo, n. 295, p.19-25, set/out. 2017.

¹⁴⁷ *Idem*.

O compartilhamento de bens existe há bastante tempo, basta lembrarmos da ocasião na qual uma pessoa se locomovia através de carona com o amigo e em troca, pagava-lhe o combustível. A diferença hoje está justamente relacionada às novas tecnologias de intermediação, que facilitaram a aproximação entre pessoas que nem mesmo se conhecem.¹⁴⁸

Ronaldo Lemos explica que “a economia do compartilhamento está baseada no uso de tecnologia da informação em prol da otimização do uso de recursos através de sua redistribuição, compartilhamento e aproveitamento de suas capacidades excedentes.”¹⁴⁹ Fujita e Salman esclarecem a origem dos modelos de negócio tecnológicos baseados nesta nova economia:

A precursora deste novo modelo de negócio foi a empresa emergente (*startup*) *Zipcar*, fundada em 1999 e formalmente lançada em 2000, por uma mulher inexperiente nos negócios, mas que sentiu a necessidade de ter acesso eventual a um veículo. A *Zipcar* permitia a locação agendada de carro por meio de plataforma digital: o cliente agendava o horário e o período de uso do carro; se dirigia ao estacionamento mais próximo para pegar o carro; usava e devolvia, sem necessidade de supervisão. A partir daí novas empresas baseadas em economia compartilhada foram lançadas: a *Wikipedia* em 2000, o *Facebook* em 2004, *YouTube* em 2005. Uma década depois, surgiram o *Airbnb*, a *Lyft* e o *Uber*, com investimentos bilionários (U\$450 milhões, U\$250 milhões e U\$3 bilhões, respectivamente).¹⁵⁰

Assim, a economia colaborativa ou economia compartilhada expandiu-se com a ampliação do acesso à Internet, aos dispositivos eletrônicos portáteis conectados à rede, como os *smartphones*, e pelas inovações tecnológicas em *apps* e *softwares* que viabilizaram a aproximação das pessoas para o compartilhamento de bens e recursos. Talvez não fosse razoável adquirir um imóvel para utilizá-lo apenas nas férias, pois certamente custar-lhe-ia muito mais caro mantê-lo a locá-lo por determinado período.¹⁵¹

Desta forma, a economia colaborativa maximiza o uso do bem, diminui sua ociosidade e permite a democratização do acesso aos bens e serviços. Estudo elaborado pela Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados explica:

Economia colaborativa refere-se a uma mesma ideia: maximização do uso ou exploração de um bem ou recurso, de forma a aumentar os benefícios deles decorrentes, devido à diminuição do período de

¹⁴⁸ *Idem.*

¹⁴⁹ LEMOS, Ronaldo; SOUZA, Carlos Affonso Pereira de. **Aspectos Jurídicos da Economia do Compartilhamento: função social e tutela da confiança.** Revista de Direito da Cidade, p.1758-1759.

¹⁵⁰ FUJITA, Jorge S.; SALMAN, Jamili El Akchar, *op. cit.*, p. 97.

¹⁵¹ *Idem.*

ociosidade do bem ou recurso, possibilitada pela disseminação do uso de dispositivos eletrônicos que permitem a conexão e interação de pessoas em grandes redes de compartilhamento e pela disponibilização de avaliação de qualidade pelos usuários dos bens ou recursos.¹⁵²

Neste conceito econômico, social e tecnológico, que surgem as novas formas de empréstimos e financiamentos como é o caso das plataformas digitais de empréstimo entre pessoas (*peer-to-peer lending*), as quais viabilizam o compartilhamento de recursos financeiros entre agentes superavitários, que são aqueles que possuem recursos financeiros excedentes, e agentes deficitários, aqueles que necessitam destes recursos.

Antes de prosseguirmos com a análise da *fintech* de empréstimo *peer-to-peer*, é importante trazer à baila alguns fatores que contribuíram com o surgimento e expansão das *fintechs* neste setor, especialmente, quais sejam, a concentração bancária, o custo para o acesso à conta bancária, o *spread* bancário e a crise de 2007/2008.

Constatou-se que apenas 50% das pessoas do mundo possuem conta bancária e somente 20% têm acesso a empréstimos bancários, ou seja, aproximadamente cinco bilhões de pessoas ou cerca de 4/5 da humanidade não são atendidas pelos bancos atualmente.¹⁵³ No mesmo sentido, de acordo com a pesquisa realizada pela McKinsey&Company em setembro de 2016, no Brasil cerca de 32% da população adulta não possui conta bancária e aproximadamente 53% das pequenas e médias empresas não têm acesso ao crédito.¹⁵⁴

Este cenário se revela principalmente em decorrência das altas taxas de *spread* praticadas pelas instituições financeiras e pela sua rigorosa avaliação de risco de crédito, o que exclui pessoas físicas e pequenas empresas dos serviços financeiros prestados pelos bancos.¹⁵⁵

¹⁵² SOUZA, Iuri Gregório de. **Economia Colaborativa - Estudo Técnico ago/2016**, p. 4. Disponível em: http://www2.camara.leg.br/a-camara/documentos-e-pesquisa/estudos-e-notas-tecnicas/areas-da-conle/tema10/2016_13983_economia-colaborativa_iuri-gregorio-de-souza. Acesso em: 18 nov.2017.

¹⁵³ GONZALEZ, Rodolfo. **Empréstimo (de Capital) no Século XXI**. In: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. *A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras*. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.

¹⁵⁴ MCKINSEY. **Digital Finance for All: Powering Inclusive Growth in Emerging Economies**. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Global%20Themes/Employment%20and%20Growth/How%20digital%20finance%20could%20boost%20growth%20in%20emerging%20economies/MG-Digital-Finance-For-All-Full-report-September-2016.ashx>. Acesso em: 26 mai. 2018.

¹⁵⁵ GONZALEZ, Rodolfo, *op. cit.*, p. 25-27.

A crise financeira internacional de 2007/2008 tornou o Mercado Financeiro ainda mais restritivo, com novos controles de risco de crédito com vistas a garantir a estabilidade do sistema financeiro, o que restringiu ainda mais a concessão de empréstimos bancários.¹⁵⁶

De acordo com o BCB, em 2016, “o Brasil figurava no grupo de países com os sistemas bancários mais concentrados, que inclui Austrália, Canadá, França, Holanda e Suécia”¹⁵⁷.¹⁵⁸

O Banco Mundial aponta que o *spread* bancário do Brasil é igualmente um dos mais altos do globo, alcançando a taxa de juros de 38,40% em 2017, atrás apenas de Madagáscar (45,00%), enquanto que o *spread* do Chile gira em torno de 1,6%, México 4,6%, Argentina 9,7%, Israel 3%, Austrália 3,2% e África do Sul 3,1%. Entretanto, estudos mostram que não há uma relação direta entre o *spread* bancário e a concentração bancária, pois diversos são os fatores que influenciam sua composição.¹⁵⁹

O *spread* bancário é composto, nesta ordem de relevância, pelos índices de inadimplência, despesas administrativas, tributos e FGC¹⁶⁰ e margem financeira, sendo esta última a variável impactada diretamente pela concorrência no mercado, conforme segue:

¹⁵⁶ MENAT, Rébecca, *op. cit, passim*.

¹⁵⁷ BCB. **Relatório de Economia Bancária**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf. Acesso em: 20 nov. 2018.

¹⁵⁸ Para maiores informações sobre atos de concentração, consultar o Comunicado nº. 22.366, de 27 de abril de 2012.

¹⁵⁹ BCB. **Relatório de Economia Bancária**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf. Acesso em: 20 nov. 2018.

¹⁶⁰ “O Fundo Garantidor de Créditos (FGC) é uma entidade privada, sem fins lucrativos, que administra um mecanismo de proteção aos correntistas, poupadores e investidores, que permite recuperar os depósitos ou créditos mantidos em instituição financeira, até determinado valor, em caso de intervenção, de liquidação ou de falência. A Resolução 4.222, de 2013, dispõe sobre o estatuto e o regulamento do FGC”. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fgc.asp. Acesso em: 24 set. 2018.

Figura 2 – Decomposição do *spread* do ICC

Gráfico 3.3 – Decomposição do *spread* do ICC
Média: 2015 a 2017



Fonte: BCB.

Portanto, maior concorrência não significa necessariamente menor concentração bancária, porém, o fator concorrência colabora com a diminuição do *spread*. Neste sentido, as *fintechs* cumprem um papel importante nesta seara, mas, percebe-se que pela sua estrutura enxuta, as *fintechs* passam a ter certa vantagem na composição da taxa de juros das operações de crédito, na medida em que suas despesas administrativas tendem a ser menores que as dos bancos e, no caso das *fintechs* de empréstimo *peer-to-peer*, como será visto adiante, estas não suportam o risco de inadimplência, além de não participarem do FGC.

Feitas estas considerações iniciais, passemos à investigação das *fintechs* de empréstimo *peer-to-peer*. O termo *peer-to-peer* decorre da área da computação. O dicionário Oxford o define como: “Denotar ou relacionar redes nas quais cada computador pode atuar como um servidor para os outros, permitindo acesso compartilhado a arquivos e periféricos sem a necessidade de um servidor central.”¹⁶¹. Logo, o termo pretende explicar que a tecnologia *peer-to-peer*

¹⁶¹ Tradução livre de: “Denoting or relating to networks in which each computer can act as a server for the others, allowing shared access to files and peripherals without the need for a central server.”.

possibilita que dispositivos eletrônicos acessem recursos diretamente de outro, sem a necessidade de uma organização central e controle centralizado, devido à sua natureza descentralizada e distribuída. (grifou-se)

Já a palavra *lending* é conceituada pelo mesmo dicionário como “A ação de permitir que uma pessoa ou organização use uma quantia em dinheiro de acordo com um contrato para pagá-la posteriormente.”¹⁶². Nesta seara, é importante ressaltar a diferença conceitual entre o empréstimo e o financiamento, pois o primeiro está relacionado ao dinheiro recebido sem qualquer destinação obrigatória definida e o financiamento é o dinheiro recebido e vinculado à compra de algum bem ou serviço, por exemplo.¹⁶³

Na realidade, as plataformas eletrônicas que se autodenominam como *peer-to-peer lending* atuam como um intermediário central que promove o encontro de pessoas, investidores e tomadores de recursos, para a concretização de operações de empréstimo ou financiamento através de sistema eletrônico virtual por meio de sítio na Internet ou aplicativos (*apps*).

A plataforma eletrônica permite que um mesmo tomador de recursos possa ser financiado por diversos investidores que, em contrapartida, recebem o valor principal do empréstimo ou financiamento acrescido de juros, nos prazos e condições previamente acordados. Cardoso *et al.*, definem:

O *peer-to-peer lending* em sentido amplo caracteriza-se pelo financiamento por meio de fundos que são obtidos junto da “multidão” sob a forma de mútuo, através do qual a entidade financiada remunera a disponibilização do montante angariado com o pagamento de juros fixados, em princípio, no momento da angariação. O *peer-to-peer lending* envolve, por isso, a concessão de crédito como um meio alternativo ao sistema tradicional da banca comercial ou de retalho, permitindo ligar direta ou indiretamente os beneficiários (mutuários) e os investidores (mutuantes), através de uma plataforma eletrônica *online*.¹⁶⁴

Portanto, o *peer-to-peer lending* é uma forma alternativa de captação de recursos e de investimento ao sistema financeiro tradicional o qual é operado por

OXFORD. **Peer-to-Peer**. Disponível em: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/peer-to-peer>. Acesso em: 25 set.2018.

¹⁶² Tradução livre de: “*The action of allowing a person or organization the use of a sum of money under an agreement to pay it back later.*”. OXFORD. **Lending**. Disponível em: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/lending>. Acesso em: 25 set.2018.

¹⁶³ BCB. **FAQ – Empréstimos e financiamentos**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/servicos9.asp. Acesso em: 28 set. 2018.

¹⁶⁴ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da. **P2P Lending**. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). *Fintech: desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, 2017, p. 306.

grandes bancos comerciais e de varejo, pois permite o encontro de investidores e tomadores através de uma plataforma eletrônica.

Em pesquisa realizada em fevereiro de 2017 pela *International Organization of Securities Comissions (IOSCO)*, o relatório caracteriza o *peer-to-peer lending* como uma plataforma alternativa de financiamento que aproxima empresas e pessoas que precisam de capital àqueles que têm capital para emprestar e ressalta a possibilidade de financiamento pela participação de vários investidores diferentes em troca de pagamento de juros:

O empréstimo *P2P* é um modelo de negócios que, em muitos casos, permite que os investidores, isoladamente ou com outros, forneçam financiamento aos mutuários. A novidade deste modelo de negócio é que o financiamento pode ser obtido de muitos credores/investidores diferentes, desde indivíduos a investidores institucionais. Em troca de financiar parte da necessidade de financiamento de uma empresa, os credores/investidores podem ganhar uma receita mensal de juros além do pagamento do capital.^{165 166}

O marco inicial do *peer-to-peer lending* ocorreu em 2005, com o advento da plataforma eletrônica Zopa, de origem no Reino Unido. Estima-se que o segmento de *peer-to-peer lending* possibilitou o montante de financiamento de 2,9 mil milhões de libras em 2016 frente a 2,2 mil milhões de libras em 2015, mercado em ascensão.¹⁶⁷

Por constituir um empréstimo ou financiamento viabilizado pela multidão, ou seja, pela conjugação da pluralidade de investidores combinado com o retorno do investimento baseado em juros, o *peer-to-peer lending* pode ser entendido como *Crowdfunding* em sua modalidade de financiamento colaborativo baseado em empréstimo. Cardoso *et al.* explicam, fundamentando-se em sua legislação portuguesa:

O *peer-to-peer* ou *person-to-person lending*, literalmente traduzido por financiamento pessoa-a-pessoa ou, simplesmente, financiamento *P2P*, corresponde a uma das modalidades possíveis de “*loan-based crowdfunding*”, também conhecida entre nós – na terminologia adotada

¹⁶⁵ IOSCO. **IOSCO Research Report on Financial Technologies (FinTech)**. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 27 set.2018, p.10.

¹⁶⁶ Tradução livre de: “*P2P lending is a business model that in many cases allows investors, alone or with others, to provide financing to borrowers. The novelty of this business model is that financing may be obtained from many different lenders/ investors ranging from individuals to institutional investors. In exchange for funding part of a company’s need for finance, lenders/ investors can earn monthly interest income in addition to capital repayments.*”.

¹⁶⁷ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da., *op. cit.*, p. 304-305.

pela legislação nacional – como financiamento colaborativo por empréstimo.¹⁶⁸

Neste sentido, é essencial definir o instituto do *Crowdfunding*. O *Crowdfunding* pode ser definido como a angariação de recursos para viabilizar iniciativas, projetos ou empresas, por meio de apelo ao público e de forma colaborativa, realizado através de plataformas tecnológicas disponíveis na Internet.¹⁶⁹ De acordo com Najjarian:

A palavra de origem inglesa “*crowdfunding*” significa “**financiamento pela multidão**”. Várias pessoas são convidadas a celebrar contrato telemático, contribuindo com “pequenas” quantias, de maneira colaborativa, com o escopo de viabilizar um projeto, negócio, show, espetáculo, etc.¹⁷⁰

Instituições, atividades e projetos são financiados através de contribuições relativamente pequenas, entretanto, por uma quantidade significativa de investidores e de forma direta, por meio de plataforma eletrônica, sem a utilização de um intermediário financeiro tradicional.¹⁷¹

Projetos artísticos, sociais e políticos; empresas, novos empreendimentos e *startups*, bem como organizações sem fins lucrativos, têm sido financiadas por meio de *Crowdfunding*.¹⁷²

Portugal, através da edição da Lei nº. 102/2015, definiu o financiamento colaborativo como:

o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais.¹⁷³

O financiamento colaborativo pode ser realizado de algumas maneiras, ou seja, de acordo com a forma com que os beneficiários dos recursos desejam

¹⁶⁸ *Ibid.*, p.302.

¹⁶⁹ O instituto *crowdfunding* será igualmente explorado oportunamente no Capítulo 4 com enfoque no Mercado de Capitais, ao tratarmos da *Initial Coin Offering (ICO)*.

¹⁷⁰ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **O Crowdfunding e a oferta pública de valores**. Revista FMU Direito. São Paulo, Ano 26, n. 37, p.48-55, 2012. ISSN: 2316-1515.

¹⁷¹ COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **Crowdfunding: natureza e regime jurídico**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 16.

¹⁷² CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da., *op. cit.*, p. 303.

¹⁷³ DIÁRIO DA REPÚBLICA ELETRÔNICO. **Lei nº. 102/2015**. Disponível em: https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p_auth=HJevB5IJ. Acesso em: 12 set.2018.

“recompensar” seus investidores apoiadores, constituindo as seguintes modalidades de *Crowdfunding*:¹⁷⁴

i) financiamento colaborativo por simples doação a determinada iniciativa, projeto ou instituição, na qual o investidor não recebe algo em troca (*donation-based Crowdfunding*);

ii) financiamento colaborativo com promessa de recompensa através de produto ou serviço pelo qual foi financiado (*reward-based Crowdfunding*);

iii) financiamento colaborativo de capital, tendo como contraprestação a participação no capital social ou nos lucros da empresa financiada (*equity Crowdfunding*); ou

iv) financiamento colaborativo por empréstimo, cuja contraprestação se dá na forma de pagamento de juros pré-fixados no momento da campanha (*loan-based Crowdfunding*).

Neste sentido, a referida Lei portuguesa nº.102/2015 igualmente define e regula estas quatro modalidades de *Crowdfunding* supracitadas.¹⁷⁵

Assim, as características principais do *Crowdfunding* são a pluralidade de investidores (multidão) e a finalidade de financiamento de uma empresa, atividade, projeto ou causa, sendo o *Crowdfunding* um dos mais relevantes serviços financeiros da indústria de *fintech* de maior expressão junto aos consumidores.¹⁷⁶

Destarte, o empréstimo *peer-to-peer* pode ser classificado como o *Crowdfunding* na modalidade de empréstimo.

¹⁷⁴ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da., *op. cit.*, p. 303.

¹⁷⁵ Nos termos da Lei Portuguesa nº. 102/2015, “são modalidades de financiamento colaborativo: a) O financiamento colaborativo através de donativo, pelo qual a entidade financiada recebe um donativo, com ou sem a entrega de uma contrapartida não pecuniária; b) O financiamento colaborativo com recompensa, pelo qual a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou serviço financiado, em contrapartida pelo financiamento obtido; c) O financiamento colaborativo de capital, pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros; d) O financiamento colaborativo por empréstimo, através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação.”. *In*: DIÁRIO DA REPÚBLICA ELETRÔNICO. **Lei nº. 102/2015**. Disponível em: https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p_auth=HJevB5IJ. Acesso em: 12 set. 2018.

¹⁷⁶ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da., *op. cit.*, p. 302.

3.2 Empréstimo entre Pessoas e o Crime contra o Sistema Financeiro Nacional (SFN): O caso FairPlace

Uma das primeiras iniciativas digitais brasileiras de empréstimo *peer-to-peer* foi a empresa FairPlace. Criada em abril de 2010, o serviço era provido por meio de sítio eletrônico. Pessoas que necessitavam de empréstimo cadastravam o seu pedido de recursos no sítio eletrônico, ao passo que investidores analisavam as demandas e optavam em quem investir, sendo a plataforma tecnológica da FairPlace o intermediário destas operações financeiras, aproximando as pessoas.¹⁷⁷ A plataforma funcionava como um leilão: vencia aquele que aceitasse receber a taxa de remuneração mais baixa pelo empréstimo.¹⁷⁸

A plataforma digital FairPlace contava com o recurso de verificação da identidade das pessoas que pretendiam negociar na plataforma, através de parceria com a empresa Serasa Experian¹⁷⁹, além de atribuir um *score* (pontuação) aos tomadores de empréstimo com o objetivo de avaliar o seu risco de crédito. Caso o tomador dos recursos não pagasse o empréstimo, o investidor poderia contratar o serviço de cobrança da plataforma FairPlace.¹⁸⁰

O modelo de negócio era atrativo, pois todos ganhavam: o investidor auferia taxas de juros maiores em relação aos investimentos financeiros tradicionais, tais como, a poupança e os títulos públicos, enquanto que os tomadores de recursos pagavam taxas menores em relação ao *spread* bancário. A empresa desenvolvedora da plataforma tecnológica lucrava com a taxa de cadastro e a taxa de intermediação, apenas em caso de efetivação do empréstimo.

¹⁷⁷ NUNES, Flávia Furlan. **Fairplace: em um mês, portal de crédito pela web movimentou quase R\$ 80 mil.** Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/minhas-financas/seguros/noticia/1845146/fairplace-mes-portal-credito-pela-web-movimentou-quase-mil>. Acesso em: 26 mai. 2018.

¹⁷⁸ CRISTINO, Vânia. **A pedido do BC, Ministério Público abre processo contra o site Fairplace.** Correio Braziliense, Brasília, 03 nov. 2010. Caderno de Economia. Disponível em: https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/11/03/internas_economia,2214_14/a-pedido-do-bc-ministerio-publico-abre-processo-contra-o-site-fairplace.shtml. Acesso em: 18 mar. 2018.

¹⁷⁹ A Serasa Experian é responsável pela maior base de dados da América Latina e provê soluções “para reduzir riscos de crédito, evitar fraudes, vender a prazo com segurança, identificar parceiros, analisar fornecedores e renegociar ou recuperar dívidas”. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/sobre>. Acesso em: 26 mai. 2018.

¹⁸⁰ NUNES, Flávia Furlan, *op. cit.*, *passim*.

A plataforma operava sem qualquer instituição financeira, pois a relação jurídica se estabelecia entre o investidor, o tomador e a empresa proprietária da plataforma tecnológica – a FairPlace. A empresa recebia os recursos do investidor e os repassavam ao tomador, bem como recebia os recursos do tomador e os repassavam ao investidor, mediante taxas.

A FairPlace ainda consta registrada na Receita Federal do Brasil (RFB)¹⁸¹, desde janeiro de 2010, como Sociedade Empresária Limitada, com atividade econômica principal 74.90-1-04 – Atividades de intermediação e agenciamento de serviços e negócios em geral, exceto imobiliários e atividade secundária 77.40-3-00 – Gestão de ativos intangíveis não-financeiros. Porém, não possuía autorização do BCB para atuar como instituição financeira.

Em apenas seis meses em operação, a empresa FairPlace já contava com 14 mil pessoas cadastradas, 410 operações realizadas e com movimentação de aproximadamente R\$1,6 milhões de reais.¹⁸² Um mercado promissor.

Entretanto, em dezembro de 2010, a pedido do Ministério Público Federal (MPF), acionado pelo BCB e pela CVM, a empresa FairPlace teve suas atividades interrompidas pela Polícia Federal (PF) em investigação do suposto crime contra o SFN.¹⁸³ As autoridades entenderam que a FairPlace operava como instituição financeira sem a devida autorização do BCB.¹⁸⁴

Por tratar-se de atividade de intermediação financeira, privativa de instituição financeira, as competências regulatórias e fiscalizatórias recaem sob o CMN e sob o BCB.

Em 02 de setembro de 2016, determinado cidadão registrou um pedido de acesso ao processo instaurado pelo MPF contra os responsáveis pela empresa

¹⁸¹ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Emissão de Comprovante de Inscrição e de Situação Cadastral.** Disponível em: http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/CNPJ/cnpjreva/Cnpjreva_Solicitacao.asp. Acesso em: 18 mar. 2018.

¹⁸² CRISTINO, Vânia. **A pedido do BC, Ministério Público abre processo contra o site Fairplace.** Correio Braziliense, Brasília, 03 nov. 2010. Caderno de Economia. Disponível em: https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/11/03/internas_economia,2214_14/a-pedido-do-bc-ministerio-publico-abre-processo-contra-o-site-fairplace.shtml. Acesso em: 18 mar. 2018.

¹⁸³ *Idem.*

¹⁸⁴ Nos termos do artigo 16 da Lei nº. 7.492/1986: “Fazer operar, sem a devida autorização, ou com autorização obtida mediante declaração (Vetado) falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio: Pena - Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.”.

FairPlace, entretanto, o BCB informou que o processo havia sido classificado como sigiloso, não sendo possível a divulgação de seus desdobramentos, infelizmente.¹⁸⁵

A Lei nº. 7.492/1986¹⁸⁶ é o diploma legal no qual define os crimes contra o SFN e assim, deve ser interpretado de acordo com os ditames da Constituição Federal, especialmente em relação aos princípios de culpabilidade e de legalidade, bem como relacionada à ordem econômico-financeira por ela adotada.¹⁸⁷

Desde logo, a referida lei define em seu artigo 1º¹⁸⁸ o conceito de instituição financeira, o qual deve ser utilizado para fins de configuração dos crimes contra o SFN, independentemente de qualquer outra definição existente no ordenamento jurídico vigente. Apesar de a definição de instituição financeira adotada pela Lei nº. 7.492/1986 não ser a mesma contida na Lei nº. 4.595/1964

¹⁸⁵ GOVERNO FEDERAL. **Processo contra a empresa Fairplace – Pedido 18600001989201641.** Disponível em: <http://www.consultaesic.cgu.gov.br/busca/dados/Lists/Pedido/Item/displayifs.aspx?List=0c839f31-47d7-4485-ab65-ab0cee9cf8fe&ID=504688&Web=88cc5f44-8cfe-4964-8ff4-376b5ebb3bef>.

Acesso em: 18 set. 2018.

¹⁸⁶ BRASIL. **Lei nº. 7.492, de 16 de junho de 1986.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

¹⁸⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto. BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o Mercado de Capitais.** 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 199.

¹⁸⁸ Nos termos do artigo 1º da Lei nº. 7.492/1986: “Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.

Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira: I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.”.

da Reforma Bancária¹⁸⁹, “satisfaz, no entanto, as exigências do art. 192 da CF¹⁹⁰, que é a matriz constitucional do sistema financeiro nacional”.¹⁹¹

A Lei de crimes contra o SFN restringe o conceito de instituição financeira àquelas instituições que realizam a captação, a intermediação ou a aplicação de recursos de terceiros, apenas, enquanto que a Lei da Reforma Bancária considera instituições financeiras aquelas que executam tais atividades com recursos próprios ou de terceiros.¹⁹²

Assim, instituições que se valem de recursos próprios para a realização de empréstimos com cobrança de juros acima do legalmente permitido (agiotagem), por exemplo, não se sujeitariam à Lei de Crimes contra o SFN, mas sim, à Lei de Usura que trata dos crimes contra a economia popular (Lei nº. 1.521/1951).¹⁹³

A norma incriminadora que tipifica o crime contra o SFN no caso em questão, é aquela contida no artigo 16¹⁹⁴ da Lei nº. 7.492/1986, a qual criminaliza o ato de fazer operar, sem a devida autorização ou por meio de autorização obtida mediante fraude, a instituição financeira, inclusive aquela de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio.

¹⁸⁹ Conforme artigo 17 da Lei nº. 4.595/1964: “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”.

¹⁹⁰ Nos termos do artigo 192 da Constituição Federal: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”. In: BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 26 set. 2018.

¹⁹¹ BITENCOURT, Cezar Roberto. BREDA, Juliano, *op. cit.*, p. 199-200.

¹⁹² *Ibid.*, p. 199-204.

¹⁹³ *Idem.*

¹⁹⁴ Conforme artigo 16 da Lei nº. 7.492/1986: “Fazer operar, sem a devida autorização, ou com autorização obtida mediante declaração (Vetado) falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio:
Pena - Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.”.

A ação de “fazer operar” traduz em reiteração de atos privativos de instituição financeira, em habitualidade dessas atividades, sendo assim, atípica a conduta isolada de realizar operação financeira.¹⁹⁵

Imprescindível o dolo na conduta, configurado pela vontade consciente de fazer operar instituição financeira sem a devida autorização ou com autorização obtida mediante declaração falsa. Bitencourt assevera, assim, que “eventual conduta imprudente, negligente ou imperita estará fora do alcance do sistema punitivo penal”.¹⁹⁶

Destarte, a captação, a administração, a intermediação ou a aplicação de recursos de terceiros, desde que realizadas de forma habitual, são atividades privativas de instituição financeira. Aquele que desejar praticar tais atos privativos deve obter a autorização junto ao BCB, de acordo com o exposto no artigo 18¹⁹⁷ da Lei nº. 4.595/1964, sob pena de configuração do crime contra o SFN.

Afinal, o que se pretende tutelar, é justamente a inviolabilidade, a estabilidade e a credibilidade do sistema financeiro nacional em geral, bem como o patrimônio e os interesses de investidores e das próprias instituições financeiras.¹⁹⁸

3.3 Regulamentação das Empresas de *Fintech* no Segmento de Empréstimo entre Pessoas

3.3.1 Modelo *Marketplace Lending* por meio da Regulamentação de Correspondente Bancário

O *peer-to-peer lending* tem sido operacionalizado de duas formas distintas, de acordo com o estágio de evolução da legislação nesta seara.

O primeiro modelo de empréstimo *peer-to-peer* é o denominado *marketplace lending*, no qual o financiamento ocorre de forma indireta entre as partes, como um modelo alternativo ao *peer-to-peer* em sentido estrito, em

¹⁹⁵ BITENCOURT, Cezar Roberto. BREDÁ, Juliano, *op. cit.*, p. 199-204.

¹⁹⁶ *Ibid.*, p. 210.

¹⁹⁷ Nos termos do artigo 18 da Lei nº. 4.595/1964: “As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras.”

¹⁹⁸ BITENCOURT, Cezar Roberto. BREDÁ, Juliano, *op. cit.*, p. 201.

decorrência de ausência de legislação específica que regule o modelo de negócio.¹⁹⁹

O segundo modelo é o *peer-to-peer lending* em sentido estrito, o qual constitui o financiamento direto entre as partes, regulado por legislação específica de *Crowdfunding* baseado em empréstimo.²⁰⁰

O modelo de *marketplace lending* é aquele calcado na presença de instituição financeira parceira da empresa proprietária da plataforma eletrônica, para a concretização do empréstimo entre as partes.²⁰¹ Conforme foi visto alhures, a atividade de coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros e a custódia de propriedade de terceiros são atividades privativas de instituições financeiras, de acordo com a Lei nº. 4.595/1964²⁰² e, sendo assim, a operação deve ser estruturada por instituições financeiras.

Desta forma, o *marketplace lending* “assenta numa lógica ‘piggy back’, em que as plataformas atuam lado a lado com bancos devidamente autorizados, ‘usufruindo’ das respectivas licenças deste último”²⁰³. No Brasil, após o caso malsucedido da empresa FairPlace, este modelo passou a ser adotado pelas empresas do segmento de *peer-to-peer lending* até os dias atuais, por meio de normas que permitem a contratação de correspondentes bancários por instituições financeiras, conforme será explanado a seguir.

Em 25 de agosto de 1999 surge, no Direito brasileiro, a figura de Correspondentes no País, também conhecidos por correspondentes bancários. O Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio das Resoluções nº. 2.640/1999²⁰⁴ e nº. 2.707/2000²⁰⁵, dispôs sobre a contratação de correspondentes no País, as quais facultou aos bancos múltiplos com carteira comercial e à Caixa Econômica

¹⁹⁹ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da, *op. cit.*, p. 304.

²⁰⁰ *Idem.*

²⁰¹ *Ibid.*, p. 311-312.

²⁰² BRASIL. Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595compilado.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

²⁰³ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da, *op. cit.*, p. 312.

²⁰⁴ BCB. Resolução 2640/1999. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2640_v1_O.pdf. Acesso em: 15 set. 2018.

²⁰⁵ BCB. Resolução 2707/2000. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47386/Res_2707_v1_O.pdf. Acesso em: 15 set. 2018.

Federal (CEF), a contratação de empresas para a prestação de alguns serviços, tais como, recepção e acompanhamento de propostas de abertura de contas, recebimentos e pagamentos de prestação de serviços mantidos pelo contratante, recepção e encaminhamento de pedidos de empréstimos e financiamentos, execução de cobrança de títulos, entre outros. (grifou-se)

Posteriormente, a Resolução nº. 3.156/2003²⁰⁶ do CMN veio a ampliar as instituições contratantes dos serviços de correspondentes bancários, sendo permitida a contratação por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB.

Atualmente, a normativa aplicada majoritariamente à atividade de correspondente bancário é a Resolução nº. 3.954/2011²⁰⁷, a qual impôs regras sobre a contratação de correspondentes (bancários) para o desenvolvimento de atividades de atendimento²⁰⁸ a clientes e usuários, com vistas ao fornecimento de produtos e serviços de instituições financeiras contratantes.

O correspondente bancário no País surgiu da necessidade de inclusão financeira de população de regiões remotas do Brasil, nas quais não contavam com agências bancárias físicas para o acesso aos serviços financeiros, promovendo assim, o desenvolvimento socioeconômico.²⁰⁹

²⁰⁶ BCB. **Resolução 3.156/2003.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46490/Res_3156_v2_L.pdf. Acesso em: 15 set. 2018.

²⁰⁷ BCB. **Resolução 3.954/2011.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2011/pdf/res_3954_v7_L.pdf. Acesso em: 14 set. 2018.

²⁰⁸ Nos termos do artigo 8º da Resolução 3.954/2011: “O contrato de correspondente pode ter por objeto as seguintes atividades de atendimento, visando ao fornecimento de produtos e serviços de responsabilidade da instituição contratante a seus clientes e usuários:

I - recepção e encaminhamento de propostas de abertura de contas de depósitos à vista, a prazo e de poupança mantidas pela instituição contratante; II - realização de recebimentos, pagamentos e transferências eletrônicas visando à movimentação de contas de depósitos de titularidade de clientes mantidas pela instituição contratante; III - recebimentos e pagamentos de qualquer natureza, e outras atividades decorrentes da execução de contratos e convênios de prestação de serviços mantidos pela instituição contratante com terceiros; IV - execução ativa e passiva de ordens de pagamento cursadas por intermédio da instituição contratante por solicitação de clientes e usuários; V - recepção e encaminhamento de propostas referentes a operações de crédito e de arrendamento mercantil de concessão da instituição contratante; VI - recebimentos e pagamentos relacionados a letras de câmbio de aceite da instituição contratante; VII (Revogado) (Revogado pela Resolução nº 3.959, de 31/3/2011.) VIII - recepção e encaminhamento de propostas de fornecimento de cartões de crédito de responsabilidade da instituição contratante; e IX - realização de operações de câmbio de responsabilidade da instituição contratante, observado o disposto no art. 9º.

Parágrafo único. Pode ser incluída no contrato a prestação de serviços complementares de coleta de informações cadastrais e de documentação, bem como controle e processamento de dados.”.

²⁰⁹ BADER, Fani Lea Cymrot; LOUREIRO, Eleonora Rodrigues; MADEIRA, Gabriel de Abreu. **Expansão dos Correspondentes Bancários no Brasil: uma análise empírica.** Brasília, n. 433,

Inicialmente, as lotéricas, as farmácias e os supermercados eram os estabelecimentos comerciais que, além de executarem suas atividades principais, passavam a atuar como correspondentes no País para a prestação de serviços financeiros de instituições financeiras contratantes, principalmente devido às suas estruturas físicas.²¹⁰

A estrutura de correspondente bancário permite, assim, tanto a capilaridade dos serviços financeiros, promovendo a inclusão financeira, quanto a redução dos custos das instituições financeiras, uma vez que supre a necessidade de abertura de novas agências bancárias físicas em locais remotos, a contratação de funcionários e o atendimento à todas as normas relacionadas à atividade bancária.²¹¹

Conforme Resolução nº. 3.954/2011, artigos 2^o²¹² e 3^o²¹³, o correspondente bancário consiste em empresa regulada pelo Código Civil/2002²¹⁴ que oferece serviços financeiros de instituições financeiras contratantes, ficando a cargo destas, a fiscalização e a responsabilização destas atividades executadas por seus correspondentes bancários.

Assim, a empresa contratada como correspondente não necessita de autorização do BCB para operar, apenas a comunicação pela instituição financeira sobre a contratação de empresa como correspondente. Em suma, o correspondente bancário não necessita ser uma instituição financeira autorizada pelo BCB, entretanto, as instituições financeiras e as demais empresas autorizadas a funcionar pelo BCB podem ser igualmente contratadas como correspondentes.

p.1-41, maio. 2016. ISSN: 1519-1028. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps433.pdf>. Acesso em: 15 set. 2018.

²¹⁰ *Idem*.

²¹¹ *Idem*.

²¹² Conforme artigo 2º da Resolução 3.954/2011: “O correspondente atua por conta e sob as diretrizes da instituição contratante, que assume inteira responsabilidade pelo atendimento prestado aos clientes e usuários por meio do contratado, à qual cabe garantir a integridade, a confiabilidade, a segurança e o sigilo das transações realizadas por meio do contratado, bem como o cumprimento da legislação e da regulamentação relativa a essas transações.”

²¹³ Conforme artigo 3º da Resolução 3.954/2011: “Somente podem ser contratados, na qualidade de correspondente, as sociedades, os empresários, as associações definidos na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), os prestadores de serviços notariais e de registro de que trata a Lei nº 8.935, de 18 de novembro de 1994, e as empresas públicas. (Redação dada pela Resolução nº 3.959, de 31/3/2011.)”.

²¹⁴ BRASIL. Lei nº. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

Com a evolução das tecnologias da informação, a ampliação do acesso *mobile* (*smartphones*, por exemplo) e à Internet, os correspondentes bancários passaram a atuar também no ciberespaço, oferecendo diversos serviços de instituições financeiras por meio de suas plataformas digitais virtuais, em especial, o empréstimo colaborativo pessoa a pessoa (*peer-to-peer lending*), viabilizando o encontro entre investidores e tomadores de recursos.

Estas empresas proprietárias de plataformas eletrônicas de empréstimo colaborativo adotam, majoritariamente, o arranjo jurídico de correspondente bancário, no qual envolve a empresa da plataforma digital – o correspondente bancário – e a instituição financeira parceira contratante. São exemplos, destas plataformas digitais, as empresas BIVA Correspondente Bancário LTDA²¹⁵ e a NEXOOS do Brasil Tecnologia e Serviços LTDA²¹⁶, ambas ativas e constituídas em 2015²¹⁷.

A empresa BIVA possui natureza jurídica de “206-2 – Sociedade Empresária Limitada” e atividade econômica principal “66.19-3-02 – Correspondentes de instituições financeiras” e a empresa NEXOOS igualmente possui natureza jurídica “206-2 – Sociedade Empresária Limitada”, no entanto, sua atividade econômica principal está relacionada ao desenvolvimento de software, qual seja, “62.02-3-00 – Desenvolvimento e licenciamento de programas de computador customizáveis”, de acordo com a Receita Federal do Brasil (RFB)²¹⁸.

Em 24 de setembro de 2018, a empresa NEXOOS, a qual opera na modalidade de *marketplace lending*, contabilizava o montante de R\$83.191.035,00 (oitenta e três milhões, cento e noventa e um mil e trinta e cinco reais) em empréstimos realizados através de sua plataforma eletrônica.²¹⁹

²¹⁵ Para mais informações, acesse: <https://biva.com.br>.

²¹⁶ Para mais informações, acesse: <https://www.nexoos.com.br/>.

²¹⁷ Situação em 16 de setembro de 2018.

²¹⁸ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Emissão de Comprovante de Inscrição e de Situação Cadastral.** Disponível em:

http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/CNPJ/cnpjreva/Cnpjreva_Solicitacao.asp.

Acesso em: 14 set.2018.

²¹⁹ NEXOOS. Disponível em: <https://www.nexoos.com.br/>. Acesso em: 24 set. 2018.

Nesta seara, o *peer-to-peer lending* se desenvolve, geralmente, da seguinte forma²²⁰:

- 1) Os interessados devem registrar-se na plataforma eletrônica com seus dados pessoais e inserir a solicitação de crédito;
- 2) A empresa detentora da plataforma eletrônica analisa os dados do solicitante de crédito e apura o risco de crédito relacionado através de algoritmos e consultas a banco de dados de crédito, tal como o Sistema de Informações de Crédito do Banco Central²²¹, atribuindo um *rating* de risco;
- 3) O risco de crédito é fator determinante para a apuração da taxa de juros da operação de empréstimo;
- 4) Apurado o *rating* de risco, a plataforma aprova ou não a solicitação de crédito. Caso seja aprovada, a plataforma publica a solicitação de crédito de modo que os investidores possam fazer suas propostas durante um período pré-determinado;
- 5) Uma solicitação de crédito pode receber recursos de uma pluralidade de investidores. Há plataformas que apenas permitem a concretização do empréstimo após a solicitação ser totalmente atendida pelos investidores, ou seja, somar 100% do valor solicitado e outras plataformas permitem o solicitante aceitar parte do valor pretendido;
- 6) Fechado o empréstimo na plataforma, esta envia a operação à instituição financeira parceira para sua formalização legal;

²²⁰ NEXOOS. **Termos e Condições para Solicitantes Nexoos**. Disponível em: <https://www.nexoos.com.br/termos-e-condicoes-solicitante>. Acesso em: 26 set. 2018.

NEXOOS. **Termos e Condições para Investidores Nexoos**. Disponível em: <https://www.nexoos.com.br/termos-e-condicoes-investidor>. Acesso em: 26 set. 2018.

²²¹ “O Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR) é um banco de dados sobre operações e títulos com características de crédito e respectivas garantias contratados por pessoas físicas e jurídicas perante instituições financeiras no País. O SCR é alimentado mensalmente pelas instituições financeiras, mediante coleta de informações sobre as operações concedidas [...] O SCR não é um cadastro restritivo, porque há informações tanto positivas quanto negativas. O SCR apresenta valores de dívidas a vencer (sem atraso) e valores de dívidas vencidas (com atraso), ou seja, na grande maioria dos casos é uma fonte de informação positiva, pois comprova a capacidade de pagamento e a pontualidade do cliente.”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/portalCidadao/cadsis/scr.asp>. Acesso em: 26 set. 2018.

- 7) Os investidores devem realizar a transferência dos valores pretendidos à instituição financeira que, em contrapartida, emite o Recibo de Depósito Bancário (RDB)²²² ao investidor;
- 8) Por sua vez, a instituição financeira emite a Cédula de Crédito Bancário (CCB)²²³ ao solicitante do empréstimo para que receba o valor líquido do empréstimo pela instituição financeira, descontado dos tributos, por meio de transferência bancária;
- 9) O devedor deve realizar os pagamentos das parcelas, principal acrescido de juros, ao credor nos prazos estipulados em contrato. Em caso de atrasos, geralmente é prevista a cobrança de multa, juros de mora e atualização da dívida;
- 10) Em caso de inadimplemento por determinado período de tempo, é previsto o registro da dívida em serviços de proteção ao crédito e a operação que estava sendo intermediada pela instituição financeira, passa a constituir uma relação jurídica direta entre o credor e o devedor, através do resgate antecipado do RDB a valor nulo e o crédito é cedido ao investidor, credor.

Destarte, a plataforma eletrônica da empresa que atua como correspondente bancário, majoritariamente, gerencia a plataforma eletrônica, realiza a análise de crédito e presta serviços administrativos de facilitação de pagamentos, cobrança e renegociação, mediante tarifas.

A modalidade de *marketplace lending* é operacionalizado, conforme legislação brasileira, da seguinte forma:

i) a instituição financeira emite RDB mediante transferência dos recursos pelo investidor, o qual constitui depósito a prazo em instituição financeira sem emissão de certificado, conforme Parágrafo único do artigo 1º da Resolução 3.454/2007²²⁴;

²²² “Os RDBs são tratados como meros ‘documentos de legitimação’ e não como se títulos de crédito fossem. Ou seja, na prática, os RDBs não incorporam o direito que deriva da relação jurídica estabelecida entre as partes.”. *In*: WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto, *op. cit.*, p. 138.

²²³ “Nesse sentido, referida lei trata a natureza jurídica da CCB como um título de crédito, e disto decorre que são aplicáveis à CCB as normas cambiais, com as disposições específicas da lei que criou a cédula.”. *In*: WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto, *op. cit.*, p. 181-182.

²²⁴ BCB. **Resolução nº. 3.454.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48102/Res_3454_v2_P.pdf. Acesso em: 24 set. 2018.

ii) a instituição financeira emite CCB ao tomador de recursos, a qual consiste em um “título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade”, de acordo com o artigo 26 da Lei 10.931/2004²²⁵;

iii) há a vinculação entre os recursos disponibilizados pelo investidor e a operação ativa correspondente realizada com o tomador de recursos, conforme estipula a Resolução nº 2.921/2002 a qual “Dispõe sobre a realização de operações ativas vinculadas pelas instituições financeiras que especifica, com base em recursos entregues ou colocados à disposição da instituição por terceiros”²²⁶.

A operação ativa vinculada, assim, consiste na vinculação da operação ativa de empréstimo realizada entre a instituição financeira e o tomador de recursos, com os recursos disponibilizados pelos investidores à instituição financeira para a concretização do referido empréstimo.

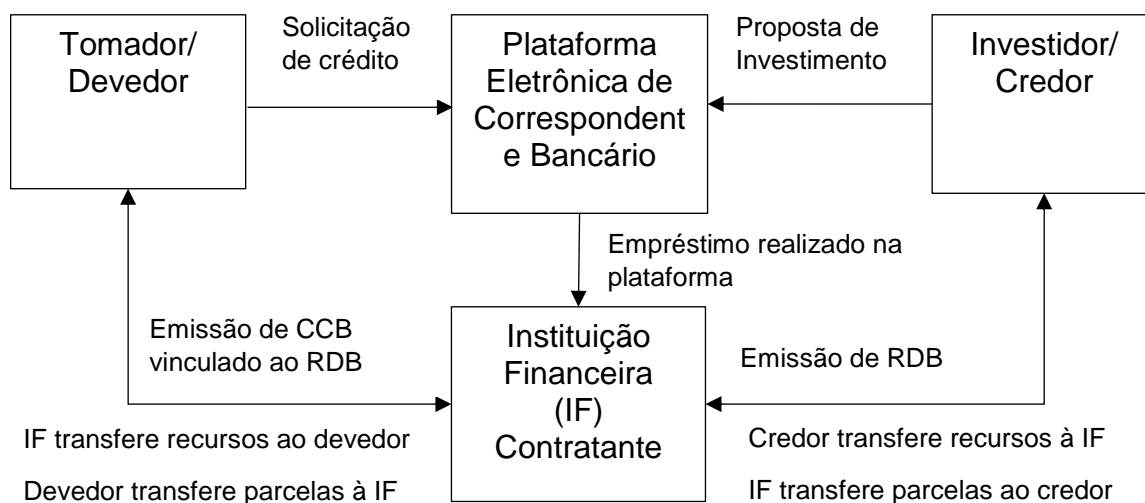
O crédito tomado pelo solicitante e formalizado através da CCB é vinculado ao investimento realizado pelo investidor e formalizado através do RDB. Logo, há a “subordinação da exigibilidade dos recursos captados ao fluxo de pagamentos da operação ativa vinculada”²²⁷.

²²⁵ BRASIL. **Lei nº. 10.931, de 02 de agosto de 2004.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm. Acesso em: 24 set. 2018.

²²⁶ BCB. **Resolução nº. 2.921.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46980/Res_2921_v1_O.pdf. Acesso em: 24 set. 2018.

²²⁷ Conforme Inciso II do artigo 1º da Resolução nº. 2.921/2002.

Figura 3 – Dinâmica operacional e legal da operação de empréstimo colaborativo por meio de correspondente bancário (*Marketplace lending*)



Fonte: Elaborado pela autora.

Veja que para viabilizar a atividade de empréstimo colaborativo pessoa a pessoa, na estrutura de correspondente bancário, é necessário a adoção de arranjo jurídico composto pela empresa proprietária da plataforma eletrônica, na figura de correspondente bancário, e pela instituição financeira parceira habilitada pelo BCB a operar, o intermediário financeiro. Apenas a instituição financeira é competente para emitir a CCB e o RDB.²²⁸

Assim, o modelo legal adotado por *fintechs* de *peer-to-peer lending* baseado em parceria com instituição financeira se fez necessário para que estas empresas de plataforma eletrônica não incorressem em crime contra o SFN, como ocorreu com a empresa de *fintech* FairPlace estudada anteriormente.

O modelo de *marketplace lending* foi e é uma alternativa legal prevista no ordenamento jurídico brasileiro para viabilizar o empréstimo pessoa a pessoa. Contudo, conforme será visto a seguir, o empréstimo *peer-to-peer* em sentido estrito foi devidamente regulamentado pelo BCB em 2018.

²²⁸ BCB. **Resolução** nº. **3.454**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48102/Res_3454_v2_P.pdf. Acesso em: 24 set. 2018.

3.3.2 Modelo *Peer-to-peer Lending* em Sentido Estrito pela Nova Regulamentação de Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP)

O *peer-to-peer lending* em sentido estrito é aquele no qual há o empréstimo ou o financiamento direto entre os participantes da plataforma eletrônica, o investidor e o beneficiário, em decorrência de legislação específica que regula o *Crowdfunding* baseado em empréstimo.²²⁹

Logo, “ao contrário do modelo *marketplace lending*, o investidor estabelece uma relação direta com o beneficiário, de tal forma que nesta estrutura existem apenas três intervenientes: o investidor, a plataforma e o beneficiário”.²³⁰

A dinâmica deste modelo de negócio, geralmente ocorre da seguinte forma:²³¹

- 1) A pessoa ou empresa deve registrar-se na plataforma eletrônica com seus dados pessoais e inserir a solicitação de crédito;
- 2) A empresa detentora da plataforma eletrônica analisa os dados do solicitante de crédito e apura o risco de crédito relacionado, atribuindo um *rating* de risco. O risco de crédito é fator determinante para a apuração da taxa de juros da operação de empréstimo;
- 3) Apurado o *rating* de risco, a plataforma aprova ou não a solicitação de crédito. Caso seja aprovada, a plataforma publica a solicitação de crédito de modo que os investidores possam fazer suas propostas durante um período pré-determinado. Uma solicitação de crédito pode receber recursos de uma pluralidade de investidores;
- 4) Concluído o prazo de propostas, a plataforma poderá: i) concluir a operação, caso a solicitação tenha atingido a sua totalidade de investimentos, se adotar o modelo *all or nothing*; ii) devolver os fundos angariados até o momento aos investidores, caso a solicitação não tenha angariado a totalidade dos fundos; iii) concluir a operação mesmo que não tenha atingido o total pretendido, se adotar o modelo *keep it all*;

²²⁹ CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da, *op. cit.*, p. 304.

²³⁰ *Ibid.*, p. 315.

²³¹ *Ibid.*, p. 316.

- 5) Fechado o financiamento ou empréstimo na plataforma, esta repassa os valores angariados ao beneficiário solicitante, encerrando a intermediação da plataforma eletrônica;
- 6) Após a entrega dos fundos ao beneficiário, a relação contratual se dá diretamente entre o beneficiário e seus vários investidores.

Têm-se verificado duas formas de aperfeiçoamento de empréstimos e financiamentos no modelo de negócio *peer-to-peer lending*: i) por meio de leilão de taxa de juros – em que o solicitante registra o montante mínimo pretendido e inicia o processo de leilão *online* na plataforma, no qual os investidores interessados lançam suas ofertas com o valor e taxa de juros pretendidos de financiamento. O financiamento total é composto pelas taxas de juros mais baixas; e ii) através de leilão de taxa de juros fixa – modelo mais utilizado, no qual o solicitante registra o montante pretendido e a taxa de juros de retorno que deseja pagar e os investidores apresentam suas propostas.²³²

No Brasil, em 2018, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou a Resolução nº. 4.656/2018 de 26 de abril de 2018, a qual:

Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições.²³³

A referida resolução foi precedida de uma consulta pública realizada pelo Banco Central (BCB) por meio do edital de consulta pública nº. 55/2017 de 30 de agosto de 2017.

A Resolução nº 4.656/2018 passou a regulamentar dois modelos de negócio de empresas de *fintech* do segmento de crédito através das denominadas Sociedades de Crédito Direto (SCD) e das Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP), para que possam operar de forma independente sem a necessidade de parceria com instituições financeiras.

Pelo primeiro modelo de sociedade, as empresas estão autorizadas a emprestarem e financiarem recursos próprios por meio de plataformas eletrônicas

²³² *Ibid.*, p. 316-317.

²³³ BCB. **Resolução nº. 4.656, de 26 de abril de 2018.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 16 set. 2018.

e pelo segundo modelo, empresas ou pessoas físicas podem registrar-se em plataformas eletrônicas para emprestarem recursos umas às outras, na modalidade conhecida como financiamento colaborativo ou *peer-to-peer lending*, objeto do presente estudo. De acordo com o BCB:

As *fintechs* de crédito são instituições financeiras que concedem e intermediam operações de crédito. No primeiro caso, as empresas realizam operações com recursos próprios por meio de plataforma eletrônica. No segundo, elas são denominadas instituições de empréstimos entre pessoas, atuando como intermediário entre credores e devedores por meio de negociações realizadas em meio eletrônico.²³⁴

Em suma, as SCD's e as SEP's, nos termos da resolução, são constituídas como instituições financeiras.

A regulamentação destas novas empresas de *fintech* de crédito permite eliminar intermediários financeiros de sua cadeia de valor, como é o caso dos correspondentes bancários, que agora podem optar em realizar tal atividade sem a necessidade de instituição financeira parceira na realização de operações de crédito, como será estudado adiante.

Ao regulamentar a atividade, o BCB promove a elevação da concorrência no setor financeiro no ramo de crédito e a ampliação do acesso ao crédito de agentes econômicos, mercado antes restrito às instituições financeiras tradicionais, gerando maior segurança jurídica nas relações.²³⁵

A referida Resolução nº. 4.656/2018 conta com seis capítulos e o total de quarenta e nove artigos. O Capítulo I dispõe sobre o objeto de aplicabilidade das normas. O Capítulo II prestou-se a definir alguns termos utilizados na resolução, em destaque, a plataforma eletrônica na qual é definida como “sistema eletrônico que conecta credores e devedores por meio de sítio na internet ou de aplicativo” e a definição de instrumento representativo do crédito que é o “contrato ou título de crédito que representa a dívida referente à operação de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica”.²³⁶

²³⁴ BCB. **FAQ – Fintechs.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fintechs.asp?idpai=FAQCIDADA0. Acesso em: 14 set. 2018.

²³⁵ BCB. **Edital de Consulta Pública 55/2017, de 30 de agosto de 2017.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/EditalConsultaPublica55.pdf>. Acesso em: 14 set. 2018.

²³⁶ BCB. **Resolução nº. 4.656, de 26 de abril de 2018.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 16 set. 2018.

O Capítulo III normatiza a SCD e o Capítulo IV regulamenta a SEP, foco do presente estudo sobre o empréstimo colaborativo, e suas respectivas seções: I–Do Objeto da Sociedade de Empréstimo entre Pessoas; II–Das Operações de Empréstimo e Financiamento entre Pessoas por meio da Plataforma Eletrônica; III–Das Vedações; IV–Dos Limites; V–Da Prestação de Informações; e VI–Disposições Adicionais.²³⁷

O Capítulo V trata das disposições comuns às SCD's e às SEP's e o Capítulo VI se presta às disposições finais.

No que tange a SEP é relevante destacar os seguintes aspectos regulados pela Resolução nº. 4.656/2018:²³⁸

i) Natureza Jurídica da SEP:

A SEP deve ser constituída como instituição financeira, assim deve obter prévia autorização do BCB para o seu funcionamento, conforme artigo 25. A norma estabelece como intermediação financeira, as operações de coleta de recursos dos credores e o direcionamento dos mesmos aos devedores, relativos às operações de empréstimo e financiamento entre pessoas através de plataforma eletrônica (artigos 7º e 8º).²³⁹

De acordo com o inciso IV do artigo 2º, podem participar do grupo de controle da SEP “pessoa, grupo de pessoas vinculadas por acordo de votos ou sob controle comum, ou fundo de investimento que detenha direitos de sócio correspondentes à maioria do capital votante de sociedade anônima”²⁴⁰.

A SEP deve ser constituída na forma de sociedade anônima, com limite mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) de capital social integralizado e patrimônio líquido, observado permanentemente (Art. 26).²⁴¹

No caso de controle da SEP por meio de fundos de investimento, a participação deve ocorrer em conjunto com pessoa ou grupo de pessoas. Nesta hipótese, durante a análise do processo de autorização, o BCB poderá exigir adicional de capital social integralizado e patrimônio líquido, assim como exigir a

²³⁷ *Idem.*

²³⁸ *Idem.*

²³⁹ *Idem.*

²⁴⁰ *Idem.*

²⁴¹ *Idem.*

celebração de acordo de acionistas, que possibilite a definição do grupo de controle, direto ou indireto, da instituição objeto do processo de autorização.²⁴²

A denominação da SEP deve adotar a expressão “Sociedade de Empréstimo entre Pessoas”, vedada a utilização de termos identificadores das demais instituições do SFN.²⁴³

Resta ressaltar que por tratar-se de instituição financeira, a SEP deve seguir as regras aplicáveis às demais instituições financeiras, especialmente àquelas regras de requerimento de capital e prevenção à lavagem de dinheiro, observadas as normas específicas da Resolução nº. 4.656/2018.²⁴⁴

ii) Restrição dos serviços prestados pela SEP, conforme § 1º do artigo 7º²⁴⁵:

Os serviços que a SEP está autorizada a prestar são restritos à: realização de operações de empréstimo e financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica, exclusivamente; à análise de crédito para seus clientes e terceiros; à cobrança de crédito para seus clientes e terceiros; à atuação como representante de seguros relacionados a estas operações de empréstimo e financiamento; à emissão de moeda eletrônica;²⁴⁶

iii) Definição das Pessoas Credoras e Devedoras:

A citada Resolução esclareceu os agentes econômicos que podem atuar como credores dos empréstimos e financiamentos viabilizados por meio da plataforma eletrônica.

De acordo com o § 1º do artigo 8º, podem atuar como credores: as pessoas físicas que atuam como investidores; as instituições financeiras; os fundos de investimento em direitos creditórios em que as cotas sejam destinadas

²⁴² *Idem.*

²⁴³ *Idem.*

²⁴⁴ BCB. **FAQ – Fintechs**. Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fintechs.asp?idpai=FAQCIDADAO. Acesso em: 16 set. 2018.

²⁴⁵ Nos termos do § 1º do artigo 7º da Resolução 4.656/2018: “A SEP é instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.

§ 1º Além de realizar as operações mencionadas no caput, a SEP pode prestar apenas os seguintes serviços:

I - análise de crédito para clientes e terceiros; II - cobrança de crédito de clientes e terceiros; III - atuação como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado com as operações mencionadas no caput, nos termos da regulamentação do CNSP; e IV - emissão de moeda eletrônica, nos termos da regulamentação em vigor.”.

²⁴⁶ BCB. **Resolução nº. 4.656, de 26 de abril de 2018**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 16 set. 2018.

aos investidores qualificados²⁴⁷, exclusivamente; as securitizadoras nas quais distribuam ativos securitizados a investidores qualificados, exclusivamente; e pessoas jurídicas não financeiras, exceto empresas securitizadoras que não distribuam ativos securitizados a investidores qualificados, exclusivamente.²⁴⁸

Os agentes econômicos que podem atuar como devedores são as pessoas físicas ou pessoas jurídicas, desde que residentes e domiciliadas no País (Art.8º, § 2º).²⁴⁹

iv) Limites:

Foi estipulado o limite de R\$15.000,00 (quinze mil reais) para empréstimo e financiamento de um credor para o mesmo devedor, na mesma SEP, exceto aqueles relacionados aos credores investidores qualificados, conforme regulamento da CVM. Todavia, a própria SEP poderá definir limites mais restritivos aos credores, de modo a estimular a diversificação dos investimentos dos credores, diluindo o risco de crédito.²⁵⁰

Desta forma, um credor poderá emprestar e financiar outros devedores através da mesma SEP, desde que observado o mesmo limite, assim como investir por meio de diversas SEP's.

v) Procedimentos para a realização das operações:

Os procedimentos que devem ser seguidos para a efetivação das operações de empréstimo e financiamento entre pessoas, de acordo com o artigo 11 da referida Resolução, são:²⁵¹

Art. 11. Na realização das operações de que trata o art. 8º, devem ser observados, sucessivamente, os seguintes procedimentos:

²⁴⁷ Conforme artigo 9º-B da Instrução CVM nº. 539/2013: "São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo -B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.". **Instrução CVM nº. 539, de 13 de novembro de 2013.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2018.

²⁴⁸ BCB. **Resolução nº. 4.656, de 26 de abril de 2018.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 16 set. 2018.

²⁴⁹ *Idem.*

²⁵⁰ *Idem.*

²⁵¹ *Idem.*

- I - manifestação inequívoca de vontade dos potenciais credores e devedores, em plataforma eletrônica, de contratarem a operação de empréstimo e de financiamento;
 - II - disponibilização dos recursos à SEP pelos credores;
 - III - emissão ou celebração, com os devedores, do instrumento representativo do crédito;
 - IV - emissão ou celebração, com os credores, de instrumento vinculado ao instrumento mencionado no inciso III; e
 - V - transferência dos recursos aos devedores pela SEP.
- § 1º Os instrumentos previstos nos incisos III e IV do caput serão:
- I - emitidos pela SEP ou em favor desta; ou
 - II - celebrados tendo a SEP como parte.
- § 2º Os instrumentos previstos nos incisos III e IV do caput devem conter cláusulas que assegurem o cumprimento do disposto no art. 10.
- § 3º As operações de que trata o art. 8º devem ser consideradas constituídas somente após o cumprimento dos procedimentos previstos neste artigo.

Logo, no âmbito da transferência de recursos entre os participantes, os recursos dos credores deverão ser primeiramente disponibilizados à SEP e posteriormente deverão ser transferidos pela SEP aos devedores. Importante destacar que a SEP emitirá ou celebrará tanto com os credores quanto com os devedores, instrumento representativo de crédito no qual se configura pelo “contrato ou título de crédito que representa a dívida referente à operação de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica” (Art. 2º, I).²⁵²

O instrumento representativo de crédito estabelecido com os credores deverá estar vinculado ao instrumento representativo de crédito firmado com o devedor, semelhante à operacionalização legal utilizada pelo modelo *marketplace lending* estudado anteriormente, no qual a instituição financeira emite o RDB ao credor e a CCB ao devedor, vinculando-os à operação ativa de empréstimo.

Os instrumentos representativos de crédito igualmente foram regulados pela Resolução, em seu artigo 12, nos quais devem conter as seguintes exigências:²⁵³

- Art. 12. Os instrumentos previstos nos incisos III e IV do caput do art. 11 devem conter cláusulas prevendo, no mínimo:
- I - as condições da operação de empréstimo e de financiamento contratada, inclusive a taxa de retorno esperada pactuada com o credor;
 - II - os deveres e os direitos dos credores, dos devedores e da SEP;
 - III - a indicação de que a SEP não se coobriga e não presta qualquer tipo de garantia na operação;
 - IV - a vinculação entre os recursos disponibilizados pelos credores à SEP e a correspondente operação de crédito com o devedor;

²⁵² *Idem.*

²⁵³ *Idem.*

V - a subordinação da exigibilidade dos recursos disponibilizados pelos credores à SEP ao fluxo de pagamento da correspondente operação de crédito;

VI - as informações sobre as eventuais garantias prestadas;

VII - as condições de transferência de recursos aos credores;

VIII - a condição de que a eficácia do instrumento está vinculada à transferência de recursos aos devedores; e

IX - a manifestação de ciência dos credores em relação aos riscos da operação de empréstimo e de financiamento.

Parágrafo único. As condições de transferência de recursos mencionadas no inciso VII do caput devem ser formuladas com base em critérios transparentes que preservem a igualdade de direitos entre os credores.

Assim, deverá conter nos instrumentos representativos de crédito, todas as informações referentes à operação, ou seja, as condições, a taxa de retorno, os prazos de pagamento, os direitos e deveres dos envolvidos, a vinculação dos recursos disponibilizados pelos credores ao fluxo de pagamento pelos devedores, as garantias prestadas eventualmente, bem como a informação sobre os riscos envolvidos na operação.²⁵⁴

Neste diapasão, é importante destacar três pontos: primeiro, a operação ativa de crédito celebrada com o tomador/devedor deverá estar vinculada à operação passiva de captação da SEP junto ao investidor/credor, com a respectiva subordinação da exigibilidade dos recursos disponibilizados pelos credores à SEP ao fluxo de pagamento da correspondente operação de crédito.

Segundo, é vedada a assunção de risco de crédito da operação por parte da SEP e de empresas controladas ou coligadas, inclusive via prestação de garantias; terceiro, não foi estabelecida ou limitada a taxa de retorno da operação, no entanto, conforme estipula o artigo 18, a taxa dependerá: do fluxo de pagamentos, da taxa de juros pactuada com os devedores, dos tributos incidentes, das tarifas, dos seguros contratados e de outras despesas.²⁵⁵

O artigo 13 da Resolução estabelece que os recursos relativos às operações devem ser segregados dos recursos próprios da SEP, sendo que a SEP deverá transferir em até 5 (cinco) dias úteis aos devedores, os recursos disponibilizados pelos credores e, em até 1 (um) dia útil, os recursos pagos pelos devedores aos credores. Caso a operação de empréstimo e financiamento não seja efetivada, os recursos disponibilizados pelo credor deverão ser devolvidos a

²⁵⁴ *Idem.*

²⁵⁵ *Idem.*

ele em até um dia útil após o prazo de cinco dias úteis da disponibilização dos recursos pelo credor ao devedor.²⁵⁶

vi) Prestação de Informações pela SEP:

A Resolução estabeleceu obrigações para a SEP no sentido de prestar informações aos seus clientes e usuários sobre as operações e serviços, principalmente em relação ao fluxo de pagamentos e aos riscos envolvidos nas operações, tudo de forma clara e objetiva.

As informações deverão ser divulgadas em local visível na página inicial do sítio da SEP na Internet e demais canais de comunicação, devendo constar em contratos, materiais de propaganda e de publicidade, além de outros documentos destinados aos clientes e usuários. Ademais, deverá incluir advertência, com destaque, sobre os riscos do investimento, assim como advertir que tais investimentos não possuem a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC).²⁵⁷

É de responsabilidade da SEP, informar potenciais credores sobre os fatores de composição da taxa de retorno esperada, divulgando, no mínimo, os seguintes elementos: os fluxos de pagamentos previstos, a taxa de retorno pactuada com os devedores, os tributos incidentes, as tarifas incidentes, os seguros contratados e outras despesas, além das perdas relativas à inadimplência do devedor.²⁵⁸

Ademais, a SEP é obrigada a divulgar a inadimplência média, mensalmente e dos últimos doze meses, por categoria de risco de crédito (Art.19), sendo um importante indicador para os credores utilizarem como parâmetro de risco de seus investimentos.²⁵⁹

Além disso, a SEP deverá realizar a análise do perfil dos possíveis investidores, para a verificação de enquadramento ao perfil de risco das operações pretendidas (art.20).²⁶⁰

vii) Risco de Crédito

²⁵⁶ *Idem.*

²⁵⁷ *Idem.*

²⁵⁸ *Idem.*

²⁵⁹ *Idem.*

²⁶⁰ *Idem.*

A SEP pode prestar o serviço de análise de crédito para clientes e terceiros. A análise de crédito deverá fornecer indicadores que expressem os riscos de crédito dos possíveis devedores e das operações de empréstimo e financiamento, de forma imparcial, de acordo com o que estipula o artigo 21.²⁶¹

Os critérios adotados na avaliação do risco de crédito deverão ser consistentes, verificáveis e transparentes, de modo a considerar, por exemplo, a “situação econômico-financeira, o grau de endividamento, a capacidade de geração de resultados ou de fluxos de caixa, a pontualidade e os atrasos nos pagamentos, o setor de atividade econômica e o limite de crédito”²⁶².

A dificuldade, neste ponto, reside no conflito entre o direito de acesso à informação do cliente (consumidor), no sentido de ter acesso aos critérios adotados na análise de risco de crédito, e o direito de sigilo das regras de negócio desenvolvidas no modelo de risco de crédito pela SEP (fornecedor do serviço), as quais são protegidas pelo segredo industrial.

O investimento realizado pelos credores através de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas constitui investimento de risco e sem garantia do FGC, pois a SEP não é um tipo de instituição financeira associada ao FGC.²⁶³

viii) Tarifa de Prestação de Serviços da SEP

A SEP pode cobrar qualquer tipo de tarifa, de credores e/ou devedores, desde que a cobrança esteja prevista em contrato firmado entre as partes e o serviço seja efetivamente prestado. A Resolução não limitou a cobrança, porém, estipulou que a SEP “deve adotar política de tarifas condizente com a viabilidade econômica das operações de empréstimo e de financiamento, de forma a propiciar a convergência dos interesses próprios e dos seus clientes”.²⁶⁴

ix) Vedações:

A Resolução nº. 4.656/2018 estabelece algumas vedações à SEP, quais sejam, de acordo com os artigos 14 e 15:

Art. 14. É vedado à SEP:

²⁶¹ *Idem.*

²⁶² Nos termos do artigo 22 da Resolução nº. 4.656/2018.

²⁶³ BCB. **Resolução nº. 4.656, de 26 de abril de 2018.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 16 set. 2018.

²⁶⁴ Nos termos do Parágrafo único do artigo 23 da Resolução nº. 4.656/2018.

- I - realizar operações de empréstimo e de financiamento com recursos próprios;
 - II - participar do capital de instituições financeiras;
 - III - coobrigar-se ou prestar qualquer tipo de garantia nas operações de empréstimo e de financiamento, exceto na hipótese do art. 10, parágrafo único;
 - IV - remunerar ou utilizar em seu benefício os recursos relativos às operações de empréstimo e de financiamento;
 - V - transferir recursos aos devedores antes de sua disponibilização pelos credores;
 - VI - transferir recursos aos credores antes do pagamento pelos devedores;
 - VII - manter recursos dos credores e dos devedores em conta de sua titularidade não vinculados às operações de empréstimo e de financiamento de que trata o art. 8º; e
 - VIII - vincular o adimplemento da operação de crédito a esforço de terceiros ou do devedor, na qualidade de empreendedor.
- Art. 15. Os recursos financeiros e os instrumentos representativos do crédito vinculados às operações de empréstimo e de financiamento não podem ser utilizados, direta ou indiretamente, para garantir o pagamento de dívidas ou de obrigações da SEP.

Neste sentido, o objetivo principal da SEP é viabilizar o encontro entre investidores/credores e tomadores/devedores, recebendo os recursos do credor, transferindo-os ao devedor e de igual modo, recebendo os recursos do devedor e transferindo-os ao credor, sendo as operações ativas e passivas vinculadas.

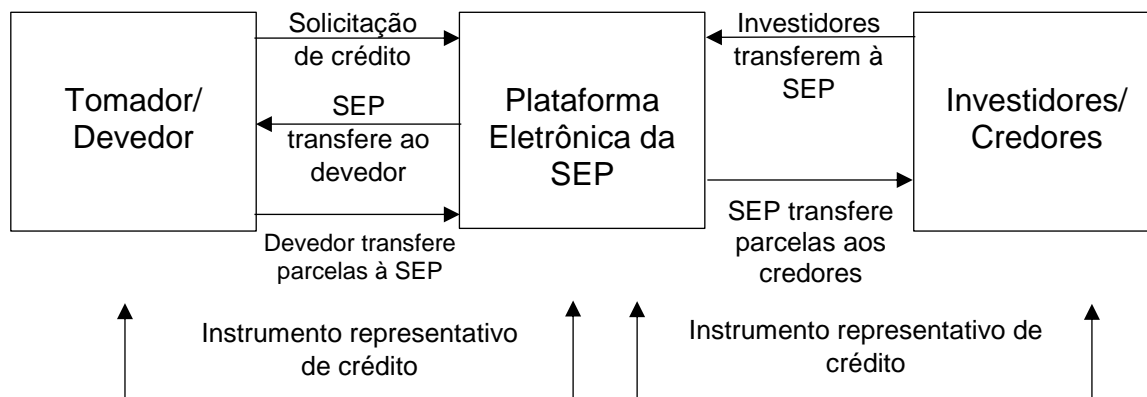
Assim, é vedado à SEP realizar operações de empréstimo e financiamento com recursos próprios, coobrigar-se ou prestar qualquer garantia a estas operações, remunerar ou utilizar em seu próprio benefício os recursos inerentes a estas operações, transferir recursos aos devedores e credores antes de seu recebimento pelos credores e devedores, manter tais recursos em conta de sua própria titularidade e utilizar os recursos de seus clientes para adimplir dívidas e obrigações da própria SEP.²⁶⁵

Ademais, o pagamento da operação de crédito não pode ser realizado por meio de esforço de terceiros ou do devedor, na qualidade de empreendedor.²⁶⁶ Entendemos que este dispositivo tentou evitar a interpretação e a configuração de contrato de investimento coletivo, caracterizando valores mobiliários, regulado principalmente pela Lei nº. 6.385/1976.

²⁶⁵ BCB. **Resolução nº. 4.656, de 26 de abril de 2018.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 16 set. 2018.

²⁶⁶ *Idem.*

Figura 4 – Dinâmica operacional e legal da operação de empréstimo colaborativo por meio da SEP (*peer-to-peer lending* em sentido estrito)



Fonte: Elaborada pela autora.

Logo, a indústria de *fintech* do segmento de crédito comemorou as inovações legais capitaneadas pelo CMN em conjunto com o BCB. Esta iniciativa ajuda a estimular o setor e a concorrência no mercado de crédito, altamente concentrado no País por bancos e demais instituições financeiras tradicionais.

Verifica-se que a atividade de intermediação financeira, no modelo de negócio *peer-to-peer lending* em sentido estrito, tomou novos contornos. Se antes a instituição financeira tinha a função de captar recursos financeiros de terceiros a determinada taxa de juros para depois emprestá-los à terceiros, assumindo totalmente o risco do negócio, agora, com o *peer-to-peer lending*, a instituição financeira realiza a captação e o repasse a pessoas pré-determinadas, de forma direta, vinculando-as e sem assumir o risco de crédito (inadimplência) da operação, que passa a ser dos investidores.

Agora, as instituições financeiras de pequeno porte, mais enxutas e com risco moderado podem ter a ingerência e a administração total do seu próprio negócio, sem a necessidade de uma instituição intermediária parceira para a concretização de seu modelo de negócio, o que poderá trazer maior agilidade e redução nos custos operacionais, bem como a redução do *spread* ao consumidor. Ciampolini destaca o ganho à indústria de *fintech* e aos consumidores:

Esse novo modelo de operação, além de trazer mais agilidade e eficiência para a operação, deve levar a uma redução dos custos operacionais, aumento da concorrência no setor e melhoria de produtos.

Num país com pouca oferta de crédito, será uma importante iniciativa que pode melhorar as opções ao consumidor.²⁶⁷

A tabela abaixo pretende fazer um comparativo das vantagens e desvantagens dos dois modelos de *peer-to-peer lending* estudados, quais sejam, o modelo *marketplace lending* via correspondente bancário e o modelo *peer-to-peer lending* em sentido estrito, através de instituição financeira configurada como SEP (Sociedade entre Pessoas):

Tabela 1 – Vantagens e desvantagens dos modelos *peer-to-peer lending*

	Correspondente Bancário	SEP
Intermediário	Instituição financeira tradicional	Não há intermediários
Tipo de sociedade	Regulado pelo Código Civil/2002	Instituição financeira regulada pela Resolução nº. 4.656/2018
Autorização para operar	Não necessita	Necessita de autorização do BCB
Capital Social	Não há um mínimo definido	Mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)
Normas de instituições financeiras	Não	Necessário estar <i>compliance</i> com as normas do CMN e BCB
Custos	Repartição dos lucros com a instituição financeira parceira	Custos inerentes à categoria de instituição financeira (<i>compliance</i>)
Fundo Garantidor de Crédito (FGC)	Sim, investidores contam com o FGC	Não há cobertura do FGC aos investidores
Risco de Crédito	Com os investidores	Com os investidores

Fonte: Elaborada pela autora.

A reportagem da Folha de São Paulo, de 26 de abril de 2018, faz uma análise crítica da Resolução nº. 4.656/2018 no tocante à migração de empresas de *fintechs* de crédito que operam na modalidade de correspondente bancário (*marketplace lending*) para a nova modalidade através da constituição de SEP:

A estimativa é que entre 10 e 30 *fintechs* peçam a autorização para operar como instituições financeiras nos próximos meses. O BC, de

²⁶⁷ CIAMPOLINI, Marcelo. **Fintechs de Crédito e BC: mais um passo para mudar o mercado de crédito no Brasil.** *LinkedIn*, 01 set. 2017. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/fintechs-de-cr%C3%A9dito-e-bc-mais-um-passo-para-mudar-o-ciampolini?articleId=6309466703126425600>. Acesso em: 21 set. 2018.

acordo com Damaso, simplificou os processos de adesão para facilitar a entrada de *startups*.

Com a nova regulação as *fintechs* de crédito passarão a ser enquadradas como instituições financeiras, com isto haverá a necessidade de divulgação de dados para o Banco Central, o que é importante para a manutenção da solidez de nosso sistema, mas pode trazer custos adicionais para as *fintechs*.²⁶⁸

Apesar das estimativas de criação de *fintechs* na forma de SEP, em pesquisa realizada em 28 de setembro de 2018 no sítio do BCB, ainda não há instituições financeiras registradas com a denominação “Sociedade de Empréstimo entre Pessoas”²⁶⁹.

²⁶⁸ CARNEIRO, Mariana. PRADO, Maeli. **Fintechs poderão conceder crédito sem mediação de banco.** *Folha de São Paulo*, 26 abr. 2018. Caderno Mercado. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/04/bc-da-sinal-verde-para-fintech-conceder-credito-sem-intermediacao-de-banco.shtml>. Acesso em: 16 set. 2018.

²⁶⁹ BCB. **Encontre uma instituição.** Disponível em: <https://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/rest/buscar-instituicoes.asp>. Acesso em: 28 set. 2018.

4. CRIPTOMOEDAS E CRIPTOATIVOS

Este capítulo visa a conceituar as tecnologias *Distributed Ledger Technologies (DLT)* e *Blockchain*, bem como sua utilização para a geração de criptomoedas, especialmente a *Bitcoin*. Tanto o termo criptomoeda, quanto o termo moeda virtual serão amplamente utilizados no decorrer do Capítulo e possuem o mesmo significado.

Posteriormente, será realizada uma análise comparativa entre a criptomoeda e a moeda em seu âmbito econômico e jurídico na legislação brasileira e, na sequência, será analisada a natureza jurídica da criptomoeda enquanto sistema de pagamentos eletrônico, bem como a tentativa de sua classificação como moeda eletrônica no arranjo de pagamentos fiscalizado pelo Banco Central do Brasil (BCB).

O novo modelo de captação de recursos junto ao público por empresas através da *Initial Coin Offering (ICO)* será estudado com vistas ao Mercado de Capitais. Para tanto, a *ICO* e os valores mobiliários serão conceituados, para posteriormente enquadrá-la no ambiente regulatório da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelos institutos da tradicional Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (*IPO*) e do *Crowdfunding*, por meio da nova Instrução CVM nº. 588 de 2017.

4.1 Conceito da Tecnologia *Blockchain* e da Criptomoeda *Bitcoin*

As criptomoedas ganharam destaque expressivo no dia a dia das pessoas comuns principalmente a partir da hipervalorização da famosa criptomoeda *Bitcoin*, ocorrida em 2017, cujo rendimento foi superior a 1.300% (mil e trezentos por cento), segundo estudos da Empiricus Research²⁷⁰.

A *Bitcoin* é a criptomoeda mais conhecida e confiável do mundo, contudo, de acordo com estudos da Coin Market Cap²⁷¹, na atualidade existem mais 1.890 (mil oitocentos e noventa) tipos de criptomoedas em todo o mundo.²⁷²

²⁷⁰ EMPIRICUS RESEARCH. **O investimento que rendeu mais de 1.300% em 2017**. Disponível em: <https://lp.empiricus.com.br/bitcoin-bolha/>. Acesso em: 04 mar. 2018, p.4.

²⁷¹ COINMARKETCAP. **All Cryptocurrencies**. Disponível em: <https://coinmarketcap.com/all/views/all/>. Acesso em: 27 ago. 2018.

²⁷² As criptomoedas mais conhecidas são: em primeiro lugar a *Bitcoin*, seguida pela *Ethereum*, *Bitcoin Cash*, *Litecoin* e *Ripple*.

A especificação funcional e técnica do sistema que suporta a criptomoeda *Bitcoin* foi publicada em 2009 por Satoshi Nakamoto em um grupo de discussão sobre criptografia²⁷³, através de documento denominado *White Paper – Bitcoin: A peer-to-peer Eletronic Cash System*²⁷⁴. Não se sabe se Satoshi Nakamoto é uma pessoa ou um grupo de pessoas, mas em meados de maio de 2016, o empresário australiano Craig Wright reivindicou a autoria da tecnologia²⁷⁵.

O documento define um sistema de pagamentos eletrônico, puramente ponto a ponto, que permite pagamentos *online* diretamente de uma parte para a outra, sem necessitar, desta forma, de uma instituição financeira.²⁷⁶ Para tanto, no lugar da confiança em terceiros para processar os pagamentos eletrônicos, um sistema baseado em criptografia é proposto.

O sistema que posteriormente veio a ser denominado *Blockchain* é uma evolução, principalmente, dos escritos de Wei Dai²⁷⁷, engenheiro da computação e estudioso em criptografia, datados em 1998 numa lista de discussão do grupo libertário conhecido por *cypherpunks*²⁷⁸. O documento previa um protocolo chamado de *b-money* com vistas à geração e à transferência de dinheiro eletrônico baseada em criptografia e na cooperação de seus participantes, sem a necessidade de governo ou de entidades patrocinadas por ele.

Blockchain é uma espécie do gênero *Distributed Ledger Technologies (DLT)*, que são tecnologias utilizadas para implementar livros-razão distribuídos, ou seja, bancos de dados descentralizados e distribuídos em rede, acessíveis por vários usuários:

Um livro-razão é um consenso de dados digitais replicados, compartilhados e sincronizados espalhados geograficamente em vários locais, países e/ou instituições. As *Tecnologias de Ledger Distribuído*

²⁷³ Criptografia é o estudo pelo qual uma informação legível é transformada para uma forma ilegível, de modo que apenas seu destinatário possa lê-la.

²⁷⁴ BITCOIN.ORG. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Eletronic Cash System**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 01 mai. 2018.

²⁷⁵ Da EFE. **Australiano Craig Wright assume ser o criador da moeda virtual bitcoin**. G1, 02 mai. 2016. Caderno Tecnologia e Games. Disponível em: <http://g1.globo.com/tecnologia/noticia/2016/05/australiano-craig-wright-assume-ser-o-criador-da-moeda-virtual-bitcoin.html>. Acesso em: 01 mai. 2018.

²⁷⁶ "A purely peer-to-peer version of electronic cash would allow online payments to be sent directly from one party to another without going through a financial institution." In: **Bitcoin: A Peer-to-Peer Eletronic Cash System**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> Acesso em: 01 mai. 2018.

²⁷⁷ DAI, Wei. **B-money**. Disponível em: <http://www.weidai.com/bmoney.txt>. Acesso em: 13 ago. 2018.

²⁷⁸ O *cypherpunks* surgiu nos anos 90 na Califórnia, por um grupo de pessoas interessadas em criptografia como forma de assegurar a privacidade no ciberespaço.

(DLTs) são tecnologias usadas para implementar livros-razão. Um livro-razão é um banco de dados descentralizado, acessível e controlado coletivamente por vários usuários. Esses usuários são chamados de “nós” da rede de banco de dados descentralizado. Os usuários que participam da rede como “nós completos” têm a capacidade de impor todas as regras da rede de banco de dados descentralizado. Outros usuários que participam da rede como “nós leves” são participantes passivos na rede. Qualquer atualização dos dados é validada por nós completos que chegam a um acordo sobre o estado do razão por meio de um mecanismo de consenso específico.²⁷⁹

A tecnologia *Blockchain* possibilita uma série temporal de dados ou de registros assinados digitalmente, agrupados em blocos ligados entre si e igualmente assinados digitalmente com mecanismos de criptografia, o que dificulta a manipulação dos dados e registros, gerando confiança. O protocolo da confiança, como é chamado, permite o envio de dinheiro eletrônico diretamente a uma pessoa, sem a intermediação de um banco ou instituição de pagamentos, de forma segura.²⁸⁰

Inicialmente, a tecnologia foi desenvolvida para funcionar como um sistema de pagamentos diretamente entre pessoas, porém, pelas suas características, descobriu-se potencial para diversos usos, como, o armazenamento de registro civil público (certidão de nascimento, casamento, etc.), a transferência de propriedade de bens (ações e títulos públicos), o registro de diplomas de ensino, prontuário eletrônico, a captação de recursos por meio de emissão de ativos digitais, como será visto no decorrer deste Capítulo 4, entre outros.²⁸¹

²⁷⁹ Tradução livre de: “A distributed ledger is a consensus of replicated, shared, and synchronized digital data geographically spread across multiple sites, countries, and/or institutions. Distributed Ledger Technologies (DLT) are technologies used to implement distributed ledgers. A distributed ledger is a decentralized database accessible and collectively controlled by multiple users. These users are referred to as the “nodes” of the decentralized database network. Users participating in the network as “full nodes” have the ability to enforce all the rules of the decentralized database network. Other users participating in the network as “lightweight nodes” are passive participants in the network. Any update of the data is validated by full nodes who come to an agreement about the state of the ledger through a specific consensus mechanism.²⁷⁹”. In: **IOSCO Research Report on Financial Technologies (FinTech)**. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018, p. 47-48.

²⁸⁰ TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don. **Blockchain Revolution: como a tecnologia por trás do Bitcoin está mudando o dinheiro, os negócios e o mundo**. Tradução Colaborativa. São Paulo: SENAI-SP Editora, 2017, p. 36.

²⁸¹ *Ibid.*, p. 37.

É um código-fonte aberto, chamado de *open source*, no qual “qualquer um pode, gratuitamente, baixá-lo, executá-lo e usá-lo para desenvolver novas ferramentas para o gerenciamento de transações *on-line*”²⁸².

No âmbito da criptomoeda *Bitcoin*, a *Blockchain* possibilita o registro de transações as quais são transmitidas para todos os nós²⁸³ da rede, encapsuladas em blocos, como um livro de registros contábil (livro-razão), através do uso de criptografia, sendo a *Bitcoin Blockchain* a primeira *DLT* do mundo, amplamente utilizada, conforme define a *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*:

A Blockchain Bitcoin é a primeira, a maior e mais pesquisada DLT do mundo. Ela usa um mecanismo de consenso altamente complexo (baseado em “mineração” e denominado “prova de trabalho”, conforme explicado mais adiante neste capítulo) para validar e autorizar novas informações adicionadas ao livro-razão. A natureza distribuída da Blockchain Bitcoin através do uso de blocos e hashes (superando a necessidade de uma contraparte central ou banco de dados central), combinada com o sofisticado mecanismo de consenso (superando o problema de confiança que caracteriza a Internet e quaisquer redes entre partes desconhecidas e distribuídas) são as inovações mais importantes e, portanto, mais pesquisadas, trazidas pela Blockchain do Bitcoin.^{284 285}

As três principais características da tecnologia *Blockchain* envolvem a distribuição dos dados em rede ponto a ponto, a natureza pública das informações e a utilização intensa de criptografia para a garantia da integridade dos dados:

É distribuído: ele é executado em computadores fornecidos por voluntários ao redor do mundo; não há nenhuma base de dados central para hackear. O blockchain é público: qualquer pessoa pode vê-lo a qualquer momento, pois reside na rede e não dentro de uma única instituição encarregada de operações de auditoria e manutenção de registros. E é criptografado: ele usa *criptografia* pesada, envolvendo

²⁸² *Ibid.*, p.36.

²⁸³ Segundo a Wikipedia: “Em redes de comunicação, um **nodo** ou **nó** (do Latim *nodus*, “nó”) é um ponto de conexão, seja um ponto de redistribuição ou um terminal de comunicação”. Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/N%C3%B3_\(redes_de_comunica%C3%A7%C3%A3o\)](https://pt.wikipedia.org/wiki/N%C3%B3_(redes_de_comunica%C3%A7%C3%A3o)). Acesso em: set. 2018.

²⁸⁴ IOSCO. **IOSCO Research Report on Financial Technologies (FinTech)**. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018, p. 48.

²⁸⁵ *Idem*. Tradução livre de: “*The Bitcoin blockchain is the first, the world’s largest and the most widely researched DLT. It uses a highly complex consensus mechanism (‘mining’ based and referred to as ‘proof of work’ as explained later in this chapter) to validate and authorize new information added to the ledger. The distributed nature of the Bitcoin blockchain through the use of blocks and hashes (overcoming the need for a central counterparty or central database), combined with the sophisticated consensus mechanism (overcoming the trust problem that characterizes the internet and any networks between unknown, distributed parties) are the most important, and therefore the most researched, innovations brought about by the Bitcoin blockchain*”.

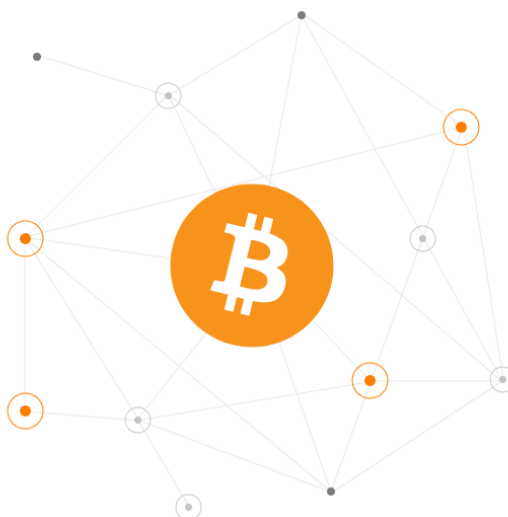
chaves públicas e privadas (semelhante ao sistema de duas chaves para acessar uma caixa forte) para manter a segurança virtual.²⁸⁶ (grifou-se)

Logo, podemos definir o protocolo *Blockchain* como uma rede de alcance global, semelhante à Internet, composta por aqueles que desejam utilizar o serviço de transferência de recursos eletrônicos *peer-to-peer*, conhecidos por “nós conectados à rede”, sendo que cada nó da rede possui uma cópia do histórico das transações realizadas até o momento, o que caracteriza a sua natureza descentralizada, distribuída e pública.²⁸⁷

Para participar da rede e transacionar criptomoedas é necessária a criação de uma carteira virtual (*wallet*) revestida de uma chave criptográfica pública, justamente para publicar as transações na rede e outra chave criptográfica privada de segurança, para acessar e gerir suas criptomoedas.²⁸⁸

A representação gráfica em destaque a seguir demonstra a importância de uma rede descentralizada e distribuída, ponto a ponto, sem intermediários. Significa dizer que a rede é totalmente funcional mesmo em caso de desativação de algum nó que a compõe, de forma que os demais nós continuam em pleno funcionamento.

Figura 5 – Rede descentralizada e distribuída



Fonte: bitcoin.org.

²⁸⁶ TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don, *op. cit.*, p. 36-37.

²⁸⁷ *Ibid.*, p. 70-73.

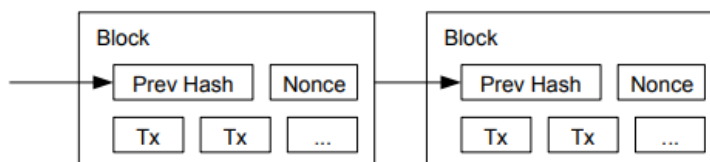
²⁸⁸ *Idem.*

Assim, não há qualquer autoridade ou instituição central neste sistema de pagamentos, não há governo, autoridade monetária ou instituição financeira responsável pela geração de criptomoedas e pela execução dos pagamentos e transferências. A própria rede trabalha em colaboração para a criação da moeda e para a efetivação das transações.

As transações realizadas na rede são validadas a cada dez minutos, aproximadamente, e armazenadas em bloco de transações com referência obrigatória ao bloco anterior, além de registrar o momento exato em que as transações ocorreram.²⁸⁹ Todo este processo dificulta uma eventual fraude nas transações, isto porque, para alterar alguma delas é necessário refazer todos os blocos anteriores, ou seja, todo histórico de transações, o que tornaria computacionalmente impraticável a manipulação das transações devido ao alto custo computacional e energético.²⁹⁰

Uma exemplificação gráfica do processo de prova de trabalho com o encadeamento dos blocos realizados pelos participantes mineradores da rede pode ser verificado a seguir:

Figura 6 – Prova de trabalho



Fonte: bitcoin.org/bitcoin.pdf.

O processo de validação das transações é chamado de prova de trabalho (*proof of work*) e consiste em garantir que a mesma *Bitcoin* não seja gasta múltiplas vezes (gasto duplo). A validação é realizada por alguns participantes da rede chamados de “mineradores”, no lugar dos intermediários financeiros, os quais acordam que aquele que resolver determinado problema matemático complexo primeiro é quem terá o direito de validar e gerar o próximo bloco de transações.²⁹¹

²⁸⁹ *Ibid.*, p. 37 e 93.

²⁹⁰ *Ibid.*, p. 37.

²⁹¹ *Ibid.*, p. 60-64.

Como forma de incentivo para manter a rede ativa, segura e confiável e devido ao processamento intenso das transações que demandam custos computacionais e energéticos, o minerador é recompensado com novas criptomoedas *Bitcoins* emitidas pelo próprio software.²⁹² Ao gerar o novo bloco, todos os outros nós o recebem para a verificação final.

Fobe conceitua o sistema *Bitcoin* como um sistema criptográfico de pagamentos virtual, sem a necessidade de ente central que garanta seu lastro e define a criptomoeda *Bitcoin* como um código informático “monetário”:

O sistema *Bitcoin* é, em poucas palavras, um sistema de pagamentos inteiramente virtual que independe de um ente central que garanta seu lastro ou organize seu funcionamento. Trata-se de um sistema criptográfico – baseado em códigos informáticos – que contém códigos “não-monetários” e códigos “monetários”, correspondendo esses últimos aos *Bitcoins*.²⁹³

Como se sabe, o sistema *Bitcoin* foi programado para emitir e colocar em circulação o total de 21 (vinte e um) milhões de criptomoedas *Bitcoin*, representadas pelo símbolo BTC.²⁹⁴ Porém, o próprio *White Paper* do sistema previu a continuidade do incentivo aos mineradores, após o esgotamento da emissão deste número predeterminado de criptomoedas, através de taxas de processamento de transação, de modo a garantir uma moeda livre de inflação, sem que haja emissão adicional de criptomoedas.²⁹⁵

Portanto, a criptomoeda *Bitcoin* é o resultado da execução de tarefas sequenciais predeterminadas em programa de computador denominado *Blockchain*, baseado fortemente em algoritmos de criptografia, e que representa valor econômico para ser utilizada, majoritariamente, como meio de pagamento na aquisição de produtos e serviços e transferências financeiras eletrônicas.

Assim, observa-se que o emissor da criptomoeda *Bitcoin* é o próprio código-fonte elaborado pelos desenvolvedores de software. Silva faz uma curiosa comparação entre o sistema *Bitcoin* e o sistema financeiro tradicional com relação às funções dos envolvidos no processo: “Traçando uma comparação entre o

²⁹² *Ibid.*, p. 62-63.

²⁹³ FOBE, Nicole Julie Fobe. **O Bitcoin como Moeda Paralela - Uma Visão Econômica e a Multiplicidade de Desdobramentos Jurídicos**. São Paulo, 2016. Dissertação de Mestrado – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, p. 12.

²⁹⁴ TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don, *op. cit.*, p. 69.

²⁹⁵ BITCOIN.ORG. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 01 mai. 2018.

sistema financeiro atual e o sistema *Bitcoin*, o usuário é capaz de exercer as funções de banco comercial (como custodiante e intermediário de pagamentos) e de casa da moeda (emissão de moeda).²⁹⁶

Na série alertas da CVM²⁹⁷, a criptomoeda *Bitcoin* é classificada como uma espécie de criptoativo, ou seja, um ativo virtual, protegida por criptografia, com o propósito principal de pagamentos ou transferências internacionais, sem a necessidade de intermediação por instituições financeiras:

Os criptoativos são ativos virtuais, protegidos por criptografia, presentes exclusivamente em registros digitais, cujas operações são executadas e armazenadas em uma rede de computadores. Esses ativos surgiram com a intenção de permitir que indivíduos ou empresas efetuem pagamentos ou transferências financeiras eletrônicas diretamente a outros indivíduos ou empresas, sem a necessidade da intermediação de uma instituição financeira. Tal propósito serviria - inclusive - para pagamentos ou transferências internacionais. Atualmente existem centenas de criptoativos, dentre os quais o pioneiro e mais conhecido é o *Bitcoin*. Cada um deles funciona baseado em um conjunto de regras próprias, definidas pelos seus criadores e desenvolvedores.

Entretanto, a maioria das autoridades reguladoras tem se referido às criptomoedas pelo termo moedas virtuais. Segundo Lèvy, “a palavra virtual é muitas vezes empregada para significar a irrealidade – enquanto a “realidade” pressupõe uma efetivação material, uma presença tangível.”²⁹⁸ Isto porque a existência da criptomoeda *Bitcoin* somente ocorre no ciberespaço, nas tecnologias da informação, não existindo sua representação física no mundo real e material, diferentemente da moeda oficial brasileira, o Real – BRL, que existe tanto no ambiente virtual quanto no ambiente físico, através das cédulas e das moedas em metais.

Além disso, ao mesmo tempo que a criptomoeda *Bitcoin* é virtual, ela também pode ser considerada digital, por ser uma informação codificada em linguagem binária de computadores, sob a forma de 0 (zero) e 1 (um), pois “digitalizar uma informação consiste em traduzi-la em números”²⁹⁹.

Em 2012, o Banco Central Europeu (BCE) definiu a criptomoeda como uma moeda virtual, sendo que “uma moeda virtual é um tipo de moeda digital não

²⁹⁶ SILVA, Luiz Gustavo Doles. ***Bitcoins & outras criptomoedas: teoria e prática à luz da legislação brasileira***. Curitiba: Juruá Editora, 2018, p. 21.

²⁹⁷ CVM. **Criptoativos**. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf. Acesso em: 19 out. 2018.

²⁹⁸ Lèvy, Pierre, *op. cit.*, p. 49.

²⁹⁹ *Ibid.*, p. 52.

regulamentada, que é emitida e geralmente controlada por seus desenvolvedores e usada e aceita entre os membros de uma comunidade virtual específica.”³⁰⁰.

Posteriormente, em relatório elaborado em 2015, no item glossário, o BCE passou a conceituá-la da seguinte forma: “A moeda virtual é uma representação digital de valor, não emitida por um banco central, instituição de crédito ou instituição de moeda eletrônica, que, em algumas circunstâncias, pode ser usada como uma alternativa ao dinheiro.”.^{301 302}

Assim, inicialmente, o BCE entendia ser a criptomoeda uma moeda virtual, não regulamentada, dinheiro digital emitido e utilizado por membros de uma rede virtual e, posteriormente, passou a entendê-la como uma moeda digital que representa valor, na qual não é emitida por qualquer instituição governamental ou instituição participante do sistema financeiro, sendo uma alternativa ao dinheiro tradicional.

Neste sentido, o BCB conceituou as criptomoedas da seguinte forma:

moedas virtuais ou moedas criptográficas que são representações digitais de valor que não são emitidas por Banco Central ou outra autoridade monetária. O seu valor decorre da confiança depositada nas suas regras de funcionamento e na cadeia de participantes.³⁰³

Preocupou-se o BCB em ressaltar que as criptomoedas são moedas virtuais, não emitidas por qualquer instituição do Estado e que o seu valor é decorrente da confiança dos participantes da rede.

É necessário contextualizar que a criptomoeda *Bitcoin* pode ser adquirida de algumas formas: 1) através do processo de validação das transações na rede, a chamada mineração, estudada anteriormente; 2) pela troca por produtos e serviços³⁰⁴; 3) através de transferência de *Bitcoins* entre participantes (carteiras

³⁰⁰ Tradução livre de: “a virtual currency is a type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community”. In: EUROPEAN CENTRAL BANK. **Virtual Currency schemes**. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>. Acesso em: 19 out. 2018, p.13.

³⁰¹ EUROPEAN CENTRAL BANK. **Virtual Currency schemes – a further analysis**. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>. Acesso em: 19 out. 2018, p. 33.

³⁰² *Idem*. Tradução livre de: “Virtual currency is a digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which, in some circumstances, can be used as an alternative to money.”.

³⁰³ BCB. **Moedas Virtuais**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/Pre/bc_atende/port/moedasvirtuais.asp#1. Acesso em: 20 ago. 2018.

³⁰⁴ BITCOIN.ORG. **Getting started with Bitcoin**. Disponível em: <https://bitcoin.org/en/getting-started>. Acesso em: 19 out. 2018.

virtuais)³⁰⁵; 4) pela aquisição através de corretoras de criptomoedas³⁰⁶, as chamadas *exchanges* de criptomoedas³⁰⁷; 5) pela aquisição em *ATM's (Asynchronous Transfer Mode)*³⁰⁸, ao digitalizar o *QR code* da carteira virtual (*wallet*) e, posteriormente, inserir as notas de moeda oficial do País na máquina *ATM*.

Ademais, as criptomoedas podem ser transacionadas por meio das plataformas tecnológicas das *exchanges* ou diretamente entre as pessoas, sem intermediários.³⁰⁹

Importante destacar os principais motivos pelos quais participar da rede *Bitcoin* é algo atrativo para as pessoas. O referido sistema eletrônico de pagamentos ponto a ponto proporciona os seguintes benefícios aos seus usuários:

1) Redução de custos e de tempo de processamento das transações:

No sistema de pagamentos tradicional, composto por uma estrutura com diversas instituições intermediárias, há custos consideráveis aos fornecedores que aceitam pagamentos via cartão de débito e crédito, além do prazo considerável para o recebimento dos recursos.

Por exemplo, a empresa PagSeguro cobra do estabelecimento comercial a taxa média de 2,39% e o prazo de 1 dia para recebimento nas transações via cartão de débito; 3,19% nas transações à vista com cartão de crédito e recebimento em 30 dias; e 3,79% nas vendas parceladas, com acréscimo de 2,99% ao mês e recebimento em 30 dias. Além do custo de aquisição da maquininha que aceita os cartões, variando entre R\$60,00 (sessenta reais) e

³⁰⁵ *Idem*.

³⁰⁶ BITCOIN.ORG. **How to buy bitcoin**. Disponível em: <https://bitcoin.org/en/buy>. Acesso em: 19 out. 2018.

³⁰⁷ *Exchanges* de criptomoedas são empresas que permitem a negociação de moedas virtuais e/ou armazenam e custodiam as chaves de acesso à carteira virtual dos usuários. Estas empresas, atualmente, não são reguladas, autorizadas ou fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil, bem como pela Comissão de Valores Mobiliários. *In*: BCB. **Moedas Virtuais**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/moedasvirtuais.asp?idpai=FAQCIDADAQ. Acesso em: 19 out. 2018.

³⁰⁸ No estado de São Paulo há duas *ATM's*, uma operada pela CoinBR e outra operada pela BitVending, ambas na região da Av. Paulista, conforme o sítio COIN ATM RADAR. *In*: COIN. ATM RADAR. **Bitcoin ATMs in São Paulo, Brazil**. Disponível em: <https://coinatmradar.com/city/145/bitcoin-atm-sao-paulo/>. Acesso em: 19 out. 2018.

³⁰⁹ CVM. **Criptoativos**. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf. Acesso em: 19 out. 2018.

R\$840,00 (oitocentos e quarenta reais) aproximadamente o custo deste dispositivo.³¹⁰

Bancos e outras instituições financeiras também cobram tarifas para a transferência de recursos de seus clientes para contas bancárias de pessoas que as mantêm em outras instituições financeiras, como é o caso do Documento de Crédito (DOC) e da Transferência Eletrônica Disponível (TED), podendo chegar a R\$143,25 (cento e quarenta e três reais e vinte e cinco centavos) por transação.³¹¹

Tarifas para a manutenção de contas bancárias igualmente são cobradas pelas instituições financeiras, tais como, tarifas de anuidade de cartão de crédito, emissão de cheques, extrato impresso, entre outras.³¹²

No Sistema *Bitcoin*, o custo de processamento das transações é assumido pelo próprio Sistema, ao adotar o conceito de recompensa em *Bitcoins* aos mineradores.³¹³ No entanto, é possível o pagamento pelo usuário de taxa variável em *Bitcoin* caso queira que sua transação seja processada prioritariamente, na medida em que a transação é processada em regra em 10 minutos, aproximadamente.³¹⁴

2) Segurança de que as transações dificilmente serão fraudadas ou revertidas, garantidas pelo algoritmo de criptografia e pelo sistema de recompensa aos mineradores;³¹⁵

3) Privacidade, uma vez que não é necessária a identificação da pessoa no Sistema através de seus dados pessoais, pois o Sistema utiliza chave privada única baseada em criptografia para cada *wallet*, como uma espécie de pseudônimo. Entretanto, em se tratando de *exchanges* de criptomoedas, estas geralmente armazenam dados de *Internet Protocol (IP)*, características do

³¹⁰ UOL. **Pagseguro**. Disponível em: https://pagseguro.uol.com.br/conteudo/campanha-d/?gclid=EAlalQobChMIzc6H0YqT3gIVAgYRCh0Guw_EEAAYAiAAEgKgYvD_BwE&psid=1. Acesso em: 19 out. 2018.

³¹¹ BCB. **Transferência por meio de TED – TED internet – Pessoa física**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/fis/tarifas/htms/htar131501.asp?idpai=TARBANRANK>. Acesso em: 29 out. 2018.

³¹² BCB. **Relação das Tarifas em ordem decrescente de valores**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/fis/tarifas/htms/SegmentoServicos01.asp?idpai=TARBANRANK>. Acesso em: 29 out. 2018.

³¹³ BITCOIN.ORG. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 01 mai. 2018, p. 4.

³¹⁴ TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don, *op. cit.*, p. 37 e 93.

³¹⁵ *Ibid.*, p. 36.

dispositivo eletrônico, localização, entre outros, sendo possível cruzar tais dados para uma possível identificação da pessoa;³¹⁶

4) Inclusão financeira, por não haver a necessidade de abertura de uma conta bancária com todas as tarifas inerentes à administração e aos serviços financeiros, bem como procedimentos burocráticos para a devida comprovação de renda.³¹⁷

5) O quinto fator considerado relativo ainda, está relacionado à inflação gerada por políticas monetárias irresponsáveis de alguns países soberanos. A criptomoeda poderia ser utilizada como uma forma de proteção do poder de compra futuro em caso de estabilidade de seu valor, o que será visto com maior detalhe no decorrer deste Capítulo 4.³¹⁸

Do mesmo modo que a tecnologia possibilita diversos benefícios, os riscos associados igualmente precisam ser considerados na análise do Sistema *Bitcoin*, quais sejam, em suma³¹⁹:

1) Utilização do sistema para a prática de atividades ilícitas, como, a lavagem de dinheiro e o financiamento ao terrorismo, decorrentes da dificuldade de identificação dos responsáveis pelas transações;³²⁰

2) Dificuldade de responsabilização por danos em caso de furtos causados por ataques cibernéticos e/ou falhas no código-fonte, pela sua natureza colaborativa de desenvolvimento de software *open source* e pelo seu caráter transnacional, envolvendo jurisdições diversas;

3) Não há garantia de conversão para a moeda oficial do país e não são garantidas por ativo real;³²¹

4) Risco de liquidez da criptomoeda que poderá levar à perda total de seu valor;³²²

³¹⁶ *Ibid.*, p. 70-77.

³¹⁷ *Ibid.*, p. 81-84.

³¹⁸ *Ibid.*, p. 69.

³¹⁹ BCB. **Comunicado nº 25.306, de 19 de fevereiro de 2014**. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=114009277>. Acesso em: 22 ago. 2018.

³²⁰ *Idem.*

³²¹ *Idem.*

³²² *Idem.*

5) Preço sofre alta volatilidade devido a diversos fatores, tais como, insegurança jurídica, ocorrência de ataques cibernéticos, regulações restritivas, a baixa liquidez, entre outras.³²³

Após a análise da Tecnologia *Blockchain* e da criptomoeda *Bitcoin*, a seguir partiremos para os aspectos econômicos e jurídicos das criptomoedas pela perspectiva do SFN.

4.2 Aspectos Jurídicos das Criptomoedas e dos Criptoativos

A criptomoeda *Bitcoin* guarda consigo as mais variadas características e funcionalidades. Tem sido utilizada principalmente como meio de pagamento, para transferência de recursos e como reserva de valor. Pode ser configurada como moeda no âmbito econômico e, neste contexto, entendida como uma moeda paralela, ou pode ser classificada pelo ordenamento jurídico brasileiro como um bem ou valores mobiliários, dependendo de sua utilização.

No mundo, há países que simplesmente proibiram a emissão e o uso de criptomoedas pela sua população, como foi o caso da Bolívia e da Rússia, sendo que a China banuiu a sua utilização no setor financeiro; e há países que estabeleceram tratamento fiscal no uso das moedas virtuais, tais como, Canadá, França, Cingapura, Reino Unido, Estados Unidos e, inclusive, o Brasil.³²⁴

É interessante o posicionamento da Austrália, país no qual passou a adotar o mesmo tratamento reservado à sua moeda oficial, às moedas virtuais.³²⁵

Não há, na atualidade, regulamentação específica para o tema no Brasil, no entanto, as principais instituições responsáveis pelas políticas monetária e cambial, pelo SFN, pelo Mercado de Valores Mobiliários e pela administração tributária têm proferido comunicados e pareceres acerca do tema.

Portanto, definir a natureza jurídica da criptomoeda requer uma análise dos institutos jurídicos mais próximos do objeto analisado, bem como, primeiramente, de uma análise econômica sobre a definição de moeda, de modo a subsidiar futuras regulamentações.

³²³ *Idem.*

³²⁴ SILVA, Luiz Gustavo Doles, *op. cit.*, p. 100-101.

³²⁵ *Idem.*

4.2.1 Análise Comparativa entre a Criptomoeda e a Moeda Fiduciária enquanto Natureza Econômica e Jurídica

A moeda tem passado por um longo processo de evolução, marcada pela desmaterialização dos instrumentos utilizados como moeda³²⁶, principalmente com a expansão das tecnologias de informação, a moeda vem tornando-se cada vez mais imaterial. Da moeda-mercadoria amplamente utilizada no escambo à moeda escritural e eletrônica dos dias atuais, a moeda física, no formato de cédula e no metálico, tem perdido a cada dia sua participação nos pagamentos diários, verificando-se seu uso majoritariamente em pagamentos de baixo valor.³²⁷

A moeda em formato físico vem sendo substituída pelos meios de pagamento eletrônicos, tais como, os cartões de débito, crédito e pré-pago em formato plástico e por aqueles realizados através de *smartphones*, as chamadas carteiras virtuais, como é o caso do Apple Pay e Samsung Pay. Entretanto, todas estas formas de moeda têm se complementado na atualidade.

Assim, as criptomoedas seriam mais um passo deste processo histórico evolutivo de desmaterialização da moeda? Vejamos.

Na Antiguidade, as mercadorias funcionavam como moeda através do que se denominou por escambo, a permuta de mercadorias, forma rudimentar utilizada para satisfazer as necessidades de consumo de bens e serviços.³²⁸

Então, determinada produção excedente de milho de uma família poderia ser trocada pela pesca excedente de outra, por exemplo. Porém, com o tempo, certas mercadorias passaram a ter a função de meio de pagamento, devido à sua maior demanda, como foi o caso do gado que poderia ser utilizado na locomoção, na prestação de serviços, na reprodução e como alimento, apesar do alto risco de doenças e morte dos animais. O sal também foi uma mercadoria muito procurada

³²⁶ CHIARA, José Tadeu De. **Moeda e Ordem Jurídica**. São Paulo, 1986. Tese de Doutorado – Curso de Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, p. 36.

³²⁷ ABECS – Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços. **Mercado de Cartões de Pagamentos no Brasil**. Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2012/07/costa-f-n-coord-costa-c-a-n-contenido-mercado-de-cartc3b5es-de-pagamento-no-brasil-10-09-2010.pdf>. Acesso em: 29 out. 2018, p.16.

³²⁸ BCB. **Origem e Evolução do Dinheiro**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/origevol.asp>. Acesso em: 06 ago. 2018.

pela sua utilidade na conservação dos alimentos, o que deu origem à palavra salário.³²⁹

Entretanto, algumas dificuldades eram enfrentadas com o sistema de moedas-mercadoria, como, a dificuldade na aferição de seu valor pela sua indivisibilidade e pelo motivo de serem perecíveis, o que inviabilizava o acúmulo de riquezas. Desta forma, o metal passou a ser utilizado como moeda na medida em que permitia o fracionamento e o armazenamento, bem como facilitava o transporte dos recursos.³³⁰

A priori, estes metais tinham diversos formatos, seja em barra, seja em objetos, tais como, anéis, braceletes, utensílios como facas e chaves, entre outros, e sua comercialização dependia do processo de aferição do peso e do grau de pureza do material.³³¹

As primeiras moedas em formato que conhecemos atualmente, surgiram no século VII a.C. na Grécia e na Lídia, feitas em metal com peso e valor definidos, além de possuírem a estampa da figura de seu emissor responsável pela garantia de seu valor. É provável que a primeira efígie cunhada em moeda foi a de Alexandre, o Grande, da Macedônia por volta de 330 a.C.³³²

Mas foi na época da Idade Média que o sistema de padrão metálico dominou os mercados e os metais preciosos, o ouro, a prata e o cobre, passaram a ser utilizados na confecção e na cunhagem da moeda, devido, principalmente, ao valor intrínseco do metal empregado e à resistência deste material à corrosão.³³³ Desta forma, a própria moeda em metal precioso funcionava como lastro, ou seja, como garantia do valor a ela atribuído.

A atuação do Estado ou do Poder Central em relação à moeda teve início neste processo de cunhagem da moeda, com o objetivo inicial de construir uma credibilidade para a aceitação desta como meio de trocas, através da garantia de qualidade e do peso das moedas, o que conferia à moeda originalidade e confiança.³³⁴

³²⁹ *Idem.*

³³⁰ *Idem.*

³³¹ *Idem.*

³³² *Idem.*

³³³ *Idem.*

³³⁴ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 34.

Apesar de a atividade de cunhagem em metais preciosos ter sido livre, geralmente exercida por soberanos e senhores feudais na Idade Média, “surgiu a superstição de que era um ato governamental que conferia valor ao dinheiro”³³⁵. Assim, a taxa cobrada pelo processo de cunhagem tornou-se uma das principais fontes de renda dos soberanos e a emissão da moeda um dos símbolos de poder³³⁶ e soberania³³⁷.

A moeda em papel igualmente surgiu na Idade Média, com o costume de se armazenar valores com os ourives – aqueles que negociavam ouro e prata – que em troca, emitiam recibos em papel como garantia.³³⁸

Posteriormente, estes recibos em papel passaram a ser comumente utilizados como instrumento de troca e meio de pagamento, seja pela facilitação no transporte e segurança de valores monetários, seja pela credibilidade e confiança em seus emissores. No Brasil, o primeiro banco a emitir notas representativas de moeda foi Banco do Brasil (BB)³³⁹ em 1810 e a primeira referência ao cheque surgiu em 1845, com a fundação do Banco Comercial da Bahia.³⁴⁰

As notas bancárias representavam certificados de depósito de valores monetários realizados em bancos e viabilizavam a efetivação de pagamentos sem a necessidade de entrega física dos metais preciosos, uma vez que se encontravam depositados na instituição com a garantia de resgate (dos metais) a

³³⁵ HAYEK, Friedrich August. **Desestatização do dinheiro: Uma análise da teoria e prática das moedas simultâneas**. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. 2. Ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2011, p. 34.

³³⁶ “Na verdade, as moedas, tal como a bandeira, serviam largamente como símbolos de poder. Através delas o governante afirmava sua soberania e mostrava ao povo quem era seu senhor: aquele cuja imagem as moedas levavam às mais remotas regiões de seu reino.”. *In*: HAYEK, Friedrich August, *op. cit.*, p. 33-34.

³³⁷ “O pensador considerado como o teórico da soberania (na realidade mais que o teórico, o notável expositor de um conceito que já traz em si uma longa e consolidada tradição), Jean Bodin, define o Estado como ‘um governo justo de muitas famílias e daquilo que lhes é comum, com poder soberano’ e o poder soberano como ‘o poder absoluto e perpétuo’ [1576, trad. it. pp. 345 ss.], onde ‘absoluto’ significa que não está submetido a outras leis que não aquelas naturais e divinas, e ‘perpétuo’ significa que consegue obter obediência contínua a seus comandos graças também ao uso exclusivo do poder coativo.” *In*: BOBBIO, Norberto. **Estado Governo Sociedade: Para uma teoria geral da política**. Tradução de Marco Aurélio Nogueira. 14. Ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987, p. 81.

³³⁸ BCB. **Origem e Evolução do Dinheiro**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/origevol.asp>. Acesso em: 06 ago. 2018.

³³⁹ *Idem*.

³⁴⁰ BCB. **Moeda Bancária – cheques**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/museu-espacos/cheque.asp>. Acesso em: 20 ago. 2018.

qualquer momento, mediante apresentação da moeda-papel, dando início a era da moeda escritural³⁴¹.³⁴² Yazbek explica:

As cédulas eram, assim, representativas do metal mantido em custódia pelo emissor (que, não raro, era mesmo um banco privado), podendo ser trocadas por demanda do seu detentor. Esse *gold standard* foi adotado por um grande número de países, em especial entre 1870 e 1914, sendo reputado essencial para garantir o valor da moeda, protegendo cidadãos contra a manipulação deste pelos governantes, e também para permitir o comércio internacional.³⁴³

Esta modalidade de moeda em papel desenvolveu-se enormemente no século XVII devido à expansão do padrão de cunhagem em metais preciosos³⁴⁴.

O Estado, com o objetivo de assegurar a conversibilidade das notas bancárias em metais preciosos depositados, passou a ditar normas de controle sobre a emissão de tais notas bancárias levando em consideração o volume dos metais preciosos depositados, passando assim, a acumular mais uma função na seara monetária, qual seja, a de controlador da circulação da moeda.³⁴⁵

O bimetalismo com a cunhagem em ouro e prata foi adotado por países como a França, a Bélgica, a Suíça e a Itália, todavia, devido à oscilação de valor comercial entre estes metais, acabaram por restringir a cunhagem de moedas em prata, limitando inclusive, seu poder liberatório. Desta forma, o monometalismo pela cunhagem em ouro passou a ser o padrão básico universal de valor no final do século XIX, iniciando o sistema monetário em ouro no século XX.³⁴⁶

O padrão monetário universal do ouro foi substituído pelo papel-moeda em 1930 com a declaração da inconversibilidade ou do curso forçado, o qual acabou por aniquilar o lastro em metal precioso vinculado à moeda em papel.³⁴⁷

³⁴¹ A moeda escritural é composta pelos depósitos à vista realizados em instituições financeiras, que podem ser movimentados por meio de cheques, transferências bancárias, ordens de pagamento e outros instrumentos. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/museu-espacos/cheque.asp>. Acesso em: 06 ago. 2018.

³⁴² CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 36.

³⁴³ YAZBEK, Otávio, *op. cit.* p. 73.

³⁴⁴ Foram contabilizadas pelo Parlamento Holandês em 1606 cerca de 341 moedas de prata e 505 moedas de ouro de diversos lugares depositadas em Amsterdã, devido à credibilidade comercial do local. *In*: CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 37-38.

³⁴⁵ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 39-42.

³⁴⁶ *Ibid.*, p. 35-36.

³⁴⁷ FRANCO, Gustavo H. B. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 81-82.

Desta forma, a partir do século XX, o cuproníquel³⁴⁸ e outras ligas metálicas passaram a ser utilizadas na fabricação da moeda, agora com o valor gravado em sua face, independente do metal utilizado, bem como a cédula – momento pelo qual a moeda passou a possuir valor extrínseco.³⁴⁹

Para a ciência da economia, a moeda é definida através de suas funcionalidades, assim, moeda é “tudo aquilo que possui, em alguma medida, três propriedades básicas: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor”³⁵⁰.

Neste âmbito, a primeira função da moeda é funcionar como meio de pagamento. É importante lembrar que o escambo trazia consigo algumas dificuldades nas transações, em especial a dificuldade de encontrar determinada pessoa que desejasse dispor da mercadoria pretendida e que, ao mesmo tempo, aceitasse receber a mercadoria ofertada. Ademais, havia a dificuldade em estabelecer a equivalência de valores dos bens transacionados, uma vez que muitos dos bens eram indivisíveis. Chiara assevera a problemática do processo produtivo neste sistema de trocas:

A tendência natural seria de que todos procurassem produzir a maior quantidade de bens possíveis, e das mais diversas natureza e espécie como forma de relacionar-se com um maior número de interessados, que, por sua vez, também ampliariam quantitativamente a possibilidade da realização de troca. Não é preciso assinalar a impossibilidade de desenvolvimento da produção tanto quantitativamente quanto qualitativamente, face às perdas de eficiência e economias de escala além de obstáculos ao aperfeiçoamento do processo produtivo.³⁵¹

A moeda resolveu este problema, uma vez que cumpriu com a importante função de facilitação das trocas de bens, funcionando como verdadeira intermediária de trocas, ou seja, “um ativo que os indivíduos usam para trocar bens e serviços e não para consumo”³⁵², pois “as pessoas não podem comer dólar; em vez disso usam notas de dólar para comprar bens comestíveis e os serviços que os acompanham.”³⁵³

³⁴⁸ Material metálico de cobre e níquel com resistência à corrosão, geralmente utilizado para a confecção de moedas.

³⁴⁹ BCB. **Origem e Evolução do Dinheiro**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htmls/origevol.asp>. Acesso em: 06 ago. 2018.

³⁵⁰ FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, p. 80.

³⁵¹ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 24.

³⁵² KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. **Introdução à economia**. Tradução de Helga Hoffmann. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 631.

³⁵³ *Idem*.

Neste sentido, a criptomoeda funciona como meio de pagamento, contudo, sua aceitabilidade ainda é incipiente, o que gera dúvidas em relação a sua eficácia como meio de pagamento. Como sua aceitação não é obrigatória, poucos estabelecimentos físicos e virtuais aceitam criptomoedas como meio de pagamento.³⁵⁴ A insegurança jurídica acerca do tema, a falta de conhecimento do público em geral e a alta volatilidade, são alguns dos fatores que dificultam sua aceitação.

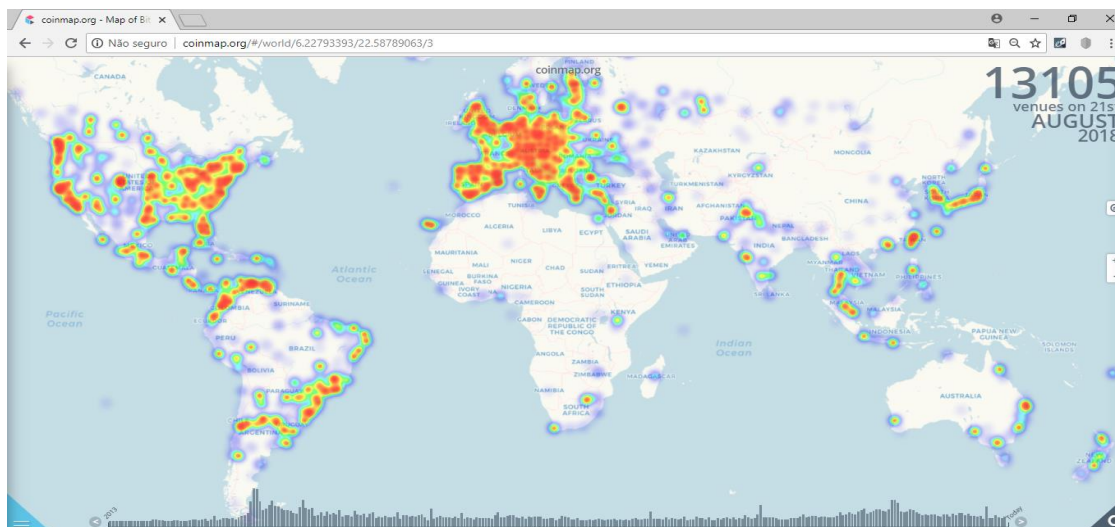
Segundo consulta realizada em 20 de agosto de 2018 no site Coinmap.org, há o total de 13.105 (treze mil cento e cinco) estabelecimentos que aceitam criptomoedas em todo o mundo³⁵⁵. No Brasil, são cerca de apenas 180 (cento e oitenta) estabelecimentos comerciais.³⁵⁶

³⁵⁴ “O pequeno tamanho atual e a rede de aceitação limitada de moedas virtuais restringem significativamente seu uso como meio de troca. Sem status de curso legal, uma moeda virtual é aceita somente quando duas partes concordam em usá-la. Apesar do crescimento muito rápido dos pagamentos baseados em moedas virtuais, o número e o volume de transações permanecem pequenos. De fato, o valor de mercado total atual das moedas virtuais é de cerca de US \$ 7 bilhões. Em contraste, a moeda norte-americana em circulação é de US \$ 1,4 trilhão, enquanto a oferta monetária norte-americana (M2) é de cerca de US \$ 12 trilhões.”. Tradução nossa. *In*: FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations. SDN/16/03**, janeiro de 2016. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf>. Acesso em: 31 out.2018.

³⁵⁵ COINMAP.ORG. Disponível em: <http://coinmap.org/#/world/11.17840187/-8.43750000/2>. Acesso em: 20 ago. 2018.

³⁵⁶ BASILIO, Andressa. **Tudo o que você já consegue comprar com bitcoin no Brasil e no Mundo**. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Tecnologia/noticia/2017/12/tudo-o-que-voce-ja-consegue-comprar-com-bitcoin-no-brasil-e-no-mundo.html>. Acesso em: 20 ago. 2018.

Figura 7 – Locais que aceitam criptomoedas no mundo



Fonte: COINMAP.ORG.

A segunda função da moeda, qual seja, unidade de conta, tem por finalidade estabelecer um padrão de medida de valor para a precificação de produtos e serviços.³⁵⁷ É importante lembrar a dificuldade em estabelecer o preço das coisas na época do escambo, principalmente devido à indivisibilidade da mercadoria, o que resultava em trocas injustas em termos atuais de preços.³⁵⁸

Portanto, unidade de conta é um:

... sistema de referência que permite comparar bens e serviços de variada natureza ou espécie constituindo-se, assim, em denominador comum que dinamiza a circulação da produção, fornecendo solução simples para a correlação entre valores de bens e serviços indispensáveis às relações de mercado.³⁵⁹

A criptomoeda cumpre esta função de unidade de conta, uma vez que é fracionável, fungível e quantificável³⁶⁰. A moeda virtual *Bitcoin* é fracionável na oitava casa decimal³⁶¹, sendo a menor unidade expressa em 0,00000001 *satoshi*, equivalente a 10^{-8} BTC. Assim, 1 (um) BTC equivale a 100 (cem) milhões de *satoshis*, o que possibilita a precificação de produtos e serviços em *Bitcoins*.

A terceira função econômica da moeda se refere à reserva de valor que guarda relação com a possibilidade de armazenamento da moeda para uso futuro,

³⁵⁷ KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin, *op. cit.*, p. 631.

³⁵⁸ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 24.

³⁵⁹ *Idem*.

³⁶⁰ FOBE, Nicole Julie Fobe, *op. cit.*, p. 62.

³⁶¹ TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don, *op. cit.*, p. 70.

“uma maneira de guardar poder de compra ao longo do tempo”³⁶², o que pode levar ao acúmulo de riqueza em caso de estabilidade da moeda. Yazbek explica que o valor da moeda está fortemente ligado ao poder de compra futuro e à confiança que os agentes de mercado depositam nela:

De modo geral, pode-se afirmar que o valor da moeda [...] não reside em nenhuma propriedade intrínseca, mas sim na garantia de valor (de seu poder de compra e não apenas de seu valor nominal), outorgada pelo poder emissor. Da mesma forma, a moeda apoia-se, em larga medida, na confiança que os agentes nela depositam.³⁶³

Entretanto, temos presenciado diversas moedas oficiais de países que não atingem ou não atingiram esta função de reserva de valor durante a história, como foi o caso do Brasil em 1993, ocasião em que a inflação anual superou 2.477% (dois mil, quatrocentos e setenta e sete por cento)³⁶⁴, assim como a Venezuela que recentemente alcançou a marca aproximada de 1.000.000% (um milhão por cento) de inflação no ano de 2018.³⁶⁵

Conforme estudo desenvolvido pelo economista Steve Hank, professor da Universidade Johns Hopkins nos Estados Unidos, outros países também sofreram com a hiperinflação: Zimbábue em 2008 com inflação diária de 98% (noventa e oito por cento); Hungria em 1946 com inflação de 195% (cento e noventa e cinco por cento) ao dia; Grécia em 1944 com 11,3 mil % (onze mil e trezentos por cento) ao mês e Alemanha em 1923, com 29,5 mil % (vinte e nove mil e quinhentos por cento) ao mês.³⁶⁶

Os motivos para a hiperinflação são, basicamente, prejuízos decorrentes de guerras, a produção de consumo em ritmo lento, a retenção de moeda pelos cidadãos ao evitar o consumo, mas, principalmente, a impressão desgovernada de papel-moeda sem qualquer controle para honrar pagamento de dívidas estatais³⁶⁷. Vidigal clarifica o conceito de inflação:

³⁶² KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin, *op. cit.*, p. 631.

³⁶³ YAZBEK, Otávio, *op. cit.*, p. 72.

³⁶⁴ **Em 1993, os brasileiros viveram o auge da hiperinflação, que alcançou 2.500%.** *O Globo*. 11 jan. 2016, Caderno de Economia. Disponível em: <https://acervo.oglobo.globo.com/em-destaque/em-1993-os-brasileiros-viveram-auge-da-hiperinflacao-que-alcancou-2500-11263960>. Acesso em: 20 ago. 2018.

³⁶⁵ **Inflação na Venezuela vai a 1.000.000% neste ano, prevê FMI.** *Folha de São Paulo*. 23 jul. 2018. Caderno Mundo. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mundo/2018/07/inflacao-na-venezuela-vai-a-1000000-neste-ano-preve-fmi.shtml>. Acesso em: 20 ago. 2018.

³⁶⁶ TAVARES, Eduardo. **Os 6 piores casos de hiperinflação da história.** Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/os-6-piores-casos-de-hiperinflacao-da-historia/>. Acesso em: 20 ago. 2018.

³⁶⁷ *Idem*.

Chamamos de inflação um processo de leilão dos bens existentes, praticado mediante alteração nas suas valorações em moeda. Pelo avesso, pode ser descrito como um processo de leilão de moeda, valorada segundo o nível geral dos preços [...] não há reserva de valor em moeda corrente inflacionária.³⁶⁸

Portanto, o poder de compra da moeda é diretamente afetado pela inflação e pelas políticas monetárias adotadas pelos Estados. Assim, uma moeda oficial de um país soberano pode não cumprir com a função de reserva de valor.

Apesar de a criptomoeda *Bitcoin* ter sido desenvolvida com o objetivo principal de funcionar como meio de pagamento, ela também tem sido utilizada, por vezes, como reserva de valor, ou seja, pessoas têm adquirido *Bitcoin* e mantido em carteira aguardando sua valorização.

A escassez programada em 21 (vinte e um) milhões de BTC's em seu código-fonte *Blockchain* torna sua oferta limitada, constituindo uma alternativa em países com altos índices de inflação. Entretanto, a alta volatilidade³⁶⁹ do seu valor tem dificultado sobremaneira a manutenção do seu poder de compra, sendo, portanto, temário afirmar que as criptomoedas possuem, atualmente, a função econômica de reserva de valor, uma vez que é possível a perda parcial ou total de todo o capital investido. Neste sentido, o Fundo Monetário Internacional (FMI) já se posicionou:

A alta volatilidade dos preços das moedas virtuais limita sua capacidade de servir como uma reserva confiável de valor. Moedas virtuais não são passivos de um Estado, e a maioria das moedas virtuais também não são passivos de entidades privadas. Seus preços têm sido altamente instáveis (veja a Figura 2), com volatilidade que é tipicamente muito maior do que para pares de moedas nacionais.³⁷⁰

Note-se que tanto as criptomoedas quanto as moedas oficiais dos países soberanos podem não ser consideradas como moeda em termos econômicos, devido à ausência de qualquer das três características econômicas da moeda, em especial, a de reserva de valor.

³⁶⁸ VIDIGAL, Geraldo. **Direito Monetário**. São Paulo: IBCB, 1995, p. 5-7.

³⁶⁹ "Pode-se afirmar que a criptomoeda é um dos ativos com maior variação de preço a disposição no mercado. Isto se dá uma vez que a criptomoeda e seu preço varia de acordo com a sua aceitação, especulação de preços e aos usos do *Blockchain* que dá base a cada uma das criptomoedas." In: SILVA, Luiz Gustavo Doles, *op. cit.*, p. 46.

³⁷⁰ Tradução livre de: "*High price volatility of VCs limits their ability to serve as a reliable store of value. VCs are not liabilities of a state, and most VCs are not liabilities of private entities either. Their prices have been highly unstable (see Figure 2), with volatility that is typically much higher than for national currency pairs*". In: FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations**. SDN/16/03, janeiro de 2016. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

Conforme explanado, a moeda oficial de determinado país, corroída pela inflação, não cumprirá com a função de reserva de valor, assim como a criptomoeda não será dotada de reserva de valor em decorrência de sua alta volatilidade.

Em suma, na medida em que a aceitação da criptomoeda for ampliada e a estabilidade de seu valor alcançada, não haverá óbices para entendermos a criptomoeda como uma moeda no âmbito da ciência econômica.

Contudo, o conceito de moeda é tema polêmico entre economistas e juristas, obviamente pelas perspectivas de análise. Enquanto que os economistas definem a moeda pelas suas funcionalidades, os juristas a conceituam como “tudo aquilo que a lei define como tal”³⁷¹, ou seja, independentemente de sua funcionalidade econômica. Se o Direito por um lado é produto dos valores sociais e dos fatores históricos, econômicos, culturais, morais, entre outros, por outro, é o instrumento adequado para manter a ordem individual e social devido ao seu poder de coação.³⁷²

Foi a partir do século XIX que a atuação do Estado na política monetária expandiu-se com a regulação da moeda, retirando o poder de emissão de agentes privados (senhores feudais, ourives e banqueiros) e conferindo-lhe a competência exclusiva para a sua emissão, o que levou ao monopólio Estatal atual sobre a moeda.³⁷³

Frise-se, até o Estado alcançar o estágio de detentor do monopólio de emissão da moeda, tal atividade era exercida concorrentemente pelos senhores feudais, soberanos, ourives e bancos, seja pelo processo de cunhagem da moeda em metais preciosos, seja pela emissão de notas (recibos) de depósitos de valores, conforme visto anteriormente.

A competência exclusiva do Estado para a emissão da moeda é atribuída pela ordem jurídica e constitui em verdadeiro poder político capaz de “criar um instrumento que se presta a liberar vínculos obrigacionais e que permite àquele

³⁷¹ FRANCO, Gustavo H. B, *op. cit.*, p. 84.

³⁷² Chiara aprofunda o conceito de ordem preliminarmente em sua tese de doutorado sobre a Moeda e a Ordem Jurídica.

³⁷³ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 17.

que o detém adquirir bens e serviços que necessite”³⁷⁴. Somente o instrumento emitido de acordo com os ditames da lei é que terá este poder liberatório.

Mendes e Nascimento definem a moeda como “um título de poder liberatório emitido pelo Estado, com curso forçado decorrente de lei e com aceitação obrigatória para cancelar débitos”.³⁷⁵

Em relação à dicotomia acerca da definição jurídica da moeda e de seu conceito econômico, Chiara explica, baseando-se nos ensinamentos de Ludwig Von Mises, que a moeda é instrumento de trocas e no âmbito jurídico é entendida como instrumento de pagamento:

Se considerada uma dicotomia entre conceito legal de moeda e sua noção econômica, verifica-se que a unidade monetária se apresentará como o referencial que viabiliza as relações de troca em termos de padrão de valor e aceitação como intermediária na troca; além disso é padrão de conduta jurídica no que concerne à moeda entendida como instrumento de pagamento.³⁷⁶

Desse modo, a moeda somente cumprirá sua função de instrumento de pagamento se no ordenamento jurídico houver a previsão legal de aceitação obrigatória para honrar obrigações.

O curso legal da moeda representa a sua aceitação obrigatória no País, o que veda a sua recusa como forma de pagamento no território nacional, lhe garante a plena circulação e a sua caracterização como meio de pagamento³⁷⁷. A respeito da evolução histórica jurídica neste sentido:

A França impõe o curso legal da moeda em 1848, suspenso em 1850 e restabelecido em 1870; a Inglaterra o adota em 1833; e a Alemanha, em 1910 e os Estados Unidos em 1933. No Brasil em 1890 o curso legal foi imposto em relação às regiões geográficas em que eram emitidas as notas conversíveis. A lei das contravenções penais em 1941 tipifica para fins de conduta punível a recusa da aceitação de moeda de curso legal.³⁷⁸

A história demonstra o poder de coerção exercido pelo Estado em defesa de seu monopólio de emissão, de controle e de aceitação da sua moeda oficial pela população, por meio de severas punições, inclusive com a morte, àqueles que a recusavam, conforme traz Nussbaum³⁷⁹:

³⁷⁴ *Ibid.*, p. 19.

³⁷⁵ Mendes, Antonio; Nascimento, Edson Bueno *Apud* FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, p. 83.

³⁷⁶ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 49.

³⁷⁷ SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. **Voto do Min. Eros Grau em RE 478.410/SP**. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/RE478410.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2018.

³⁷⁸ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 39.

³⁷⁹ NUSSBAUM, Arthur *Apud* HAYEK, Friedrich August, *op. cit.*, p. 40-41.

Com Marco Polo aprendemos que, no século XIII, a lei chinesa tornava a recusa do papel-moeda imperial punível com a morte; e vinte anos a ferros ou, em alguns casos, a morte, era a penalidade prevista para a recusa em aceitar os *assignats* franceses. A antiga lei inglesa punia o repúdio como *lesa-majestade*. Na época da Revolução Americana, a não aceitação das notas do congresso continental era tratada como um ato inimigo e, algumas vezes, acarretou um não pagamento da dívida.

Além do curso legal, o ordenamento jurídico também prevê o aspecto do curso forçado. O curso forçado, por sua vez, se refere ao valor nominal extrínseco da moeda – nominalismo – ao qual extingue a possibilidade de conversão do papel-moeda em metal precioso, por exemplo. Desta forma, o curso forçado tão somente expressa que a moeda dotada de valor padrão é inconversível, ou seja, não pode ser convertida por seu emissor em outro valor.³⁸⁰

A estipulação do curso forçado pelo Estado foi uma evolução a partir da suspensão temporária da conversibilidade das notas bancárias em metais preciosos, devido à alta da inflação e ao aumento da desconfiança na estabilidade destes emissores em períodos de guerras. A extinção do lastro em metais preciosos consolidou a moeda fiduciária, baseada na confiança:³⁸¹

Com o início da Primeira Guerra Mundial, porém, e o surgimento de novas necessidades, um número cada vez maior de países abandonou o sistema de lastreamento em ouro, passando a emitir moeda livremente, conforme suas necessidades. Consolida-se, assim, uma tendência mundial de recurso à chamada “moeda fiduciária”, cujo valor é fundado apenas na confiança que os agentes econômicos depositam no seu emissor.³⁸²

Percebe-se que o curso forçado livrou o Estado da obrigatoriedade de conversibilidade da moeda-papel, garantindo-lhe grande reserva de valores em metais preciosos.³⁸³

Portanto, na economia moderna, denomina-se moeda fiduciária ou *fiat* a moeda emitida por autoridade governamental, revestida de curso forçado e curso legal, com aceitação obrigatória e sem a necessidade de qualquer lastro, pois a confiança reside em seu emissor. Os cidadãos confiam que o governo manterá estável o valor da moeda no tempo.

³⁸⁰ SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. **Voto do Min. Eros Grau em RE 478.410/SP**. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/RE478410.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2018.

³⁸¹ CHIARA, José Tadeu De, *op. cit.*, p. 39.

³⁸² YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 73-74.

³⁸³ FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, p. 83.

O curso forçado foi estabelecido no Brasil inicialmente em 1933 através do Decreto-lei 23.501, de 27 de novembro de 1933, no qual:

Declara nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel, e dá outras providências³⁸⁴

Com destaque aos artigos 1º e 2º³⁸⁵:

Art. 1º É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel.
Art. 2º A partir da publicação deste decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos exequíveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal.

Posteriormente, a Lei nº. 4.595 editada em 31 de dezembro de 1964, na qual organiza o SFN e dispõe sobre as instituições monetárias do País, transformou a antiga Superintendência da Moeda e do Crédito em BCB, reservando-lhe a competência para a emissão de moeda no País, a execução dos serviços de meio-circulante, entre outras funções, conforme visto alhures.³⁸⁶

Na atualidade, a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988³⁸⁷, reforçou tal competência através da previsão do monopólio de emissão exclusiva³⁸⁸ da moeda nacional pela União³⁸⁹, através do BCB.

Além disso, compete à União administrar as reservas cambiais do país, fiscalizar as operações de natureza financeira, especialmente as de crédito, câmbio e capitalização, bem como as de seguros e de previdência privada, de acordo com o inciso VIII do artigo 21 da Constituição da República Federativa do Brasil. À União, compete igualmente, legislar sobre matéria de sistema monetário e de medidas, títulos e garantias dos metais; política de crédito, câmbio, seguros e transferência de valores, conforme artigo 22 da referida Constituição.³⁹⁰

³⁸⁴ CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Decreto nº23.501, de 27 de novembro de 1933 – Publicação original**. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-23501-27-novembro-1933-500678-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 08 ago. 2018.

³⁸⁵ *Idem*.

³⁸⁶ BRASIL. **Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.

³⁸⁷ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

³⁸⁸ Art. 164. A competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo banco central.

³⁸⁹ Conforme artigo 21 da Constituição Federal: “Compete à União: VII - emitir moeda;”.

³⁹⁰ VIDIGAL, Geraldo, *op. cit.*, p .9.

A moeda denominada Real, vigente no País desde 1º de julho de 1994, foi prevista pela Lei nº. 8.880, de 27 de maio de 1994³⁹¹ e, posteriormente, regulada pela Lei nº. 9.069, de 29 de junho de 1995³⁹². Na referida Lei, além de tornar o Real a moeda oficial dotada de curso legal em todo o território nacional³⁹³, ainda estabeleceu condições para a sua emissão, como, a vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, definindo por fim em seu artigo 4º, o Conselho Monetário Nacional (CMN) como a instituição competente para a regulamentação dos critérios desta vinculação, em destaque:

Art. 3º O Banco Central do Brasil emitirá o REAL mediante a prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, observado o disposto no art. 4º desta Lei.

§ 1º As reservas internacionais passíveis de utilização para composição do lastro para emissão do REAL são os ativos de liquidez internacional denominados ou conversíveis em dólares dos Estados Unidos da América.

§ 2º A paridade a ser obedecida, para fins da equivalência a que se refere o caput deste artigo, será de um dólar dos Estados Unidos da América para cada REAL emitido.

§ 3º Os rendimentos resultantes das aplicações das reservas vinculadas não se incorporarão a estas, sendo incorporadas às reservas não vinculadas administradas pelo Banco Central do Brasil.

§ 4º O Conselho Monetário Nacional, segundo critérios aprovados pelo Presidente da República:

I - regulamentará o lastreamento do REAL;

II - definirá a forma como o Banco Central do Brasil administrará as reservas internacionais vinculadas;

III - poderá modificar a paridade a que se refere o § 2º deste artigo.

§ 5º O Ministro da Fazenda submeterá ao Presidente da República os critérios de que trata o parágrafo anterior.

A emissão da moeda Real vinculada às reservas internacionais em valor equivalente não significa, porém, que o papel-moeda é conversível em dólares como um lastro, mas tão somente que o País adota política monetária com vistas à estabilização do valor da moeda oficial.

As reservas internacionais são recursos que o País possui em moeda forte com alta liquidez no mundo, como, o dólar americano, investimentos em títulos internacionais e até o ouro como medida de evitar variações bruscas no câmbio e

³⁹¹ BRASIL. **Lei nº. 8.880, de 27 de maio de 1994.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8880.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

³⁹² BRASIL. **Lei nº. 9.069, de 29 de junho de 1995.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9069.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

³⁹³ Conforme artigo 1º da Lei nº. 9.069/1995: "A partir de 1º de julho de 1994, a unidade do Sistema Monetário Nacional passa a ser o REAL (Art. 2º da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994), que terá curso legal em todo o território nacional."

de modo a garantir o valor de sua moeda oficial, a liquidação de obrigações atreladas em dólar e a geração da confiança no País.³⁹⁴

O monopólio Estatal sobre a emissão da moeda possibilita ao governo a manipulação da economia através da quantidade de moeda oficial que será disponibilizada no mercado: a ampliação na oferta de moeda e crédito, aumenta a demanda por bens e serviços desproporcionalmente à produção dos mesmos, o que leva ao aumento dos preços dos bens e serviços, diminuindo o poder de compra – inflação. Ao restringir a quantidade de moeda local no mercado, a demanda por bens e serviços cai, os preços conseqüentemente caem, causando a retração da economia. Em suma, uma política monetária e orçamentária governamental ruim pode levar uma nação à falência³⁹⁵.

Por tal motivo, o economista e filósofo austríaco Hayek³⁹⁶ defende a desestatização do dinheiro, pela teoria de moedas simultâneas ou paralelas. Para ele, a concorrência na emissão da moeda, frise-se, inclusive por instituições privadas denominadas por Hayek como bancos, traria diversas vantagens, tais como, o poder de escolha do público e o controle inflacionário.

Pensar na possibilidade de outros agentes de mercado emitirem moedas fundados na livre iniciativa e na livre concorrência talvez fosse, num primeiro momento, estranho e inconcebível, no entanto, a concorrência em diversos mercados de bens de consumo já se mostrou um ótimo instrumento de melhoria constante das técnicas empregadas no desenvolvimento de produtos e serviços a preços mais baixos, como é o caso do estudo em tela.

Para Hayek, o curso legal da moeda oficial é uma forma de justificar o monopólio estatal sobre a emissão da moeda, no entanto “não significa nem que todo o dinheiro precise ser moeda de curso legal, nem mesmo que todos os

³⁹⁴ CASTRO, José Roberto. **Como funcionam e quanto custam as reservas internacionais do Brasil**. Nexo Jornal, 30 jan. 2017. Caderno Expresso. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/expresso/2017/01/30/Como-funcionam-e-quanto-custam-as-reservas-internacionais-do-Brasil>. Acesso em: 09 ago. 2018.

³⁹⁵ “A longa depressão dos anos 30, que conduziu ao renascimento do marxismo (que, se não fosse por isso, provavelmente estaria extinto hoje) foi exclusivamente consequência da má administração do dinheiro pelo governo – tanto antes como após a crise de 1929.”. In: HAYEK, Friedrich August, *op. cit.*, p. 118.

³⁹⁶ HAYEK, Friedrich August, *op. cit, passim*.

objetos aos quais a lei dá atributos de moeda de curso legal precisem ser dinheiro”³⁹⁷. E complementa:

costuma-se definir dinheiro como o meio de troca geralmente aceito, mas não há razão para que, dentro de uma determinada comunidade, deva haver apenas um tipo de dinheiro que seja geralmente (ou pelo menos amplamente) aceito.³⁹⁸

Neste sentido, defende a concorrência e a convivência entre diversas moedas no mercado e contesta a necessidade de curso legal para todas elas.

O que tornaria determinada moeda mais aceitável pelo público seria justamente: i) a confiança inabalável em seu emissor, no sentido de que, a qualquer momento, seus depósitos poderiam ser trocados por dinheiro; ii) a confiança em relação à estabilidade do valor da moeda, de modo a manter o seu poder de compra no futuro; iii) além, é claro, do fator liquidez que está relacionado à ampla aceitação da moeda pelo mercado em troca de produtos e serviços.³⁹⁹

Logo, em busca do lucro e frente à concorrência do mercado, cada instituição emissora buscaria manter seu valor estável através da gestão e do controle da quantidade de moeda em circulação, por exemplo, pela compra e venda de sua moeda através de moedas concorrentes, sendo a liquidez o resultado da confiança e da estabilidade do valor da moeda. Hayek afirma que “o mero desejo de lucro já poderia produzir um dinheiro melhor do que o que o governo jamais produziu”.⁴⁰⁰

Em suma, a concorrência faria com que o próprio Estado reformulasse sua política monetária com vistas a tornar sua própria moeda mais competitiva e atraente ao público, de modo que as moedas não confiáveis fossem progressivamente extintas.⁴⁰¹

De certo modo, podemos entender a criptomoeda *Bitcoin* como uma nova moeda concorrente. Nesta toada, surge uma corrente que defende as criptomoedas como moedas paralelas nas quais “são aquelas que carecem de reconhecimento jurídico no tocante à sua qualidade de moeda por parte do Estado, mas que são utilizadas e reconhecidas enquanto meio circulante por

³⁹⁷ *Ibid.*, p. 43.

³⁹⁸ *Ibid.*, p. 65.

³⁹⁹ *Ibid.*, p. 61-69.

⁴⁰⁰ *Ibid.*, p. 61.

⁴⁰¹ *Ibid.*, p. 61-69.

aqueles que as empregam⁴⁰², coexistindo desta forma, com a moeda oficial do País.

Porque, verifica-se que antes mesmo de a moeda ser uma criação jurídica do Estado, é um fenômeno social, decorrente de fatores sociais, econômicos e culturais, reconhecida por uma sociedade de determinada época que a utiliza como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.⁴⁰³

Porém, faz-se necessário um contraponto à teoria de moedas simultâneas ou paralelas. Vidigal relembra a época em que as moedas eram emitidas por agentes privados nos quais se valiam do poder ao manipular a quantidade de material utilizado em sua fabricação:

No Brasil já houve outras experiências de regimes de emissão de moeda, mesmo de emissão privada, no século passado. Mas, no Brasil, como em todo o mundo, a atribuição a entes privados de faculdade para emitir moeda foi sendo abandonada, porque a emissão de moeda por alguém significa ampliação da participação, daquele que emitem no conjunto de bens e serviços produzidos. Se se admitisse a emissão privada de moeda, repetir-se-iam ocorrências da Idade Média, quando príncipes abusavam do poder de emitir moeda metálica, alterando a carga de valor que se continha nas peças emitidas. Os emitentes exerceriam injusto poder, afetando a seu benefício a distribuição das satisfações econômicas entre os que compõem a comunidade.⁴⁰⁴

Neste sentido, porém, há que se atentar às dificuldades de utilização de múltiplas moedas emitidas pela esfera privada e pelo Estado, no dia a dia da população. Inviável seria marcar o preço dos produtos e serviços em todas as moedas em circulação, assim um sistema tecnológico no qual faça a conversão automática de uma para outra é necessário para que a população esteja ciente do preço correspondente à sua moeda.⁴⁰⁵ É o que já ocorre com os sistemas e aplicativos de criptomoedas (*wallets*).

No entanto, outro ponto que merece atenção, trata-se da extinção de empresas e/ou redes tecnológicas emissoras destas moedas paralelas. O que fazer com estas moedas que provavelmente passariam a não ser mais aceitas pelo mercado, perdendo seu valor e liquidez? Nesta ocasião, a sociedade restaria prejudicada.

⁴⁰² FOBE, Nicole Julie Fobe, *op. cit.*, p. 42.

⁴⁰³ HARRIS, Laurence *Apud* FOBE, Nicole Julie Fobe, *op. cit.*, p. 41.

⁴⁰⁴ VIDIGAL, Geraldo, *op. cit.*, p. 10.

⁴⁰⁵ HAYEK, Friedrich August, *op. cit.*, p. 78-79.

O risco de perda total do capital investido em criptomoedas pela oscilação de seu preço, pelo furto empregado por *crackers* (ataque cibernético) e pela perda da chave privada da carteira virtual na qual as criptomoedas são armazenadas, são os riscos mapeados atualmente.

Como se pode ver, a implementação e o uso de moedas paralelas não é algo simples e traz consigo riscos, principalmente se deixada totalmente livre, sem qualquer intervenção Estatal.

No tocante à aplicação da teoria de Hayek extrapolada às criptomoedas, adaptações devem ser observadas em relação à aceitação das criptomoedas pelo público. Por exemplo, no caso da *Bitcoin*, a confiança estaria ligada não à uma instituição emissora, mas sim ligada à confiança em seu código-fonte e em toda a sua arquitetura técnica na qual é a base de sua geração, uma vez que não há uma instituição legalmente constituída e responsável pela sua emissão.

Em relação à confiança na estabilidade de seu valor, esta depende da eliminação dos fatores que causam sua alta volatilidade, bem como da ampla aceitação da criptomoeda pela sociedade.

É relevante destacar trecho do Comunicado nº. 25.306, de 19 de fevereiro de 2014 expedido pelo BCB, no qual expõe os fatores que influenciam no valor da criptomoeda, bem como sua baixa aceitação como meio de troca:

4. O valor de conversão de um ativo conhecido como moeda virtual para moedas emitidas por autoridades monetárias depende da credibilidade e da confiança que os agentes de mercado possuam na aceitação da chamada moeda virtual como meio de troca e das expectativas de sua valorização. Não há, portanto, nenhum mecanismo governamental que garanta o valor em moeda oficial dos instrumentos conhecidos como moedas virtuais, ficando todo o risco de sua aceitação nas mãos dos usuários.

5. Em função do baixo volume de transações, de sua baixa aceitação como meio de troca e da falta de percepção clara sobre sua fidedignidade, a variação dos preços das chamadas moedas virtuais pode ser muito grande e rápida, podendo até mesmo levar à perda total de seu valor.

6. Na mesma linha, a eventual aplicação, por autoridades monetárias de quaisquer países, de medidas prudenciais, coercitivas ou punitivas sobre o uso desses ativos, pode afetar significativamente o preço de tais moedas ou mesmo a capacidade de sua negociação.⁴⁰⁶

⁴⁰⁶ BCB. **Comunicado nº 25.306, de 19 de fevereiro de 2014.** Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=114009277>. Acesso em: 22 ago. 2018.

Em suma, moeda oficial é aquela emitida de acordo com o ordenamento jurídico do País, por autoridade governamental competente, revestida de curso legal, curso forçado e poder liberatório. Por mais que a criptomoeda ostente características econômicas e seja aceita por parte da sociedade, atualmente não encontra amparo legal no ordenamento jurídico brasileiro para ser definida como moeda.

A tolerância Estatal em permitir a coexistência de moedas não oficiais, ou seja, de criptomoedas, especialmente a *Bitcoin*, concomitantemente com sua moeda oficial se deve ao fato de que o mercado de criptomoedas ainda não representa riscos relevantes ao SFN, conforme já reconhecido pelo próprio regulador BCB através do Comunicado nº 31.379, expedido em 16 de novembro de 2017⁴⁰⁷.

Ademais, seu caráter global, descentralizado e distribuído, dificulta o controle da criptomoeda *Bitcoin*. Entretanto, certamente o tema será enfrentado no âmbito regulatório na medida em que representar riscos à política monetária do País e ameaçar sua soberania e poder, podendo, inclusive, ser proibida por lei.

4.2.2 Tentativa de Classificação da Criptomoeda como Moeda Eletrônica no Arranjo de Pagamentos

Os meios de pagamento eletrônicos vêm ganhando espaço em nossa Sociedade da Informação. Cartões de débito, de crédito ou pré-pago em formato plástico, bem como meios de pagamento baseados em *smartphones* através das chamadas carteiras virtuais, como, a Apple Pay e a Samsung Pay, têm tido preferência pelo consumidor, justamente pela facilidade na portabilidade e na rapidez para a execução de pagamentos em estabelecimentos físicos e virtuais.⁴⁰⁸

O advento e a expansão do comércio eletrônico proporcionaram ao consumidor maior comodidade para a aquisição de produtos e serviços no ciberespaço, apesar disso, trouxe consigo muita insegurança devido à exigência

⁴⁰⁷ BCB. **Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=31379&tipo=Comunicado&data=16/11/2017>. Acesso em: 22 ago. 2018.

⁴⁰⁸ "O valor das compras com instrumentos de pagamento/cartões de crédito e débito cresceu mais de 500% em 10 anos. Hoje, os portadores de instrumentos de pagamento fazem mais de 20 mil transações por minuto, movimentando mais de R\$ 1,5 trilhão por ano.". In: ABECS. **Mercado de Meios de Pagamento: Guia Prático**. set. 2018, p. 3.

em informar os dados bancários ou dados de cartão de crédito em cada plataforma de *e-commerce*⁴⁰⁹ para a efetivação da compra, dinâmica que potencializa a ocorrência de fraudes eletrônicas.⁴¹⁰

Visando a facilitação das transações no comércio eletrônico, bem como a segurança nas transações dentro deste ambiente virtual, novos serviços de pagamentos passaram a surgir e a funcionar como uma camada intermediária entre consumidores e fornecedores, de modo a garantir o sigilo dos dados bancários e de cartões de crédito, como foi o caso do PayPal e do PagSeguro.⁴¹¹

O próximo estágio desta evolução nos serviços de pagamento foi o surgimento do cartão pré-pago, no qual, através de uma conta de pagamento, possibilitou a inclusão financeira dos cidadãos não bancarizados na medida em que não é mais requerida uma conta corrente em banco de titularidade do consumidor. A abertura de uma conta pagamento em nome do cidadão na modalidade pré-paga é menos burocrática, não são exigidos documentos comprobatórios e os pagamentos só são efetivados mediante saldo pré-existente no cartão.⁴¹²

A conta de pagamento é aquela na qual são registradas todas as transações de pagamento e transferências, e pode ser do tipo pré-paga, com depósito inicial de recursos para as transações de pagamentos via cartão, *smartphone* e Internet; ou pós-paga, na qual há a abertura de limite para gastos, como, o cartão de crédito.⁴¹³

No Brasil, os serviços de pagamento ao público estão sujeitos à Lei Federal nº. 12.865, de 9 de outubro de 2013⁴¹⁴, às regulamentações do Conselho

⁴⁰⁹ Comércio eletrônico “é o comércio ‘clássico’, de atos negociais entre empresários e clientes para vender produtos e serviços, agora realizado através de contratações à distância, conduzidas por meios eletrônicos (e-mail, mensagens de texto, etc.), por Internet (on-line), ou por meios de telecomunicação de massa (telefone fixos, televisão a cabo, telefones celulares, etc.). Estes negócios jurídicos por meio eletrônico são concluídos sem a presença física simultânea de dois contratantes no mesmo lugar, daí serem denominados, normalmente, contratos à distância no comércio eletrônico, e incluírem trocas de dados digitais, textos, sons e imagens... *In*: MARQUES, Claudia Lima. **Confiança no Comércio Eletrônico e a Proteção do Consumidor**. Editora Revista dos Tribunais, 2004, p. 35 e 38.

⁴¹⁰ PINHEIRO, Patrícia Peck. **Direito Digital**. 6. Ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 315.

⁴¹¹ *Idem*.

⁴¹² *Idem*.

⁴¹³ BCB. **Arranjos e instituições de pagamento**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/arranjo.asp. Acesso em: 23 ago. 2018.

⁴¹⁴ BRASIL. **Lei nº. 12.865, de 09 de outubro de 2013**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/03/Ato2011-2014/2013/Lei/L12865.htm>. Acesso em: 21 out. 2018.

Monetário Nacional (CMN)⁴¹⁵ e do Banco Central do Brasil (BCB)⁴¹⁶, principalmente no que tange aos arranjos de pagamentos, às instituições de pagamento e ao Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).

Os arranjos de pagamento são os conjuntos de regras e procedimentos para a prestação do serviço de pagamento ao público, através de acesso direto dos usuários finais e aceito por mais de um recebedor.⁴¹⁷ De acordo com o BCB, são exemplos de arranjo de pagamentos os procedimentos relacionados às compras com cartões de crédito, de débito e pré-pago, tanto em moeda nacional (Real) quanto em moedas estrangeiras. As transferências e remessas de recursos, tais como, Documento de Crédito (DOC) e Transferência Eletrônica Disponível (TED), também são contemplados pelos arranjos de pagamentos.⁴¹⁸

A estrutura de arranjo de pagamentos definida pela Lei nº.12.865/2013 é composta pelo instituidor de arranjo de pagamento, que é a pessoa jurídica responsável pelo arranjo e pela instituição de pagamentos, que é a pessoa jurídica que adere ao arranjo de pagamento, tendo como atividade principal ou acessória, os seguintes serviços de pagamento, de forma alternativa ou cumulativamente:

- a) disponibilizar serviço de aporte ou saque de recursos mantidos em conta de pagamento; b) executar ou facilitar a instrução de pagamento relacionada a determinado serviço de pagamento, inclusive transferência originada de ou destinada a conta de pagamento; c) gerir conta de pagamento; d) emitir instrumento de pagamento; e) credenciar a aceitação de instrumento de pagamento; f) executar remessa de fundos; g) converter moeda física ou escritural em moeda eletrônica, ou vice-versa, credenciar a aceitação ou gerir o uso de moeda eletrônica; e h) outras atividades relacionadas à prestação de serviço de pagamento, designadas pelo Banco Central do Brasil;⁴¹⁹

Sobre a atividade executada pelas instituições de pagamento de “converter moeda física ou escritural em moeda eletrônica, ou vice-versa”⁴²⁰, significa dizer, por exemplo, que os recursos em moeda oficial (Real) no formato de cédula física ou depósitos bancários (moeda escritural) serão armazenados

⁴¹⁵ Resoluções CMN nº: 4.282/2013 e 4.283/2013.

⁴¹⁶ Circulares BCB nº: 3.680/2013; 3.681/2013; 3.682/2013; 3.704/2014; 3.721/2014; 3.735/2014; 3.765/2015; 3.865/2017; 3.858/2017; 3.870/2017; 3.885/2018; 3.887/2018.

⁴¹⁷ BRASIL. **Lei nº. 12.865, de 09 de outubro de 2013.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12865.htm. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴¹⁸ BCB. **Arranjos e instituições de pagamento.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/arranjo.asp. Acesso em: 23 ago. 2018.

⁴¹⁹ Nos termos do artigo 6º da Lei nº. 12.865/2013.

⁴²⁰ Alínea “g” do artigo 6º da Lei nº. 12.865/2013.

em dispositivo físico, tal como um cartão pré-pago, ou serão disponibilizados em sistema eletrônico específico para a realização de pagamentos.

Assim, o instituidor de arranjo de pagamentos é a pessoa jurídica responsável pela criação, organização, fiscalização e normas da estrutura de arranjo de pagamentos, como é o caso das bandeiras de cartão de crédito, ao passo que, a instituição de pagamento é aquela que adere ao arranjo de pagamento para prestar serviços de pagamento, sendo pessoa jurídica constituída como sociedade empresária limitada ou anônima.

Contudo, não significa que as instituições financeiras (bancos, financeiras e cooperativas de crédito, por exemplo) não possam igualmente oferecer estes serviços de pagamento. O objetivo da lei foi de justamente promover a inovação e a concorrência ao setor de serviços de pagamento.⁴²¹

Tanto as instituições financeiras de natureza não bancária, quanto as instituições de pagamento não financeiras necessitam de autorização prévia do BCB para operar, sendo igualmente fiscalizadas por ele, conforme artigo 9º da Lei nº. 12.865, inclusive, estando sujeitas às regras de prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo, exceto as que prestam serviços de: 1) pagamento conhecidos como “*private label*”, que são os cartões emitidos por grandes redes varejistas para uso apenas em suas lojas; 2) cartões de benefícios trabalhistas, tais como, vale-refeição e alimentação; e 3) arranjos para pagamento de serviços públicos, por exemplo, água, luz e transporte.⁴²²

As instituições de pagamento participantes do arranjo podem ser: i) Emissor: instituição responsável pela emissão de instrumentos de pagamento e abertura de crédito ao portador do instrumento; ii) Credenciador: instituição que credencia o estabelecimento comercial para aceitar os instrumentos eletrônicos de pagamento e é o responsável pela captura, processamento e liquidação das transações; iii) Facilitador de Pagamento ou Subcredenciador: é aquele que habilita recebedores a aceitar os instrumentos de pagamento e participa do processo de liquidação na posição de devedor do estabelecimento comercial.⁴²³

⁴²¹ BCB. **Arranjos e instituições de pagamento.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/arranjo.asp. Acesso em: 23 ago. 2018.

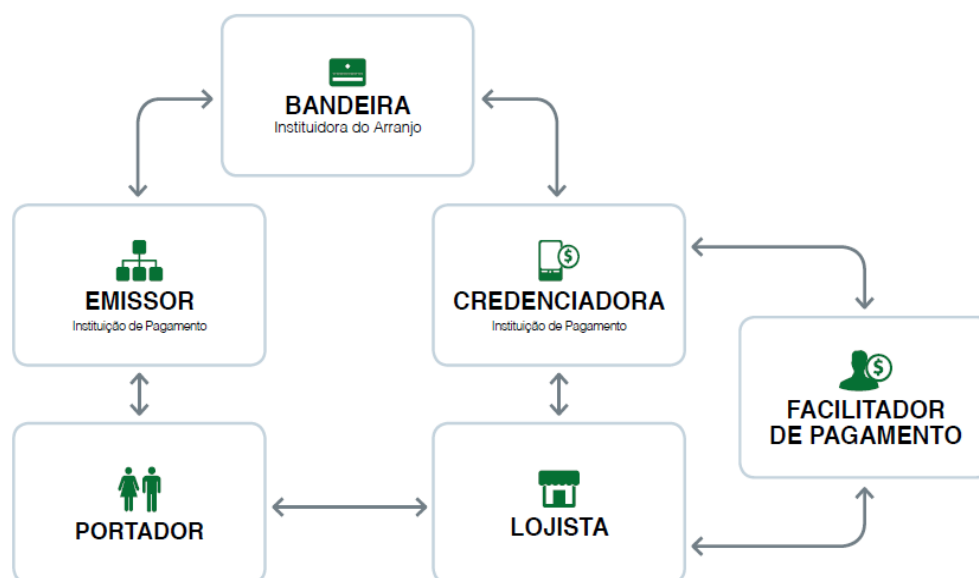
⁴²² *Idem.*

⁴²³ ABECS. **Mercado de Meios de Pagamento: Guia Prático.** set/2018, p. 7.

Participam igualmente do mercado de meios de pagamento os lojistas, que são os estabelecimentos comerciais, físicos ou virtuais, que aceitam os instrumentos eletrônicos de pagamento como meio de pagamento e os portadores, que são os usuários dos instrumentos de pagamento, ou seja, consumidores que podem fazer uso de limite de crédito previamente aprovado pelo emissor, no caso, por exemplo, do cartão de crédito.⁴²⁴

A figura abaixo demonstra a estrutura e as instituições envolvidas no mercado de meios eletrônicos de pagamento:

Figura 8 – Estrutura e instituições envolvidas no Mercado de Meios Eletrônicos de Pagamento



Fonte: ABECS.⁴²⁵

Como se pode verificar, as transações de pagamento e as transferências de recursos dependem de uma grande estrutura tecnológica e de diversos intermediários, envolvendo instituições de arranjo de pagamentos e instituições de pagamentos capazes de emitir moeda eletrônica, fornecer cartões pré-pagos e pós-pagos, credenciar estabelecimentos físicos, entre outros.

O Sistema *Bitcoin* foi idealizado como um sistema de pagamentos eletrônico ponto a ponto, com a finalidade principal de funcionar como um meio

⁴²⁴ *Idem*.

⁴²⁵ ABECS. **Mercado de Meios de Pagamento: Guia Prático**. set. 2018, p.7.

de pagamento sem instituições intermediárias, na aquisição de produtos e serviços, tanto em ambiente virtual quanto no físico. Recordando o *White Paper* de Satoshi Nakamoto: “Uma versão puramente *peer-to-peer* do dinheiro eletrônico permitiria que pagamentos *on-line* fossem enviados diretamente de uma parte para outra sem passar por uma instituição financeira.”^{426 427}

Apesar de funcionar como um sistema de pagamentos eletrônico, importante ressaltar que no Sistema *Bitcoin* não há a funcionalidade de abertura de crédito como ocorre em conta corrente bancária ou por meio de limite de crédito disponibilizado em cartão de crédito, assim como não há a previsão de pagamento a prazo em prestações futuras.

Por viabilizar pagamentos instantâneos, surgiram entendimentos de que a criptomoeda *Bitcoin* na função meio de pagamento seria definida como uma moeda eletrônica. Entretanto, a Lei nº. 12.865/2013 disciplina que moeda eletrônica consiste em “recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento”⁴²⁸.

O BCB esclareceu esta questão pela primeira vez através do Comunicado nº. 25.306/2014⁴²⁹, no qual dispõe que moedas eletrônicas são recursos em moeda nacional armazenados em dispositivos físicos ou sistema eletrônico para pagamentos, assim vejamos:

O Banco Central do Brasil esclarece, inicialmente, que as chamadas moedas virtuais não se confundem com a “moeda eletrônica” de que trata a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, e sua regulamentação infralegal. Moedas eletrônicas, conforme disciplinadas por esses atos normativos, são recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento denominada em moeda nacional. Por sua vez, as chamadas moedas virtuais possuem forma própria de denominação, ou seja, são denominadas em unidade de conta distinta das moedas emitidas por governos soberanos, e não se caracterizam dispositivo ou sistema eletrônico para armazenamento em reais.

No entendimento da autarquia, a moeda virtual, como, a criptomoeda *Bitcoin*, não se confunde com a moeda eletrônica, pois aquela não é denominada

⁴²⁶ NAKAMOTO, **Satoshi**. **Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2018.

⁴²⁷ *Idem*. Tradução livre de: “A purely peer-to-peer version of electronic cash would allow online payments to be sent directly from one party to another without going through a financial institution.”.

⁴²⁸ Nos termos do Inciso VI do artigo 6º da Lei nº. 12.865/2013.

⁴²⁹ BCB. **Comunicado nº 25.306, de 19 de fevereiro de 2014**. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=114009277>. Acesso em: 22 ago. 2018.

em moeda nacional, ou seja, em reais. Possui forma própria de denominação. Logo, moeda eletrônica é a moeda oficial do País (Real) para a realização de pagamentos através de instrumentos de pagamento.

Posteriormente em 2017, nova manifestação do BCB foi proferida por meio do Comunicado nº. 31.379/2017⁴³⁰, reafirmando que a moeda virtual não se confunde com a moeda eletrônica regida pela Lei nº. 12.865/2013 por não ser denominada em Real ou em outras moedas oficiais de governos soberanos:

5. A denominada moeda virtual não se confunde com a definição de moeda eletrônica de que trata a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, e sua regulamentação por meio de atos normativos editados pelo Banco Central do Brasil, conforme diretrizes do Conselho Monetário Nacional. Nos termos da definição constante nesse arcabouço regulatório consideram-se moeda eletrônica... “os recursos em reais armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento”. Moeda eletrônica, portanto, é um modo de expressão de créditos denominados em reais. Por sua vez, as chamadas moedas virtuais não são referenciadas em reais ou em outras moedas estabelecidas por governos soberanos.

Do mesmo modo, o Banco Central Europeu (BCE) explica que a moeda eletrônica consiste em valor monetário para pagamentos eletrônicos que não envolvem dinheiro físico e afirma que a moeda virtual é moeda digital descentralizada, não considerada como dinheiro para o ordenamento jurídico local:

A moeda digital ou eletrônica consiste num valor monetário registrado, por exemplo, num cartão pré-pago ou num *smartphone*. Os débitos diretos, os pagamentos através da Internet e os pagamentos com cartão são formas de pagamento que não envolvem numerário. Mais recentemente, surgiram até novas moedas digitais descentralizadas ou sistemas de moeda virtual como a “*Bitcoin*”, que não estão sob a alçada de uma instância de controlo centralizada, como um banco central. Do ponto de vista jurídico, essas moedas não são consideradas dinheiro.⁴³¹

Ainda a este respeito, Pinheiro destaca uma grande diferença entre a criptomoeda *Bitcoin* e a moeda eletrônica, chamada por ela de moeda digital, regulamentada pela Lei nº. 12.865/2013 e demais atos normativos, destacando o conceito de moeda ligado a uma convenção:

Do ponto de vista jurídico, no Brasil, há uma grande diferença entre as *Bitcoins* (moeda livre da internet não regulamentada) e Moeda Digital

⁴³⁰ BCB. **Comunicado nº. 31.379, de 16/11/2017.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=31379&tipo=Comunicado&data=16/11/2017>. Acesso em: 22 ago. 2018.

⁴³¹ BANCO CENTRAL EUROPEU. **O que é a moeda.** Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/what_is_money.pt.html. Acesso em: 25 jul. 2018.

(meio de pagamento pela via digital regulamentada no Brasil com o marco regulatório da Lei n. 12.865/2013, Resolução BCB n.4.282, Circular BCB n.3.682 e demais. [...] O conceito de moeda, historicamente, está atrelado a uma convenção. E ela só funciona porque atende a alguns requisitos essenciais como: Padronização (cartular ou escritural – dado), Credibilidade (lastro e liquidez que tem direta relação com quem emite) Aceitação (facilidade de uso, penetração e universalidade) Segurança (combate à falsificação – moeda falsa, similar, velha ou danificada, combate a furtos e fraudes), outros estímulos (campanha, fidelização, rendimento, paridade).⁴³²

Diante das manifestações dos reguladores, restou claro que as criptomoedas ou moedas virtuais, tal como a *Bitcoin*, apesar de serem disponibilizadas em meio eletrônico, não podem ser entendidas como moedas eletrônicas, por não serem representadas em moedas oficiais de países soberanos.

Entretanto, no mesmo comunicado nº. 31.379/2017, o BCB ressaltou que as transferências internacionais com moedas virtuais referenciadas em moedas estrangeiras devem ser realizadas exclusivamente através de instituições autorizadas pelo BCB a funcionar no mercado de câmbio, assim vejamos:

6. É importante ressaltar que as operações com moedas virtuais e com outros instrumentos conexos que impliquem transferências internacionais referenciadas em moedas estrangeiras não afastam a obrigatoriedade de se observar as normas cambiais, em especial a realização de transações exclusivamente por meio de instituições autorizadas pelo Banco Central do Brasil a operar no mercado de câmbio.⁴³³

É interessante destacar que no item 5 do referido Comunicado, o BCB informa que “as chamadas moedas virtuais não são referenciadas em reais ou em outras moedas estabelecidas por governos soberanos”⁴³⁴, ou seja, as criptomoedas possuem denominação própria. Porém, posteriormente no item 6 do mesmo Comunicado, faz entender que a remessa internacional de criptomoedas deveria ser realizada através de contrato de câmbio com instituições autorizadas a operarem no mercado de câmbio. (grifou-se)

O Sistema *Bitcoin* em si, possui natureza global, descentralizada e distribuída, o que permite o uso da criptomoeda *Bitcoin* em qualquer lugar do

⁴³² PINHEIRO, Patrícia Peck, *op. cit.*, p. 313.

⁴³³ BCB. **Comunicado nº 31.379, de 16/11/2017.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=31379&tipo=Comunicado&data=16/11/2017>. Acesso em: 22 ago. 2018.

⁴³⁴ *Idem.*

mundo. O Sistema igualmente permite transferências de *Bitcoins* entre carteiras virtuais de usuários de e para qualquer País do globo.

Assim, de acordo com o referido Comunicado, a transferência de criptomoedas de uma carteira virtual de um residente no País para uma carteira virtual de uma pessoa localizada na Índia, seguida de um saque em moeda oficial local, por exemplo, seria considerada ilegal.

Se anteriormente o regulador afirma que as moedas virtuais não são referenciadas em moedas oficiais de países soberanos, como compreender que a transferência internacional de criptomoedas estaria sujeita ao contrato de câmbio a ser firmado com instituições autorizadas a operarem no mercado de câmbio? Qual seria a ingerência do regulador neste sistema descentralizado, global, sem qualquer autoridade ou instituição envolvida em sua estrutura?

Conforme estudado anteriormente, a criptomoeda não possui natureza jurídica de moeda oficial soberana de curso forçado e curso legal no ordenamento jurídico nacional atual, assim como não constitui uma moeda eletrônica por, justamente, possuir denominação própria.

Novamente, a Lei nº. 7.492/1986⁴³⁵ sobre crimes contra o SFN deve ser interpretada de acordo com os princípios da culpabilidade, da legalidade e conforme a ordem econômica-financeira dispostas na Constituição Federal.⁴³⁶

A referida lei prevê em seu artigo 22, o crime de evasão de divisas punível com reclusão de 2 (dois) a 6 (seis) anos e multa, quem:

Efetuar operação de câmbio não autorizada, com o fim de promover evasão de divisas do País.

Parágrafo único. Incorre na mesma pena quem, a qualquer título, promove, sem autorização legal, a saída de moeda ou divisa para o exterior, ou nele mantiver depósitos não declarados à repartição federal competente.⁴³⁷

O dispositivo legal criminaliza apenas a saída de moeda ou divisa do País para o exterior, pois evadir significa sair ou fugir, e operação não autorizada caracteriza a desconformidade com as normas cambiais do Brasil.⁴³⁸

⁴³⁵ BRASIL. Lei nº. 7.492, de 16 de junho de 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm. Acesso em: 23 ago. 2018.

⁴³⁶ BITENCOURT, Cezar Roberto. BREDÁ, Juliano, *op. cit.*, p. 199.

⁴³⁷ BRASIL. Lei nº. 7.492, de 16 de junho de 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm. Acesso em: 23 ago. 2018.

⁴³⁸ BITENCOURT, Cezar Roberto. BREDÁ, Juliano, *op. cit.*, p. 285-288.

Operação de câmbio é, segundo Bitencourt, “a troca de moedas, isto é, a troca de moeda de um País pela moeda de outro, que, normalmente, têm valores distintos, v.g., real por dólar, dólar por euro etc., mas todas de existência efetiva, atual e em circulação”⁴³⁹. Sendo assim, o autor considera operação de câmbio apenas aquelas que envolvem moedas oficiais de países soberanos.

As operações de câmbio são definidas pela Resolução nº. 3.568/2008⁴⁴⁰ do BCB como operações de compra e de venda de moeda estrangeira, ouro e operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no País e residentes, domiciliados ou com sede no exterior.⁴⁴¹

A respeito da definição e da tutela da moeda no âmbito penal, o Código Penal brasileiro apenas protege a autenticidade da moeda nacional e a fé pública e limitou-se a defini-la como aquela metálica ou papel-moeda de curso legal, no País ou no estrangeiro. Assim, Bitencourt conclui que a tipificação do crime de evasão de moeda ou divisas se dá apenas na situação em que o objeto material constitui moeda de curso legal:

Não podem ser objeto material do crime promover evasão de moeda ou divisas a utilização das denominadas “moedas de curso convencional”, cuja circulação é puramente circunstancial ou consuetudinária (mas de curso legal obrigatório), como, por exemplo, vale-refeição, cheque de viagem ou determinados “bônus”, que governos estaduais, departamentais ou similares acabam criando, excepcionalmente, para substituir temporariamente a moeda oficial e de curso legal. Não podem ser tidas como configuradoras do crime em estudo porque tais papéis não constituem moeda, não têm valor autônomo, mas meramente representativo, e não ostentam o status de dinheiro oficial e, como tal, não podem ser objeto material do crime de evasão de divisas. Enfim, a moeda retirada de circulação ou que, por qualquer razão, tenha deixado de ter curso legal (v.g., austral, na Argentina; cruzado, no Brasil; peseta, na Espanha etc.) não pode ser objeto material do crime de evasão pela

⁴³⁹ *Ibid.*, p. 287.

⁴⁴⁰ BCB. **Resolução nº. 3.568.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47908/Res_3568_v9_L.pdf. Acesso em: 22 ago. 2018.

⁴⁴¹ Nos termos do artigo 1º da Resolução nº. 3.568/2008: “O mercado de câmbio brasileiro compreende as operações de compra e de venda de moeda estrangeira e as operações com ouro-instrumento cambial, realizadas com instituições autorizadas pelo Banco Central do Brasil a operar no mercado de câmbio, bem como as operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no País e residentes, domiciliados ou com sede no exterior. Parágrafo único. Incluem-se no mercado de câmbio brasileiro as operações relativas aos recebimentos, pagamentos e transferências do e para o exterior mediante a utilização de cartões de uso internacional e de empresas facilitadoras de pagamentos internacionais, bem como as operações referentes às transferências financeiras postais internacionais, inclusive mediante vales postais e reembolsos postais internacionais.”

singela razão de que não tem curso legal e, logicamente, não tem valor monetário representativo como meio conferido pelo Estado.⁴⁴²

Em suma, é temerário concluir que as criptomoedas possam ser objeto material do crime de evasão de divisas, pois não constitui moeda oficial nacional de curso legal e curso forçado. De acordo com o preceito constitucional, “não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal”⁴⁴³.

Neste sentido, uma regulamentação específica acerca do tema moedas virtuais deveria ser providenciada pelos reguladores de modo a não gerar insegurança jurídica.

O Projeto de Lei (PL) nº. 2.303/2015, de iniciativa do deputado Áureo e que se encontra em tramitação na Câmara dos Deputados, pretende regulamentar as criptomoedas na definição de arranjos de pagamentos, dispondo sobre “a inclusão das moedas virtuais e programas de milhagens aéreas na definição de ‘arranjos de pagamento’ sob a supervisão do Banco Central”⁴⁴⁴. A principal motivação para a propositura do referido projeto de lei está relacionada à preocupação de utilização das criptomoedas para lavagem de dinheiro e, em segundo plano, à proteção do consumidor.

Em suma, o citado PL prevê a seguinte regulamentação: i) tratar o sistema de pagamentos eletrônico *Bitcoin* como um arranjo de pagamentos regulado pela Lei nº. 12.865/2013, analisada anteriormente e sob fiscalização do Banco Central do Brasil; ii) modificar a Lei nº. 9.613/1998⁴⁴⁵ para obrigar a comunicação de operações suspeitas relacionadas ao crime de lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores realizadas com moedas virtuais ao órgão regulador ou fiscalizador; iii) enfatizar a aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor (CDC) em relação ao mercado de moedas virtuais.

Diversas audiências públicas foram realizadas para melhor entendimento sobre a Tecnologia *Blockchain*, base da emissão de criptomoedas, principalmente da *Bitcoin*, e destas audiências resultou em parecer do relator deputado Expedito

⁴⁴² BITENCOURT, Cezar Roberto. BREDÁ, Juliano, *op. cit.*, p. 311.

⁴⁴³ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 23 ago. 2018.

⁴⁴⁴ CÂMARA DOS DEPUTADOS. **PL 2303/2015**. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=1555470>. Acesso em: 23 ago. 2018.

⁴⁴⁵ BRASIL. **Lei nº. 9.613, de 03 de março de 1998**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9613compilado.htm. Acesso em: 23 ago. 2018.

Netto no sentido de se proibir a emissão, a comercialização, a intermediação e a aceitação das criptomoedas em território nacional, inclusive caracterizando tais condutas como crime, exceto no caso de emissão para uso exclusivamente restrito, em ambiente do emissor para a aquisição de bens e serviços. Nas palavras do relator deputado Exedito Netto:

Decidimos nos posicionar pela proibição de emissão em território nacional, bem como de vedar a sua comercialização, intermediação e mesmo a aceitação como meio de pagamento para liquidação de obrigações no País. Para tal fim, optamos por inserir no Código Penal o tipo específico para a prática descrita no parágrafo anterior, mas deixamos aberta a possibilidade de emissão para uso em ambiente restrito, sob a responsabilidade do emissor, de moedas digitais, moedas virtuais e criptomoedas, desde que exclusivamente para a aquisição de bens e serviços oferecidos pelo emissor ou por terceiros.⁴⁴⁶

Apesar disso, a nosso sentir, o PL supracitado, bem como o parecer do referido relator, possuem algumas incongruências.

Ao contrário de qualquer meio de pagamento regulado e fiscalizado pelo Estado, o Sistema *Bitcoin* não possui intermediários em sua estrutura para que os pagamentos e transferências sejam executados, há apenas os participantes chamados de mineradores, responsáveis pelo processamento das transações, mediante recompensa e em prol da rede.

A dificuldade em regular as criptomoedas reside no fato de serem geradas por um código-fonte *open source* no qual qualquer pessoa pode obter e propor alterações, ou seja, não há uma instituição responsável pelo desenvolvimento do software, uma vez que é desenvolvido por programadores de computador localizados em qualquer parte do mundo, em ambiente de colaboração.⁴⁴⁷ Assim, não há uma sociedade legalmente constituída responsável pelo software.

Sua natureza transnacional, descentralizada e distribuída dificulta por demais o controle Estatal, por envolver diversas jurisdições. A desativação de algum nó da rede em nada afetaria o bom funcionamento da mesma, pois os demais nós são conectados entre si e cada um deles possui uma cópia do livro-razão que contém as transações realizadas até o momento.

⁴⁴⁶ CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Comissão especial destinada a proferir parecer ao Projeto de Lei nº. 2.303, de 2015, do Sr. Aureo, que "dispõe sobre a inclusão das moedas virtuais e programas de milhagem áreas na definição de 'arranjos de pagamento' sob a supervisão do Banco Central.** Disponível em: http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1632751. Acesso em: 23 ago. 2018.

⁴⁴⁷ TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don, *op. cit.*

Por fim, é importante destacar a privacidade existente na rede. Conforme foi visto, para participar da rede, não há qualquer exigência de registro dos dados pessoais do usuário, pelo contrário, o sistema adota o conceito de chave pública e chave privada, baseada em criptografia, o que complica enormemente a identificação do responsável pelas transações. Em suma, o poder sancionatório Estatal, atributo de sua soberania e poder, não se mostra, até o momento, exequível e/ou efetivo no âmbito do Sistema *Bitcoin*.⁴⁴⁸

Portanto, as criptomoedas no ordenamento jurídico nacional não constituem, atualmente, moeda oficial reconhecida pelo Estado, bem como não pode ser entendida como moeda eletrônica em arranjos de pagamento.

Desta forma, é possível compreender que as criptomoedas, nas situações em que sejam utilizadas como meio de pagamento eletrônico para a aquisição de produtos e serviços, consistem em bens móveis⁴⁴⁹.

Bens são coisas passíveis de apropriação e possuem valor econômico. Gonçalves esclarece: “Bens, portanto, são coisas materiais, concretas, úteis aos homens e de expressão econômica, suscetíveis de apropriação, bem como as de existência imaterial economicamente apreciáveis.”⁴⁵⁰

Como as criptomoedas são códigos-fonte, ou seja, software, podem ser consideradas como bens móveis incorpóreos, uma vez que têm existência abstrata.⁴⁵¹

No que tange a natureza jurídica das transações de compra e venda de bens e serviços realizadas por meio do sistema de pagamentos *Bitcoin*, estas configuram, atualmente, em contrato de permuta⁴⁵², no qual consiste em troca de um bem por outro bem, sem haver assim, o pagamento em moeda oficial.⁴⁵³ Neste

⁴⁴⁸ *Idem*.

⁴⁴⁹ De acordo com o Código Civil de 2002, nos termos do artigo 82: “Art. 82. São móveis os bens suscetíveis de movimento próprio, ou de remoção por força alheia, sem alteração da substância ou da destinação econômico-social.”. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴⁵⁰ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, volume 1: parte geral**. 15. Ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 285.

⁴⁵¹ *Ibid.*, p. 286-287.

⁴⁵² De acordo com o Código Civil de 2002, nos termos do artigo 533: “Art. 533. Aplicam-se à troca as disposições referentes à compra e venda, com as seguintes modificações: I - salvo disposição em contrário, cada um dos contratantes pagará por metade as despesas com o instrumento da troca; II - é anulável a troca de valores desiguais entre ascendentes e descendentes, sem consentimento dos outros descendentes e do cônjuge do alienante.”. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴⁵³ SILVA, Luiz Gustavo Doles, *op. cit.*, p. 51-55.

sentido, Roberto Senise Lisboa clarifica o instituto da permuta: “Troca, permuta ou escambo é contrato por meio do qual uma parte se obriga a entregar uma coisa diversa de dinheiro a outra, que, por sua vez, procederá à entrega de outro bem diverso de dinheiro àquela.”⁴⁵⁴

É relevante destacar que os bens incorpóreos, assim como os corpóreos, podem ser objetos de permuta.⁴⁵⁵

Neste sentido, outras possibilidades de contratos envolvendo bens podem restar configurados no Direito brasileiro. Por exemplo: a aquisição de criptomoedas em *exchanges* de criptomoedas através de pagamento em moeda nacional (Real), configura o contrato de compra e venda⁴⁵⁶; a transferência gratuita de criptomoedas para terceiros, caracteriza o contrato de doação⁴⁵⁷.

Ressalta-se que a Receita Federal do Brasil (RFB) se manifestou neste sentido em documento de perguntas e respostas do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (IRPF)⁴⁵⁸.

No item “Moeda virtual – como declarar” do documento, a RFB esclarece que as moedas virtuais devem ser declaradas na ficha de bens e direitos como “outros bens”, pelo valor de aquisição.⁴⁵⁹ (grifou-se)

No item “Alienação de moedas virtuais” do documento, a RFB determina que ganhos realizados com a venda de moedas virtuais devem ser tributados em 15% a título de ganho de capital, conforme a Lei nº. 8.981, de 20 de janeiro de 1995⁴⁶⁰ e a Lei nº. 13.259, de 16 de março de 2016⁴⁶¹, na qual alterou as alíquotas

⁴⁵⁴ LISBOA, Roberto Senise. **Manual de Direito Civil, volume 3: contratos**. 7. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 253.

⁴⁵⁵ VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: Contratos**. 17. Ed. São Paulo: Atlas, 2017, p. 358.

⁴⁵⁶ Conforme os termos do artigo 481 do Código Civil: “Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.”. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴⁵⁷ Nos termos do artigo 538 do Código Civil: “Considera-se doação o contrato em que uma pessoa, por liberalidade, transfere do seu patrimônio bens ou vantagens para o de outra.”. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴⁵⁸ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Imposto sobre a renda – Pessoa Física**. Disponível em: <http://idg.receita.fazenda.gov.br/interface/cidadao/irpf/2017/perguntao/pir-pf-2017-perguntas-e-respostas-versao-1-1-03032017.pdf>. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴⁵⁹ *Idem*.

⁴⁶⁰ BRASIL. **Lei nº. 8.981, de 20 de janeiro de 1995**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8981.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

⁴⁶¹ BRASIL. **Lei nº. 13.259, de 16 de março de 2016**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13259.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

de forma progressiva, na ocasião em que o total da alienação no mês supere R\$35.000,00 (trinta e cinco mil reais).⁴⁶²

Às vésperas de concluir o presente estudo, em 31 de outubro de 2018, a Receita Federal do Brasil abriu Consulta Pública RFB nº 06-2018⁴⁶³, no período de 31 de outubro de 2018 a 19 de novembro de 2018, na qual pretende criar Instrução Normativa que dispõe sobre a prestação de informações referentes às operações realizadas com criptoativos.⁴⁶⁴

O objetivo da Instrução Normativa é obrigar *exchanges* de criptomoedas e criptoativos a prestarem informações relativas às operações à Secretaria da Receita Federal do Brasil, bem como estabelecer a obrigação de pessoas físicas e jurídicas declararem suas transações envolvendo criptoativos realizadas tanto em *exchanges* no exterior, quanto através de carteiras virtuais fora do ambiente das *exchanges* (*peer-to-peer*), desde que o valor mensal das operações, isolado ou conjuntamente, ultrapassar R\$ 10.000,00 (dez mil reais).⁴⁶⁵

Na exposição de motivos, a RFB destaca o crescente volume financeiro de transações com criptoativos nos últimos anos, trazendo como exemplo o montante negociado em 2017 com a criptomoeda *Bitcoin* que superou a marca de R\$8.300.000.000,00 (oito bilhões e trezentos milhões de reais), sujeitos à incidência do imposto de renda sobre o ganho de capital. Ademais, salientou que estes criptoativos têm sido utilizados em operações de sonegação, de corrupção e de lavagem de dinheiro.⁴⁶⁶

A referida Instrução Normativa prevê penalidades por meio de multas àqueles que não cumprirem com os prazos de envio das informações ou que prestarem informações inexatas, incompletas ou incorretas ou omiti-las, sem prejuízo de eventual comunicação ao Ministério Público Federal (MPF) em caso de indícios da prática dos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e

⁴⁶² RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Imposto sobre a renda – Pessoa Física**. Disponível em: <http://idg.receita.fazenda.gov.br/interface/cidadao/irpf/2017/perguntao/pir-pf-2017-perguntas-e-respostas-versao-1-1-03032017.pdf>. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴⁶³ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Consulta Pública RFB nº 06-2018**. Disponível em: <http://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/arquivos-e-imagens/consulta-publica-rfb-no-06-2018.pdf/view>. Acesso em: 13 nov.2018.

⁴⁶⁴ *Idem*.

⁴⁶⁵ *Idem*.

⁴⁶⁶ *Idem*.

valores na ocasião de não prestação das informações ou de sua prestação com incorreções ou omissões.⁴⁶⁷

Portanto, o objetivo principal da RFB é de aumentar o seu controle perante este novo e crescente mercado de criptoativos, de modo a efetivar sua arrecadação de imposto de renda sobre ganho de capital e coibir a evasão fiscal.

A nosso entender, a RFB acertou ao adotar a terminologia criptoativos em sua Instrução Normativa, em alusão às palavras ativos⁴⁶⁸, que representam bens, e criptografia, pela sua utilização na geração destes ativos virtuais.

Assim, por constituírem bens na acepção jurídica, as criptomoedas seriam melhor denominadas pelo termo criptoativos.

4.2.3 Oferta Inicial de Moeda (*Initial Coin Offering – ICO*) subsumida aos Valores Mobiliários

O sistema eletrônico de pagamentos *peer-to-peer* foi inicialmente projetado para a realização de pagamentos, eletronicamente, sem a necessidade de instituição financeira ou autoridade governamental.⁴⁶⁹

Entretanto, os recursos desenvolvidos na Tecnologia *Blockchain*, quais sejam, a descentralização, a distribuição, a privacidade e a segurança por meio da criptografia, têm permitido o desenvolvimento de diversas outras inovações tecnológicas antes inimagináveis, entre elas, a emissão de criptoativos (ativos virtuais) por sociedades empresárias com vistas à captação de recursos junto ao público, maiormente por empresas de tecnologia em estágio inicial. Estamos a falar da *Initial Coin Offering (ICO)*.

Esta nova modalidade de captação de recursos tem se expandido pelo mundo. Em relatório elaborado em junho de 2018 pela empresa de auditoria e consultoria *PricewaterhouseCoopers (PWC)*, contabilizou entre janeiro e maio de 2018, o total de 537 (quinhentas e trinta e sete) ICO's realizadas, com captação total de US\$ 13,7 bilhões (treze bilhões e setecentos milhões de dólares), um crescimento considerável em comparação com todo o ano de 2017, no qual foram

⁴⁶⁷ *Idem*.

⁴⁶⁸ MICHAELIS. **Ativo**. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/ativo/>. Acesso em: 21 out. 2018.

⁴⁶⁹ O Sistema *Bitcoin* e seu *White Paper* foram estudados no item 4.1 do Capítulo 4.

registradas 552 (quinhentas e cinquenta e duas) ICO's em todo o ano, com volume total de pouco mais de US\$ 7 bilhões (sete bilhões de dólares).⁴⁷⁰

Entre as ICO's concluídas em 2018, as mais relevantes do período estudado foram as da empresa Telegram nas Ilhas Cayman, finalizada em março de 2018, na qual captou US\$ 1,7 bilhão (um bilhão e setecentos milhões de dólares) e da empresa EOS nas Ilhas Virgens Britânicas, finalizada em junho de 2018, na qual captou cerca de US \$ 4,1 bilhões (quatro bilhões e cem milhões de dólares).⁴⁷¹

O estudo realizado pela *PWC* ainda aponta a emissão de ICO's por algumas *fintechs*: Huobi Token em Cingapura, Banco na Suíça, Bankera em Lituânia, Polymath em Barbados e Basis nos Estados Unidos.⁴⁷²

Os Estados Unidos, segundo o referido estudo, continuam liderando o mercado de ICO's: foram 87 (oitenta e sete) em 2017 e 56 (cinquenta e seis) em 2018. Na Europa, a liderança é da Suíça, seguida pelo Reino. E na Ásia, destaque para Cingapura, seguida por Hong Kong.⁴⁷³

As *Initial Coin Offering* ou também denominada por *Initial Cryptocurrency Offering* são uma nova modalidade de captação de recursos junto ao público pela emissão de criptoativos por empresas, geralmente em estágio inicial, através de tecnologia *Distributed Ledger Technology (DLT)* – tecnologia de registro distribuído, descentralizado e com uso de criptografia – principalmente por meio da *Blockchain*, com a finalidade de financiamento de seus projetos e empreendimentos.⁴⁷⁴

A emissão de *ICO* geralmente é realizada através do desenvolvimento de *smart contracts* na plataforma tecnológica *Ethereum*, na qual equivale em código aberto construído com base no *Blockchain*.⁴⁷⁵

⁴⁷⁰ PWC. **Initial Coin Offering: a strategic perspective**. Disponível em: https://www.pwc.ch/en/publications/2018/20180628_PwC%20S&%20CVA%20ICO%20Report_E_N.pdf. Acesso em: 08 set. 2018.

⁴⁷¹ *Idem*.

⁴⁷² *Idem*.

⁴⁷³ *Idem*.

⁴⁷⁴ BLOCKCHAINHUB. **Initial Coin Offering**. Disponível em: <https://blockchainhub.net/ico-initial-coin-offerings/>. Acesso em: 12 out. 2018.

⁴⁷⁵ BOMESP. **White paper Niobium Coin**. Disponível em: <https://niobiumcoin.io/wp-content/uploads/2017/12/white-paper-niobium-portuguese.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

Smart contracts (contratos inteligentes) são “um pedaço de código de propósito específico que executa um conjunto complexo de instruções no *Blockchain*”⁴⁷⁶, ou seja, consiste na codificação de contratos com regras, deveres e direitos envolvidos na ICO, para que possam ser executados automaticamente sem a intervenção humana. De acordo com Schechtman, *smart contracts* são a manifestação digital de um contrato:

Embora a definição mude de acordo com o autor, a ideia básica é que *smart contracts* são a manifestação digital de um contrato no sentido que o acordado entre as partes é transformado em código (de computador) capaz de implementar as condições acordadas pelas partes independentemente de intervenção humana (seja de qualquer das partes ou de algum intermediário).⁴⁷⁷

A *BlockchainHub*, rede internacional independente e autônoma que promove a Tecnologia *Blockchain*, explica que a *ICO* pode ser compreendida como uma ferramenta de *Crowdfunding* realizado totalmente na Tecnologia *Blockchain* para financiar projetos através da pré-venda de *tokens* acompanhado de um *White Paper* que descreve o modelo de negócio e as especificações técnicas do projeto:

As *ICOs* são um tipo de *Crowdfunding* ou ferramenta de investimento coletivo conduzida inteiramente na *Blockchain*. Originalmente, a ideia principal de uma *ICO* era financiar novos projetos através da pré-venda de moedas/fichas para investidores interessados no projeto. Os empreendedores apresentam um *White Paper* descrevendo o modelo de negócios e as especificações técnicas de um projeto antes da *ICO*. Eles estabelecem um cronograma para o projeto e estabelecem um orçamento-alvo onde descrevem os gastos futuros com fundos (marketing, P & D, etc.), bem como a distribuição de moedas (quantas moedas vão guardar para si, fornecimento de fichas, etc.). Durante a campanha de *Crowdfunding*, os investidores compram *tokens* com criptomoedas já estabelecidas, como *Bitcoin* e *Ethereum*.^{478 479}

⁴⁷⁶ TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don, *op. cit.*, p. 79.

⁴⁷⁷ SCHECHTMAN, David Casz. **Necessidade de Registro de ICO: Criptomoedas são valores mobiliários?**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3203911. Acesso em: 13 nov. 2018.

⁴⁷⁸ BLOCKCHAINHUB. **Initial Coin Offering**. Disponível em: <https://blockchainhub.net/ico-initial-coin-offerings/>. Acesso em: 12 out. 2018.

⁴⁷⁹ *Idem*. Tradução livre de: “*ICOs are a type of crowdfunding or crowd investing tool conducted entirely on the blockchain. Originally, the main idea of an ICO was to fund new projects by pre-selling coins/tokens to investors interested in the project. Entrepreneurs present a whitepaper describing the business model and the technical specifications of a project before the ICO. They lay out a timeline for the project and set a target budget where they describe the future funds spending (marketing, R&D, etc.) as well as coin distribution (how many coins are they going to keep for themselves, token supply, etc.). During the crowdfunding campaign, investors purchase tokens with already established cryptocurrencies like Bitcoin and Ethereum.*”

O material publicitário de oferta do projeto ou empreendimento relacionado à *ICO*, comumente denominado *White Paper*, é um documento que contém a descrição e os objetivos do projeto, sua forma de implementação, os dados de segmento de atuação da empresa emissora, o cronograma de desenvolvimento e implementação da solução, a quantidade de ativos virtuais a serem ofertados ao público, o período de venda (*crowdsale*), a alocação dos fundos obtidos com a emissão da *ICO*, as regras e os direitos oferecidos aos compradores dos ativos virtuais.⁴⁸⁰

A aquisição de ativos virtuais pode ser realizada, geralmente, por meio de criptomoedas já estabelecidas no mercado, tais como, a *Bitcoin* e a *Ethereum*, bem como através de moedas fiduciárias oficiais dos países soberanos.

No mesmo sentido, a *PWC* classifica a *ICO* como um período limitado de venda de *tokens* ao público em corretoras (*exchanges*) de criptomoedas ou em contrapartida de moedas fiduciárias, sendo classificados como valores mobiliários (*securities*), ativos de utilidade (*utility token*) ou criptomoedas (*digital currency*), com regulações não uniformes em diversos países:

A *Oferta Inicial de Moedas (ICO)*, também *token launch* ou *token generation*) é um termo que descreve um período limitado em que uma empresa vende um número predefinido de *tokens* digitais (*crypto coins*) ao público, normalmente em *Exchange* através de criptomoedas ou cada vez mais contra Moedas fiduciárias (FIAT). As *ICOs* são reguladas de maneira inconsistente em todo o mundo e, dependendo da jurisdição, podem assumir diferentes formas, incluindo valores mobiliários, *token* de utilidade ou moeda digital. Prospectivamente, as *ICOs* são cada vez mais uma alternativa à dívida clássica/financiamento de capital, conforme realizado hoje por empresas de capital de risco/*Private Equity* e bancos.^{481 482}

Para o emissor, a *ICO* é uma forma alternativa de obtenção de recursos aos modelos tradicionais, tais como, a *Oferta Pública de Valores Mobiliários (IPO)*, por meio de investidores anjos ou fundos de *venture capital* ou através

⁴⁸⁰ Exemplo de *ICO* de empresa brasileira no segmento *Exchange* e seu *White Paper*. Disponível em: <https://niobiumcoin.io/> e <https://criptohub.com.br/ico/pt/>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁴⁸¹ *PWC*. **Initial Coin Offering: a strategic perspective**. Disponível em: https://www.pwc.ch/en/publications/2018/20180628_PwC%20S&%20CVA%20ICO%20Report_E_N.pdf. Acesso em: 08 set. 2018.

⁴⁸² *Idem*. Tradução livre de: “*Initial coin offering* (*‘ICO’*, also *token launch* or *token generation*) is a term describing a limited period in which a company sells a predefined number of digital tokens (*crypto coins*) to the public, typically in *Exchange* for major cryptocurrencies or increasingly against FIAT currencies. *ICOs* are inconsistently regulated across the world, and, depending on the jurisdiction, they can take different forms including a security, utility token or digital currency. Prospectively, *ICOs* are increasingly an alternative to classic debt/capital-funding as performed today by *Venture Capital/Private Equity* firms and banks.”.

empréstimos e financiamentos junto à instituições financeiras. Assim, o empreendedor opta em captar recursos por meio da emissão de ativos virtuais próprios, processo geralmente mais ágil, menos burocrático e menos custoso.

Em contrapartida, em se tratando de uma *ICO* que confere direito à remuneração e/ou participação na empresa, o investidor adquire os ativos virtuais com a expectativa de auferir lucros maiores em relação aos instrumentos financeiros tradicionais, tais como, a poupança, os títulos públicos, entre outros.

Os ativos virtuais emitidos são geralmente conhecidos por *tokens* ou *coins*, sendo que “um *token* representa um ativo ou propriedade de um ativo. Esses ativos podem ser moedas, *commodities*, valores mobiliários ou propriedades.”⁴⁸³

Os *tokens* podem conferir ao seus compradores os seguintes direitos: i) licença de uso em plataforma eletrônica ou créditos para a aquisição de produtos ou serviços nela inseridos – conhecido como “*utility token*”; ii) participação nos resultados da empresa, como os dividendos, por exemplo; iii) direito a voto nas questões relacionadas à empresa; iv) direito de propriedade ou de participar no desempenho futuro da empresa.⁴⁸⁴

Schechtman defende que os *tokens* podem ser classificados, majoritariamente, em cinco categorias distintas, quais sejam, *currency tokens*, *utility tokens*, *asset tokens*, *equity tokens* ou *security tokens* e *reputation tokens* ou *reward tokens*, conforme a seguir:

- a) *Currency tokens* (tokens moedas) – Funcionam quase como moedas normais, no sentido de que são apenas utilizados como meio de troca e não oferecem isoladamente qualquer direito. Podem vir a ser chamados também de *altcoins* ou *criptomoedas*. Bitcoin é o exemplo mais conhecido. Esta classificação pode vir a ter alguma sobreposição com *utility tokens* emitidos por plataformas que abrigam ou fornecem subsídios para outras plataformas (e.g. o ether da plataforma Ethereum ora é classificado como *currency token* e ora como *utility token*);
- b) *Utility tokens* (tokens de serviço) – Fornecem a seu possuidor o direito de acesso ou uso a uma plataforma, projeto ou serviço, nos moldes de

⁴⁸³ Tradução livre de: “*a token represents an asset or ownership of an asset. Such assets can be currencies, commodities, securities or properties*”. In: IOSCO. **IOSCO Research Report on Financial Technologies (FinTech)**. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018, p.51.

⁴⁸⁴ “*Initial coin offerings (ICOs) are a means of raising capital using the blockchain technology. On the side of the issuer, the collected funds are typically used to finance a project (e.g. the building of a software). In exchange for the financing, the investor receives a token which may be connected with the right to receive, e.g. a dividend, a voting right, a license, a property right or a right to participate in the future performance of the issuer.*”. In: **Initial Coin Offering: Legal Frameworks and regulation for ICOs**. Disponível em: <https://www.pwc.ch/ico>. Acesso em: 09 set. 2018.

uma licença de uso, podendo também funcionar de modo análogo a uma moeda de troca interna da plataforma. A depender exatamente do serviço ou plataforma a que o token permite acesso, pode haver certa sobreposição entre tokens de serviço e tokens moedas (como mencionado acima) ou entre tokens de serviço e tokens ativos (conforme explicado abaixo).

c) Asset tokens (tokens ativo) – Representam ou são de alguma forma lastreados ou atrelados em um produto ou bem material. Assim, esses tokens podem ser trocados por determinado bem no futuro por um preço determinado ou representar o direito de receber determinado bem em determinada quantidade. É o exemplo do Petro - emitido pela Venezuela –, do Bananacoin, ambos mencionados anteriormente, e do token GOLD, emitido pela Goldmint, que é lastreado no preço do ouro. O conceito de tokens ativo pode ter alguma sobreposição com tokens de serviço. Este é o caso do Primalbase token, emitido pela empresa de mesmo nome, que dá ao possuidor o direito de acesso ilimitado aos escritórios e amenidades da empresa. De fato, este token funciona como o título de um clube, com a exceção de que poderá vir a ser alugado a terceiros;

d) Equity tokens / Security tokens (tokens mobiliários) – Funcionam de modo semelhante a ações no sentido que permitem algum tipo de exercício de controle sobre o emissor. Um exemplo específico é o DAO (decentralized autonomous organization) que é basicamente um fundo de investimento cujas quotas são tokens que permitem a seus detentores votar e propor votações de como investir os recursos da DAO, bem como receber parte do retorno financeiro dos investimentos. Como curiosidade, vale mencionar que a U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) emitiu comunicado declarando que a DAO estava emitindo valores mobiliários e, portanto, deveria ter se registrado com o ente regulador. Ainda, é possível encontrar exemplos de tokens que disponibilizam a seus titulares apenas alguma forma de direito de voto sobre o funcionamento do empreendimento, sem que esse direito de voto tenha qualquer tipo de faceta econômica. É o exemplo do Bunnycoin, emitido pela plataforma homônima, um token que, para todos os efeitos, se comporta tal como um token moeda, com a ressalva que 10% dos tokens minerados são destinados a instituições de caridade determinadas por meio de votação semanal pelos titulares do token; e

e) Reputation tokens / reward tokens (token medalha) – Estes tokens são utilizados como recompensa para premiar o detentor. Em geral não são transferíveis, funcionando efetivamente como uma forma de reconhecimento pessoal. Neste sentido, podem ser utilizados como forma de reconhecer a contribuição pessoal de determinado usuário da plataforma ou ainda de fornecer algum tipo de vantagem específica. Um exemplo deste primeiro uso é o token Steem Power da plataforma Steemit, uma rede social que distribui o token STEEM de maneira diária conforme a atenção e a popularidade das postagens e contribuições de seus membros. Tokens STEEM podem ser trocados por Steem Dollars, um outro token que pode ser utilizado para adquirir bens. Membros particularmente relevantes da rede social podem vir a ser premiados com o token Steem Power, que dá direito a uma distribuição diária maior de STEEM e aumentam a influência de seu detentor na rede social (aumentando o número de pessoas que visualizam suas postagens, por exemplo), porém não podem ser trocados com outras contas. Um exemplo mais simples de um token medalha é o MNTP, token emitido de maneira limitada pela Goldmint durante seu ICO. Este token, embora possa ser trocado entre pessoas, somente foi emitido para os investidores iniciais da Goldmint e dão alguns benefícios tais como desconto na taxa de comissão cobrada pela Goldmint ao negociar GOLD

(o token ativo lastreado em ouro) e pode ser investido na plataforma, fazendo jus a um percentual das taxas cobradas pela plataforma.⁴⁸⁵

Entretanto, a CVM, regulador do Mercado de Capitais do Brasil, restringiu as modalidades de *ICO* existentes no mercado em duas grandes categorias, quais sejam, aquela que contempla *tokens* configurados como valores mobiliários e aquela na qual abrange os *utility tokens*, não sujeitos ao Mercado de Capitais:

Em certos casos, os ativos virtuais emitidos no âmbito de *ICOs* podem claramente ser compreendidos como algum tipo de valor mobiliário, principalmente quando conferem ao investidor, por exemplo, direitos de participação no capital ou em acordos de remuneração pré-fixada sobre o capital investido ou de voto em assembleias que determinam o direcionamento dos negócios do emissor.

Em outros casos, quando ocorre a emissão de um "*utility token*", a distinção não é tão clara, podendo ou não haver entendimento de que houve emissão de valor mobiliário. A emissão de "*utility tokens*" ocorre quando o ativo virtual emitido confere ao investidor acesso à plataforma, projeto ou serviço, nos moldes de uma licença de uso ou de créditos para consumir um bem ou serviço.⁴⁸⁶

Assim, conforme verificado, os criptoativos ou ativos virtuais podem ser configurados como valores mobiliários no Brasil, estando sujeitos à regulação, à fiscalização e ao poder de polícia da CVM, principalmente em relação à forma com que são ofertados e negociados no mercado. Por este motivo, é primordial o estudo dos valores mobiliários para a sua adequada classificação.

Segundo Eizerik, os valores mobiliários possuem características bem diferentes de outros bens, principalmente com relação aos seguintes fatores⁴⁸⁷:

i) seu valor: valores mobiliários não possuem valor intrínseco – é composto pelo seu nível de liquidez no mercado, pela credibilidade e lucratividade da empresa emissora e pelas perspectivas futuras no ramo de negócio no qual atua;

ii) não são bens passíveis de consumo ou uso – são emitidos no mercado e podem ser adquiridos por investidores que posteriormente podem negociá-los no mercado secundário a valores variáveis;

iii) são diferentes entre si – cada valor mobiliário confere direitos diferentes a seus investidores e são utilizados para fins diversos. Portanto, uma legislação específica sobre valores mobiliários se fez necessária.

⁴⁸⁵ SCHECHTMAN, David Casz, *op. cit., passim*.

⁴⁸⁶ CVM. **Initial Coin Offerings (ICOs): FAQ da CVM a respeito do tema**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html>. Acesso em: 22 out. 2018.

⁴⁸⁷ EIZIRIK, Nelson *et al., op. cit.*, p. 25-26.

Desta forma, definir o conceito de valores mobiliários é essencial para delimitar o âmbito de atuação da CVM.⁴⁸⁸

No Brasil, os valores mobiliários foram previstos pela Lei nº. 6.385/1976, na qual buscou enumerar, inicialmente, quais objetos estariam classificados como valores mobiliários invés de conceituá-lo, conforme segue:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - os certificados de depósito de valores mobiliários;

III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

A dificuldade em definir valores mobiliários não se restringiu apenas ao Brasil. No direito norte-americano, os valores mobiliários denominados pelo termo *securities*, foram listados em rol exemplificativo, padecendo, igualmente, de definição:

O termo *security* compreende toda nota, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito em todo tipo de contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de títulos, co-propriedade de direitos minerários e petrolíferos, e, de uma maneira geral, todo o instrumento ou o direito comumente conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos títulos e valores acima mencionados.⁴⁸⁹

Destarte, além de conceituar o instituto *security*, percebe-se que a *Securities Act of 1933*⁴⁹⁰ inaugurou novos termos indefinidos no âmbito de *security*, tais como, “contrato de investimento” e “todo o instrumento ou o direito comumente conhecido como *security*”, o que, evidentemente, foram objetos de litígios a serem dirimidos pelos tribunais.⁴⁹¹

Em 1946, o caso *S.E.C. v. W.J. Howey Company* pretendia estabelecer se o contrato de venda de lotes de terras pela empresa Howey Company, direcionados ao plantio de frutas cítricas, assim como à prestação dos serviços

⁴⁸⁸ *Ibid.*, p. 27.

⁴⁸⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de. **O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, nº 14, Ano XIII, p.41-60, 1974, p. 43.

⁴⁹⁰ SEC. **Securities Act of 1933**. Disponível em: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2018.

⁴⁹¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de, *op. cit.*, p. 47.

de plantio, cultivo e comercialização das frutas por empresa subsidiária àquela, seriam caracterizados como contrato de investimento e assim, na abrangência de *security*. Nesta ocasião, centenas de investidores firmaram o contrato com a expectativa de lucros decorrentes dos serviços prestados pela empresa.⁴⁹²

O paradigma em questão levou à conceituação pela Corte Americana do “contrato de investimento” e à própria definição de *security*, qual seja:

Todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa.⁴⁹³

No contrato de investimento, há o apelo ao público com vistas à captação de recursos e a participação do investidor se restringe apenas ao fornecimento dos recursos (investidor passivo), assumindo, portanto, o risco do empreendimento porquanto não há qualquer ingerência dele no negócio que é conduzido pelo captador dos recursos ou por terceiros. O caráter público da oferta e o risco do investimento são fatores essenciais para a configuração de *security*.⁴⁹⁴

Sendo assim, a identificação de *security* no direito norte-americano passou a ser realizada através da seguinte fórmula de Howey: “(1) uma pessoa investe seu dinheiro (2) em um empreendimento comum (3) é levada a esperar lucros (4) unicamente dos esforços do captador ou de um terceiro.”⁴⁹⁵

Neste sentido, vigorou no mundo duas correntes no tocante à definição de valores mobiliários: i) a que ampliava o seu conceito, tal como no direito norte-americano; e ii) a que restringia sua definição, ao considerar valores mobiliários apenas aqueles expressamente previstos em lei, por exemplo, no direito francês. Ainda assim, nos dias atuais, a maioria dos países adotam a definição mais ampla do conceito de valores mobiliários, seguindo o modelo norte-americano na definição de *securities*.⁴⁹⁶

Como foi verificado, inicialmente a Lei nº. 6.385/7196 de Mercado de Capitais não se prestou a definir o conceito de valores mobiliários, ao contrário, apenas listou de forma restritiva quais instrumentos financeiros pertenciam à

⁴⁹² *Idem.*

⁴⁹³ *Idem.*

⁴⁹⁴ *Ibid.*, p. 54-56.

⁴⁹⁵ *Ibid.*, p. 48. Tradução livre de: ““(1) a person invests his Money (2) in a common interprise (3) is led to expect profits (4) solely from the efforts of the promoter or a third party”.

⁴⁹⁶EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 30.

categoria de valores mobiliários, tal qual no modelo francês⁴⁹⁷, outorgando ao CMN, a prerrogativa de incluir ou remover instrumentos em caso de necessidade.

Ademais, a referida lei era voltada à títulos de emissão de sociedade anônima:

No direito brasileiro, a concepção de valores mobiliários era, antes da reforma introduzida pela Lei nº. 10.303/2001, bastante limitada e necessariamente associada a títulos de emissão de sociedade anônima, títulos esses que, atualmente, circulam sob a forma escritural, ou seja, são “descartularizados”, sendo, na verdade, apenas registros eletrônicos ou escriturais.⁴⁹⁸

Porém, com o passar do tempo, tal mecanismo se mostrou ineficaz na medida em que era necessária uma contínua intervenção legislativa para contemplar um novo instrumento financeiro no rol de valores mobiliários sujeitos à fiscalização da CVM.⁴⁹⁹

Influenciado pelo sistema norte-americano no que tange ao conceito de *security*, em 1998, foi editada Medida Provisória nº. 1.637/1988, posteriormente convertida na Lei nº. 10.198/2001, com vistas à ampliação da abrangência de valores mobiliários, o que permitiu englobar maior quantidade de instrumentos financeiros nesta categoria.

De acordo com a referida Lei:

Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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.⁵⁰⁰

Logo após, foi editada a Lei nº. 10.303/2001 justamente para adicionar ao rol de valores mobiliários do artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976 de Mercado de Capitais, o novo conceito de valores mobiliários, agora mais amplo, além de inserir igualmente, os derivativos, tais como, os contratos futuros e opções, e as cotas de fundos de investimento. Najjarian explica esta evolução legislativa brasileira

⁴⁹⁷ *Ibid.*, p. 52-53.

⁴⁹⁸ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **O Capitalismo Eletrônico Informático: Sistemas "High Frequency Trading" ou "Algotraders" das Corretoras de Valores. Plataformas de "Crowdfunding"**. In: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto; LIMA, Cíntia Rosa Pereira de (Orgs.). *Direito & Internet III – Tomo II: Marco Civil da Internet (Lei nº 12.965/2014)*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 193.

⁴⁹⁹ CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017, p.70. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 05 set. 2018.

⁵⁰⁰ BRASIL. **Lei nº. 10.198, de 14 de fevereiro de 2001**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10198.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

relacionada aos valores mobiliários, no entanto, destaca que ainda atualmente a legislação não conceitua o que seriam valores mobiliários:

Deduz-se, pois, que a grande problemática ainda hoje existente, é que a legislação brasileira *não conceitua o que sejam valores mobiliários*. Como já foi destacado em diversas outras oportunidades, em vez de elaborar um conceito para definir valores mobiliários, o legislador brasileiro houve por bem listar os títulos ou papéis que devem ser entendidos como tal. Assim, o atual art. 2º da Lei 6.385, de 07.12.76, dispõe, hoje, de forma clara, quais os títulos de crédito ou contratos que podem ser considerados valores mobiliários, diferentemente da redação antiga (anterior à Lei n.º 10.303/01) que apenas exemplificava alguns títulos ou contratos e deixava a critério do Conselho Monetário Nacional a definição de outros.⁵⁰¹

Desta forma, o artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976 passou a considerar valores mobiliários, os seguintes instrumentos financeiros: i) as ações, debêntures e bônus de subscrição; ii) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; 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 valores mobiliários; viii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; 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.⁵⁰²

Ademais, conforme § 1º do artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976, o legislador excluiu do âmbito de regulação e atuação da CVM, os títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.⁵⁰³

Assim, para que determinado instrumento financeiro seja considerado valores mobiliários, necessário constar de maneira expressa no artigo 2º da referida Lei. Sobre a indagação de haver relação entre os valores mobiliários e os

⁵⁰¹ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **O Crowdfunding e a Oferta Pública de Valores**. Revista FMU Direito. São Paulo, Ano 26, n. 37, p.48-55, 2012. ISSN: 2316-1515.

⁵⁰² BRASIL. **Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

⁵⁰³ *Idem*.

títulos de crédito, é relevante destacar a diferença entre os institutos elaborada por De Lucca, especialmente à respeito de suas funções econômicas:

De resto, quadra assinalar que a função econômica exercida pelos valores mobiliários é inteiramente diversa da que é cumprida pelos títulos de crédito. Enquanto nestes mobiliza-se o crédito e promove-se a circulação de riquezas, a partir de negociações singulares realizadas pelos empresários no exercício de sua atividade, com emissão de títulos cambiários ou cambiariformes representativos dessas operações concretizadas, naqueles, como bem esclarece Ferri, desponta na linha de frente a mobilização de capitais das sociedades emissoras e a dispersão dos títulos perante a coletividade de investidores. [...] Fixadas tais premissas, diríamos que o conceito de valores mobiliários não possui qualquer liame lógico com o de títulos de crédito.⁵⁰⁴

Logo, os valores mobiliários podem ser divididos em duas categorias, quais sejam: i) títulos de participação, como, as ações que concedem direito de participação nos lucros da empresa; e ii) títulos de dívida ou obrigações, como é o caso das debêntures. Enquanto estes “não incorporam muito mais que uma relação creditícia, sujeita a qualificações e refinamentos, conforme o caso, e geralmente remunerada pela incidência de juros.”⁵⁰⁵, aqueles conferem ao investidor tanto o bônus do direito de participação no empreendimento, quanto o ônus dos riscos do negócio, inclusive com perda total do investimento.⁵⁰⁶

Nesta perspectiva, no âmbito dos ativos virtuais decorrentes da emissão de *ICO*, a CVM se posicionou em Nota publicada em 11 de outubro de 2017, de modo a esclarecer ao mercado tanto o conceito da *ICO*, quanto a sua configuração como valores mobiliários em determinadas ocasiões, destacando a sujeição das *ICO*'s à legislação de Mercado de Capitais e à regulação e supervisão da CVM:

Podem-se compreender os *ICOs* como captações públicas de recursos, tendo como contrapartida a emissão de ativos virtuais, também conhecidos como *tokens* ou *coins*, junto ao público investidor. Tais ativos virtuais, por sua vez, a depender do contexto econômico de sua emissão e dos direitos conferidos aos investidores, podem representar valores mobiliários, nos termos do art. 2º, da Lei 6.385/76.

Nesse contexto, a CVM esclarece que certas operações de *ICO* podem se caracterizar como operações com valores mobiliários já sujeitas à legislação e à regulamentação específicas, devendo se conformar às regras aplicáveis. Incorrem na mesma situação companhias (abertas ou não) ou outros emissores que captem recursos por meio de uma *ICO*, em operações cujo sentido econômico corresponda à emissão e à negociação de valores mobiliários.⁵⁰⁷

⁵⁰⁴ DE LUCCA, Newton *Apud* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 211.

⁵⁰⁵ YAZBEK, Otavio, *op. cit.*, p. 94.

⁵⁰⁶ *Idem*.

⁵⁰⁷ CVM. **Initial Coin Offering (ICOs): Nota da CVM a respeito do tema**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

Note-se que a CVM destaca como fatores caracterizadores de valores mobiliários, o contexto econômico da emissão dos ativos virtuais, os direitos conferidos aos investidores e esclarece que tanto companhias abertas ou não estão sujeitas à configuração. Portanto, a análise é casuística, ou seja, a cada caso concreto, para a devida classificação da *ICO* como valores mobiliários ou não.

Portanto, de acordo com o inciso IX, do artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976, Eizerik esclarece que valores mobiliários consistem em ativos financeiros ofertados publicamente, desde que⁵⁰⁸:

- (a) caracterizem modalidade de investimento coletivo;
- (b) em que haja fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica) por parte do investidor;
- (c) em que haja gestão dos recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados;
- (d) tratem de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente;
- (e) em que exista uma expectativa de obter lucros, ou seja, o investidor, ao decidir pela alocação de seus recursos em um valor mobiliário, visa à obtenção de algum tipo de ganho, benefício ou vantagem econômica, em função do contrato de investimento de risco realizado. Esses lucros podem ser auferidos através da participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços; e
- (f) em que o investidor assuma os riscos de financiador do negócio (ou os riscos do empreendimento), que são diversos dos riscos comuns comerciais, ou seja, os riscos poderão resultar na perda total ou parcial dos recursos investidos.

Ativos virtuais ofertados publicamente, cujo investimento financeiro seja feito por uma coletividade de pessoas, com expectativa de lucro, sem a ingerência do investidor na gestão destes recursos e que lhe confira o direito de participação em eventuais lucros, benefícios ou vantagens econômicas, seja pela participação, parceria ou remuneração, inclusive decorrente de prestação de serviços, em que o investidor assuma integralmente os riscos da operação, serão configurados como valores mobiliários.

Destarte, nas situações em que os ativos virtuais ofertados publicamente conferirem aos investidores direitos de participação no capital da empresa ou de voto em questões relacionadas à empresa emissora ou de remuneração pré-

⁵⁰⁸ BRASIL. Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

fixada sobre o investimento, por exemplo, sem a ingerência do investidor e com exposição à riscos, serão configurados como valores mobiliários.

É importante destacar que demais ativos financeiros não caracterizados como valores mobiliários são de competência do BCB.

Em suma, configurado o ativo virtual como valor mobiliário, a CVM é a instituição responsável por regulamentar e fiscalizar a emissão, a distribuição, a negociação e a intermediação destes valores mobiliários, bem como aplicar sanções administrativas aos emissores de valores mobiliários, seus controladores e administradores, às instituições envolvidas na distribuição de valores mobiliários, aos auditores e às demais pessoas que atuam no Mercado de Capitais. Tanto emissores quanto administradores e controladores sujeitam-se às normas descritas na Lei nº. 6.385/1976 de valores mobiliários.⁵⁰⁹

No Brasil, até o momento, nenhuma *ICO* de valores mobiliários foi autorizada pela CVM.⁵¹⁰ O regulador tem estado atento às emissões de *ICO's* no mercado, para a devida verificação de oferta pública irregular de valores mobiliários com vistas, principalmente, à proteção de investidores e do Mercado de Capitais como um todo.

Um caso emblemático surgido em 2017 está relacionado a uma *ICO* de emissão da empresa Niobium. Na época, a CVM instaurou processo administrativo nº. 19957.010938/2017-13 com o fito de averiguar se a *ICO* da criptomoeda denominada Niobium Coin configurava uma oferta pública de valores mobiliários, conforme previsto no inciso IX do artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976.

Em memorando nº. 19/2017-CVM/SRE de 27 de dezembro de 2017⁵¹¹, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SER) da CVM entendeu que o Niobium Coin seria uma moeda de utilidade relativa às atividades da Bolsa de Moedas Digitais Empresariais de São Paulo – BOMESP.

No *White Paper* da referida *ICO* não havia promessa de ganhos, lucros ou participação, mas tão somente a aquisição de um ativo virtual que poderia ser

⁵⁰⁹ *Idem.*

⁵¹⁰ CVM. **Initial Coin Offerings (ICOs): Nota da CVM a respeito do tema.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵¹¹ CVM. **Memorando nº 19/2017-CVM/SRE.** Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180130/088818_ManifestacaoSRE.pdf. Acesso em: 13 out. 2018.

utilizado na implementação de solução tecnológica futura da BOMESP, nos moldes do *utility token*, afastando totalmente a competência do regulador:

No sentido de que o Niobium constitui um *utility token* e, portanto, não possui a natureza jurídica de valor mobiliário na feição de Contrato de Investimento Coletivo e sua oferta pública não atrai a competência da CVM de sorte a gerar a edição de uma *stop order*.⁵¹²

Sendo a criptomoeda Niobium Coin uma *utility token*, funciona como um instrumento de troca para a aquisição de bens e serviços, na qual não se coaduna com o conceito de valores mobiliários, especialmente na definição de contrato de investimento coletivo, apesar de haver expectativa de lucro decorrente do preço futuro da criptomoeda.⁵¹³

Destarte, chegou-se à conclusão que o ativo virtual Niobium não poderia ser caracterizado como um valor mobiliário, por não conter as características de um Contrato de Investimento Coletivo, quais sejam, a remuneração, a participação ou a parceria, afastando assim, a competência do regulador do Mercado de Capitais – CVM.

4.2.3.1 Aplicação das Normas da Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (*Initial Public Offering – IPO*) e do *Crowdfunding* à Oferta Inicial de Moeda (*Initial Coin Offering – ICO*)

Configurado o criptoativo ou ativo virtual no âmbito da *Initial Coin Offering (ICO)* como valores mobiliários, o seu processo de emissão e de distribuição estará subordinado à regulação do Mercado de Capitais. Significa dizer que serão aplicáveis as normas do instituto da *Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (IPO)* ou as normas da nova Instrução CVM nº. 588 de 2017 que dispõe sobre o instituto do *Crowdfunding*, conforme o caso.

Foi justamente este o posicionamento da CVM através de FAQ divulgado em 16 de novembro de 2017, no qual buscou detalhar o teor da *ICO* e seus reflexos jurídicos no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários. O referido FAQ orientou possíveis emissores de *ICO* a observarem as normas existentes

⁵¹² *Idem*.

⁵¹³ *Idem*.

relacionadas à *IPO* e à oferta pública com dispensa automática por meio da modalidade de *Crowdfunding*.⁵¹⁴

Recomendou-se, ainda, a observação das seguintes instruções regulamentadoras editadas pela CVM, quais sejam, a Instrução nº. 461⁵¹⁵, na qual disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários; a Instrução nº. 505⁵¹⁶ que estabelece normas e procedimentos relacionados às operações com valores mobiliários nos mercados regulamentados; a Instrução nº. 301⁵¹⁷, na qual estabelece procedimentos de prevenção aos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores; a Instrução nº. 539⁵¹⁸ que determina adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e as Instruções nº. 541⁵¹⁹, 542⁵²⁰ e 543⁵²¹, nas quais dispõem sobre serviço de depósito, de custódia e de escrituração de valores mobiliários, nesta ordem.⁵²²

O presente trabalho terá o enfoque no estudo do instituto da *IPO* e, especialmente, no estudo do *Crowdfunding*, ambos aplicados à *ICO*, conforme regulamentados pelas Instruções CVM nº. 400/2003 e nº. 588/2017, respectivamente.

A *IPO* é o ato pelo qual uma empresa ou os titulares de valores mobiliários de sua emissão, disponibilizam no Mercado de Capitais, através de chamamento ao público, os valores mobiliários, tais como, as ações, para subscrição ou aquisição pelos investidores.⁵²³ De acordo com a CVM:

Oferta pública de distribuição, primária ou secundária, é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do

⁵¹⁴ CVM. **Initial Coin Offering (ICOs): Faq da CVM a respeito do tema**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html>. Acesso em: 08 set.2018.

⁵¹⁵ CVM. **Instrução CVM 461**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵¹⁶ CVM. **Instrução CVM 505**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst505.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵¹⁷ CVM. **Instrução CVM 301**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst301.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵¹⁸ CVM. **Instrução CVM 539**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵¹⁹ CVM. **Instrução CVM 541**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst541.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵²⁰ CVM. **Instrução CVM 542**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst542.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵²¹ CVM. **Instrução CVM 543**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst543.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵²² CVM. **Initial Coin Offering (ICOs): Faq da CVM a respeito do tema**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

⁵²³ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 139.

mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas.⁵²⁴

Assim, a *IPO* contempla a oferta primária, na qual a empresa emite novos valores mobiliários e os recursos angariados com a oferta são revertidos em benefício da própria empresa emissora; e a oferta secundária, na qual os titulares de valores mobiliários já emitidos por uma empresa colocam à venda, também mediante apelo público, seus valores mobiliários sendo que os recursos obtidos na alienação são dos próprios ofertantes. Geralmente participam da oferta pública secundária os acionistas controladores ou outros investidores estratégicos que adquiriram parte considerável dos valores mobiliários emitidos pela empresa, de modo a realizarem o lucro esperado e/ou por em circulação seus ativos financeiros.⁵²⁵

Atualmente, a *IPO* é regulada pela Lei nº. 6.385/1976 de Mercado de Capitais e especialmente pela Instrução CVM nº. 400/2003, na qual “Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário”⁵²⁶.

A Instrução CVM nº. 400/2003 regula a obrigatoriedade do registro, as situações de dispensas, a divulgação de informações, o sistema de distribuição de valores mobiliários, as normas de conduta, dispõe sobre as etapas do processo de emissão pública de valores mobiliários, tais como, a coleta de intenções, a formação de preços, os avisos de início e encerramento da oferta, o recebimento de reservas, as hipóteses de cancelamento e suspensão, a possibilidade de lote suplementar e a sua colocação parcial, além de casos específicos.⁵²⁷

A Lei de Valores Mobiliários preconiza o registro prévio obrigatório junto à CVM, tanto do emissor de valores mobiliários, para que se possa negociar os valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão, de acordo com o

⁵²⁴ CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. Ed. Rio de Janeiro, 2017, p. 214. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 11 out. 2018.

⁵²⁵ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 139-140.

⁵²⁶ CVM. **Instrução CVM 400**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 11 set. 2018.

⁵²⁷ CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. Ed. Rio de Janeiro, 2017, p.215. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 11 out. 2018.

artigo 21 da Lei nº. 6.385/1976⁵²⁸ e 4º, § 1º da Lei nº. 6.404/1976⁵²⁹, quanto da oferta pública, conforme determina o artigo 19 Lei nº. 6.385/1976 e § 2º do artigo 4º da Lei nº. 6.404/1976.

Portanto, para que a distribuição de valores mobiliários seja efetivada e seus valores mobiliários serem negociados em bolsa de valores ou Mercado de Balcão, as empresas devem abrir capital, sendo que o primeiro procedimento necessário é o registro da sociedade empresária na CVM:

A legislação define como companhia aberta aquela que pode ter seus valores mobiliários negociados de forma pública, tais como ações, debêntures e notas promissórias. Em outras palavras, somente empresas que abrirem o capital podem ter seus valores mobiliários negociados publicamente, por exemplo, em bolsa de valores. O primeiro procedimento para a empresa abrir o capital é entrar com o pedido de registro de companhia aberta na CVM, que é o órgão regulador e fiscalizador do Mercado de Capitais brasileiro.⁵³⁰

Outra exigência importante para atuação da empresa no Mercado de Capitais se dá pela obrigatoriedade de participação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, tais como, bancos de investimento, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários na intermediação da oferta pública, conforme reza o artigo 15 e § 4º do artigo 14 da Lei nº. 6.385/1976.

Estas instituições, inclusive, podem formar consórcios para a realização da distribuição dos valores mobiliários no mercado ou subscrevê-los através de uma instituição líder na qual terá responsabilidades específicas. Para que o investidor possa participar de uma oferta pública é necessário cadastrar-se junto a estas instituições financeiras.⁵³¹

Assim, nos termos do § 3º do artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976, a CVM poderá exigir que a empresa emissora de valores mobiliários seja constituída na forma de sociedade anônima; exigir demonstrações financeiras da empresa; exigir que as informações do projeto ou do empreendimento sejam auditadas, bem

⁵²⁸ BRASIL. **Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

⁵²⁹ BRASIL. **Lei nº. 6.404, de 07 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404compilada.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

⁵³⁰ CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. Ed. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 11 out. 2018, p. 210.

⁵³¹ *Ibid.*, p. 215.

como estabelecer padrões de cláusulas e condições para a negociação dos valores mobiliários em bolsa ou balcão.⁵³²

Desta forma, percebe-se que o Mercado de Valores Mobiliários tem por objetivo permitir o acesso das sociedades empresárias à poupança popular, no entanto, com a devida proteção dos investidores. Esta proteção deve dar-se na medida certa de modo que não inviabilize a própria captação de recursos pelas empresas no Mercado de Capitais.⁵³³

Nesse sentido, a tutela estatal prevê tais registros com a finalidade de obter informações relacionadas à companhia emissora, informações relativas aos valores mobiliários ofertados, como forma de prover subsídios suficientes para que público investidor possa tomar suas decisões a respeito de investir ou não em determinada companhia. Este sistema de registro e divulgação de informações é conhecido por política de *disclosure*.⁵³⁴

A Instrução CVM nº. 400/2003 na qual regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, logo em seu artigo 1º, esclarece que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários tem a finalidade de garantir a proteção do investidor e do mercado pelo tratamento isonômico aos ofertados e pela transparência e divulgação de informações sobre a oferta e os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.⁵³⁵

Importante instrumento que promove a transparência e a divulgação de informações relacionadas à oferta pública é o denominado prospecto, documento obrigatório, elaborado pelo ofertante dos valores mobiliários em conjunto com a instituição líder da distribuição, no qual deve constar informações completas, precisas, verdadeiras, atuais, objetivas, claras e necessárias, em linguagem acessível, sobre a companhia emissora e a oferta pública com o objetivo de permitir ao investidor a decisão sobre o investimento, de acordo com o artigo 38 da Instrução CVM nº. 400/2003.⁵³⁶

⁵³² BRASIL. **Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

⁵³³ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 140-141.

⁵³⁴ *Idem.*

⁵³⁵ CVM. **Instrução CVM 400.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 11 set. 2018.

⁵³⁶ *Idem.*

Em seu artigo 2º, assim como na Lei de Mercado de Capitais, a referida instrução regulamenta a exigência de registro prévio na CVM da IPO realizada nos mercados primário e secundário, em território brasileiro, direcionada às pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil.⁵³⁷

Uma das características de configuração da oferta como pública está justamente relacionada aos atos de distribuição. Conforme artigo 19, § 3º da Lei nº. 6.385/1976 e artigo 3º da citada Instrução, atos de distribuição são aqueles que envolvam a venda, a promessa de venda, oferta à venda ou subscrição e a aceitação de pedido de venda ou subscrição dos valores mobiliários, nos quais apresentem ao menos:⁵³⁸

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Nesta seara, tanto a Lei nº. 6.385/1976 quanto a Instrução nº. 400/2003 não definiram a diferença entre uma distribuição pública e uma distribuição privada de valores mobiliários, buscando listar apenas os atos de distribuição pública que caracterizam a intenção de atingir o público em geral ou determinado grupo de pessoas, conforme verificado.

A participação de instituições intermediárias específicas no processo de distribuição pública de valores mobiliários é exigida e tais instituições são as

⁵³⁷ *Idem.*

⁵³⁸ *Idem.*

responsáveis por estes atos de distribuição e/ou pela garantia da subscrição da emissão dos valores mobiliários, sendo uma de suas atribuições, a elaboração do referido prospecto da oferta pública.⁵³⁹

Como se vê, o processo de registro é um processo burocrático que envolve tempo e custo para a empresa emissora de valores mobiliários e, em certos casos, não havendo benefícios ao público investidor, o registro prévio da empresa e da oferta pública não seriam necessários.⁵⁴⁰

Portanto, para determinar se a oferta é privada ou pública, necessária se faz a análise dos seguintes critérios objetivos e subjetivos: se os meios utilizados na distribuição dos valores mobiliários pretender atingir número indeterminado de pessoas e/ou estas pessoas forem pessoas comuns sem conhecimentos avançados de investimentos, a oferta será caracterizada como pública; se a oferta for destinada a investidores sofisticados com conhecimentos avançados em valores mobiliários, bem como detiverem o poder de barganha, a oferta será privada, na medida que tais pessoas não necessitariam da tutela estatal.⁵⁴¹

Neste sentido, a própria lei prevê exceção ao registro prévio na CVM pela dispensa de registro da oferta, pela dispensa de registro do emissor e pela dispensa de participação de sociedade integrante do sistema de distribuição relacionada ao processo de intermediação da distribuição, conforme inciso III, § 3º, artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976.

A Instrução nº. 400/2003 igualmente prevê em seu artigo 4º, a possibilidade de dispensa de registro prévio da oferta ou de alguns de seus requisitos na CVM, inclusive relacionados à divulgações, prazos e procedimentos da distribuição, mediante pedido formulado pelo ofertante e à critério da CVM, de modo a assegurar a proteção do investidor e do interesse público.⁵⁴²

Para a dispensa, a CVM levará em consideração, de forma isolada ou cumulativamente, as condições relacionadas no § 1º do artigo 4º da referida Instrução, quais sejam, o valor unitário dos valores mobiliários ou o valor total da oferta; o plano de distribuição; as jurisdições envolvidas na distribuição; as

⁵³⁹ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 157.

⁵⁴⁰ *Idem.*

⁵⁴¹ *Ibid.*, p. 151.

⁵⁴² CVM. **Instrução CVM 400.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 11 set. 2018.

características da oferta; o público destinatário e se a oferta é direcionada exclusivamente a investidores qualificados.⁵⁴³

Desta forma, uma *ICO* que tenha por objetivo a oferta de distribuição de ativos virtuais com características de valores mobiliários, direcionada ao público em geral, em regra, deverá sujeitar-se às normas da tradicional *IPO*.

Deverá então, a companhia, obter o seu registro prévio junto à CVM, o registro prévio da oferta pública de distribuição de seus ativos virtuais e contar com uma instituição financeira habilitada para a intermediação da distribuição, sendo possível, inclusive, solicitar a dispensa de tais registros, de acordo com a legislação e a critério do regulador, admitir ou não a dispensa requerida pelo emissor.

Conforme foi visto alhures, as empresas que se interessam na emissão de *ICO* são geralmente empresas de pequeno porte, inovadoras e em estágio inicial. Estas empresas veem na *ICO*, uma forma alternativa de captação de recursos junto ao público menos burocrática, mais ágil e de menor custo ao modelo tradicional de *IPO*. Enquadrar a *ICO* nas normas da *IPO* desencoraja a captação de recursos por meio do mercado de capitais pelas empresas.

Assim, diante das dificuldades em empresas de pequeno porte seguirem as normas rígidas da tradicional *IPO*, a CVM editou em 2017 a Instrução CVM nº. 588/2017⁵⁴⁴, na qual objetiva a simplificação do processo e das condições para a emissão de valores mobiliários por empresas de pequeno porte que captam recursos através de plataformas eletrônicas de investimento participativo, denominado pelo instituto de *Crowdfunding*.

A regulação do *Crowdfunding* no âmbito do mercado de capitais não foi editada especificamente para a emissão de *ICO*, no entanto, dependendo das características da empresa emissora e da oferta, a regulação de *Crowdfunding* se apresenta como uma possibilidade mais viável ao enquadramento legal da *ICO* pelo instituto do *Crowdfunding*.

⁵⁴³ *Idem*.

⁵⁴⁴ CVM. **Instrução CVM nº. 588, de 13 de julho de 2017**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018.

Em retrospectiva, conforme estudado anteriormente⁵⁴⁵, o *Crowdfunding* em geral é caracterizado pelo financiamento de projetos e empresas por meio da colaboração pela multidão, através de plataformas eletrônicas disponíveis na rede mundial de computadores. Há quatro diferentes modalidades de *Crowdfunding*, quais sejam, a doação, a recompensa, o empréstimo e aquela baseada na participação de capital na sociedade financiada, cerne do presente estudo.

O *Crowdfunding* no âmbito do Mercado de Capitais é configurado pela captação de recursos para determinado projeto ou empresa, através de plataforma eletrônica na internet que possibilita o investimento por um grande número de indivíduos cuja contrapartida se dá pelo direito de participação, parceria ou remuneração.⁵⁴⁶

A modalidade de *Crowdfunding* do Mercado de Capitais é conhecida por *investment-based Crowdfunding*, na ocasião em que há a oferta pública e a distribuição de valores mobiliários em geral, ou por *equity Crowdfunding*, na situação em que se oferece somente títulos de participação.⁵⁴⁷

A este respeito, Najjarian⁵⁴⁸ faz uma análise inovadora ainda no ano de 2012, antes mesmo de a CVM editar a Instrução nº. 588/2017, na qual pretende esclarecer e identificar as modalidades de *Crowdfunding* subsumidas ao instituto valores mobiliários regulados pela Lei nº. 6.385/1976 de Mercado de Capitais, sendo relevante destacar:

- a. **Modalidade Doação**; esta modalidade não há como caracterizar-se como valor mobiliário, pois não está presente nenhuma das características deste instituto conforme descortinado no introito do presente parecer.
- b. **Modalidade Recompensa**; esta modalidade também, a nosso sentir, não há como subsumir-se no conceito de valor mobiliário para os efeitos do artigo 2º da Lei 6.385/76, pois o contratante não possui na contratação nenhuma intenção de receber qualquer tipo de remuneração, lucro, juros, etc. O contratante apenas participa com o escopo de viabilizar um empreendimento, show, CD, produto, serviço do qual irá apenas participar, mas não terá o condão de propiciar nenhum tipo de renda ao contratante;
- c. **Modalidade Empréstimo**, esta modalidade pode ser dividida em duas outras: Empréstimo **com promessa de juros ou outro tipo de**

⁵⁴⁵ O *Crowdfunding* foi estudado no Capítulo 3 com vistas ao empréstimo colaborativo (*peer-to-peer lending*).

⁵⁴⁶ CVM. **Audiência Pública SDM nº. 06/2016**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edita_l.pdf. Acesso em: 25 set. 2018.

⁵⁴⁷ *Idem*.

⁵⁴⁸ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **O Crowdfunding e a oferta pública de valores**. Revista FMU Direito. São Paulo, Ano 26, n. 37, p.48-55, 2012. ISSN: 2316-1515.

remuneração e sem promessa de juros ou qualquer outro tipo de remuneração; Se houver a promessa de juros ou qualquer outro tipo de rateio de lucros ou remuneração esta modalidade **poderá** subsumir-se no conceito de valor mobiliário para os efeitos do artigo 2º da Lei 6.385/76;

d. **Modalidade de Participação**, esta modalidade está relacionada com uma atividade, por exemplo, produção de um show, CD de música, ou outro produto. Esta modalidade seria a mais árdua para se identificar se a participação do contratante está realmente limitada a pagar apenas para participar do evento ou da realização do bem ou serviço, sem qualquer intuito lucrativo. Caso a participação do contratante tenha como contraprestação apenas a entrega de um bem, produto ou serviço, tal contrato telemático não será tipificado como valor mobiliário. Contudo, ao contrário: se além da participação, houver qualquer promessa no sentido de participação também nos lucros ou, em eventual “sobra” de recursos do empreendimento escopo do contrato, com juros ou ainda com promessa de qualquer tipo de vantagem pecuniária **poderá** haver a subsunção deste contrato telemático no inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/76.

Neste ponto, cabe distinguir no âmbito da Modalidade Empréstimo conceituada pela referida autora, a diferença entre uma oferta pública com promessa de juros ou rateio de lucros e o empréstimo baseado em juros. Enquanto que o primeiro é caracterizado pela emissão de valores mobiliários por meio de oferta pública com a promessa de juros ou participação nos lucros, este (empréstimo baseado em juros) se configura em um mútuo feneratício⁵⁴⁹, ou seja, um empréstimo cuja contrapartida se dá pela remuneração em juros pré-fixados – não havendo a emissão de valores mobiliários.

Em se tratando de empréstimo *peer-to-peer*, ou seja, aquele empréstimo realizado diretamente entre pessoas e por meio de plataforma eletrônica, a transação de empréstimo estará sujeita às normas do CMN e BCB, reguladas recentemente em 2018 pela Resolução nº. 4.656/2018.⁵⁵⁰

Adicionalmente, não há que se falar em valores mobiliários nas modalidades de doação e recompensa, porque na operação de doação não há contrapartida do financiamento realizado, nem mesmo o reembolso do valor doado e na recompensa, a contrapartida ocorre por meio do produto resultado do financiamento.⁵⁵¹

⁵⁴⁹ WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto, *op. cit.*, p. 75.

⁵⁵⁰ A Resolução nº. 4.656/2018 foi previamente estudada no Capítulo 3 do presente trabalho.

⁵⁵¹ CVM. **Audiência Pública SDM nº. 06/2016**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edita1.pdf. Acesso em: 25 set. 2018.

Coelho define a modalidade de *Crowdfunding* de participação, parceria ou remuneração como *Crowdfunding* de valores mobiliários e explica que esta modalidade é configurada através do financiamento realizado pela multidão, por meio de plataformas eletrônicas, cujo retorno do investimento se dá pelo direito de participação nos possíveis resultados do projeto ou pela participação direta nas quotas ou ações da empresa:

O sistema de valores mobiliários apresenta-se duas formas: ou pela participação dos apoiadores nos resultados que o projeto possa dar, ou pela participação direta nas quotas ou ações da empresa, caso uma seja efetivamente constituída. Por isso, esse modelo funciona a partir do chamamento de indivíduos para dar dinheiro a um determinado empreendimento em troca de uma parte dos lucros ou até mesmo a compra de valores mobiliários emitidos pela empresa. Nesse caso, a entrega de dinheiro pelos apoiadores pode ou não estar atrelada ao consumo do resultado do projeto investido, de forma que esse modelo de *crowdfunding* aproxima-se em muito às formas tradicionais de investimento em empresas.⁵⁵²

Além dos títulos de participação, a oferta poderá conferir ao investidor um título de dívida emitido pela empresa, como, uma debênture, motivo pelo qual *Crowdfunding* pode ser conhecido pelo termo *securities-based Crowdfunding* de acordo com Duarte. Entretanto, resta ressaltar que em ambos os casos estaremos diante de valores mobiliários:

O financiador financia uma sociedade subscrevendo uma participação no seu capital, ou por recurso a mecanismos de natureza contratual que conferem direitos relacionados com essa participação, configurando uma espécie de titularidade beneficiária de partes do capital e inerente *status socii*. Utiliza-se por vezes a expressão mais ampla de *securities-based crowdfunding* para incluir nesta modalidade a subscrição pela *crowd* de títulos de dívida emitidos por uma sociedade, o que faz sentido dada a proximidade do regime que será aplicável: sendo distribuídas ações e títulos de dívida, nos dois casos estaremos perante distribuição de valores mobiliários.⁵⁵³

A *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* classifica, porém, o *Crowdfunding* de participação pelo termo *Equity Crowdfunding (ECF)* e o define como a captação de recursos por empresas em estágio inicial ou *startups*, nas quais oferecem, principalmente, uma participação no capital social, o que possibilita ao investidor o recebimento de dividendos ou até mesmo a sua venda a posteriori:

⁵⁵² COELHO, Caio Sasaki Godeguez, *op. cit.*, p. 30-31.

⁵⁵³ DUARTE, Diogo Pereira. **Financiamento colaborativo de capital (equity-Crowdfunding)**. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). *Fintech: desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, 2017, p. 249.

O *ECF* é um modelo de negócios que permite que os indivíduos invistam em uma empresa, normalmente uma *startup* ou em estágio inicial, em troca de ações dessa empresa. Tradicionalmente limitada a investidores de risco e investidores-anjo, o *ECF* abriu investimentos em ações de empresas privadas para uma gama muito maior de investidores individuais. Os investidores podem receber retornos sobre seus investimentos de *Equity Crowdfunding* de dividendos, a venda da empresa ou através da venda de ações se a empresa for listada em uma bolsa de valores. Embora essa abordagem utilize a tecnologia para atrair investidores, a verdadeira novidade é que o tamanho das empresas envolvidas é menor do que as tipicamente associadas a uma *Oferta Pública de Valores Mobiliários (IPO)*.⁵⁵⁴

Em suma, apenas a modalidade de *Crowdfunding* de participação, na qual ofereça direito de participação, de parceria ou de remuneração é a que estará sujeita às normas do Mercado de Capitais, em consonância com a definição de valores mobiliários constante no artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976.

No Brasil, o *Crowdfunding* foi regulamentado pela CVM apenas em 2017, após consulta pública realizada entre 08 de agosto de 2016 a 06 de dezembro de 2016⁵⁵⁵, na qual resultou na Instrução CVM nº. 588, de 13 de julho de 2017 que “Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo”⁵⁵⁶.

A referida instrução é composta por nove capítulos e conta com cinquenta e dois artigos. O Capítulo I estabelece o âmbito e a finalidade da instrução; o Capítulo II dispõe sobre a oferta pública de distribuição por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo; o Capítulo III trata das informações da oferta pública realizada por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo; o Capítulo IV dispõe sobre a autorização para prestação de serviço

⁵⁵⁴ Tradução livre de: “*ECF is a business model that allows individuals to invest in a company, typically a start-up or early stage business, in exchange for shares of that company. Traditionally limited to venture capitalists and angel investors, ECF has opened up equity investing in private companies to a much wider range of individual investors. Investors may receive returns on their equity crowdfunding investments from dividends, the sale of the company, or through the sale of shares if the company becomes listed on a stock exchange. While this approach utilizes technology to attract investors, the real novelty is that the size of the companies involved is smaller than those typically associated with a public securities offering*”. In: IOSCO. **IOSCO Research Report on Financial Technologies (FinTech)**. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018, p. 10-11.

⁵⁵⁵ CVM. **Audiência Pública SDM nº. 06/2016**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edita_l.pdf. Acesso em: 25 set. 2018.

⁵⁵⁶ CVM. **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018.

de plataforma eletrônica de investimento participativo; o Capítulo V estabelece as regras de conduta das plataformas eletrônicas de investimento participativo; o Capítulo VI regula o sindicato de investimento participativo; o Capítulo VII dispõe sobre a manutenção de arquivos; o Capítulo VIII caracteriza a responsabilidade dos administradores e o Capítulo IX trata das disposições finais e transitórias.⁵⁵⁷

Em seu primeiro artigo, a Instrução CVM nº. 588, de 13 de julho de 2017, estabelece seu escopo de atuação, sendo aplicável à oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizada exclusivamente através de plataforma eletrônica de investimento participativo, com dispensa de registro e com vistas a assegurar a proteção de investidores e permitir a captação pública pelas empresas de pequeno porte.⁵⁵⁸

Logo, o objetivo da Instrução CVM nº. 588/2017 é de contribuir com a formação de capital de sociedades empresárias de pequeno porte através da simplificação do processo de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no qual dispensa, automaticamente, o registro do emissor e da oferta, mas sem perder de vista a proteção de investidores.

Assim como a Instrução procurou definir o que é *Crowdfunding* e o seu âmbito de normatização, igualmente preocupou-se em estabelecer o que está fora de escopo de sua atuação.

No § 1º do artigo 1º, a Instrução estabelece que “Não se aplica à oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários”. Significa dizer que as regras estipuladas às *IPO's* tradicionais não são aplicáveis ao *Crowdfunding*.⁵⁵⁹

Não faz parte do escopo da referida Instrução a “atividade de empréstimos concedidos por pessoas físicas a pessoas físicas ou jurídicas por meio da rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, que não envolva a emissão de valores mobiliários”, em alusão ao *peer-to-peer lending*, que é o *Crowdfunding* baseado em empréstimo, regulamentado pelo CMN e BCB através da Resolução nº. 4.656/2018.⁵⁶⁰

⁵⁵⁷ *Idem.*

⁵⁵⁸ *Idem.*

⁵⁵⁹ *Idem.*

⁵⁶⁰ *Idem.*

Outra exclusão do âmbito de atuação da CVM está ligada ao *Crowdfunding* configurado pela doação ou pelo retorno de capital por meio de brindes e recompensas ou bens e serviços, conforme § 1º do artigo 2º.⁵⁶¹

Ainda em seu artigo 2º, a Instrução CVM nº. 588/2017 preocupou-se em esclarecer o conceito adotado pelo regulador sobre o instituto do *Crowdfunding* do Mercado de Capitais, sendo importante destacá-lo:⁵⁶²

Crowdfunding de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução;

Note-se que a definição de *Crowdfunding* dada pela referida Instrução possui atributos nos quais são importantes definir, ainda conforme seu artigo 2º:⁵⁶³

i) *Oferta Pública de Valores Mobiliários (IPO)*: é a oferta pública de valores mobiliários realizada por empresas de pequeno porte através de plataforma eletrônica, direcionada a uma pluralidade de investidores;

ii) *Sociedades empresárias de pequeno porte*: referem-se a empresas regularmente constituídas no Brasil, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, desde que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM;

iii) *Plataforma eletrônica de investimento participativo*: empresas regularmente constituída no Brasil e registradas na CVM com a devida autorização para exercer de forma profissional a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme a própria Instrução, e apenas através de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que possibilite o encontro virtual entre investidores e emissores.

⁵⁶¹ *Idem.*

⁵⁶² *Idem.*

⁵⁶³ *Idem.*

Para que a *IPO* via *Crowdfunding* seja automaticamente dispensada de registro na CVM, a plataforma eletrônica deverá cumprir com as seguintes exigências, de acordo com o artigo 3º da Instrução:⁵⁶⁴

i) a captação ser limitada a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), com prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias;

ii) prever período de, no mínimo, sete dias para desistência do investidor, isenta de qualquer multa ou penalidades;

iii) o emissor deve ser sociedade empresária de pequeno porte;

iv) a oferta deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM e conforme procedimentos descritos no artigo 5º da Instrução;

v) os recursos captados não serem utilizados para: a) fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades; b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades; ou c) concessão de crédito a outras sociedades.⁵⁶⁵

Além dos limites máximos impostos para a captação e para o capital social da empresa emissora, também foram previstos limites máximos de investimento aos investidores, qual seja, o total de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, de acordo com o artigo 4º, com vistas principalmente à proteção do investidor comum.⁵⁶⁶

Porém, admitiu-se a possibilidade de três exceções relacionadas à investidores sofisticados, que possuem conhecimentos avançados em investimentos e capital elevado: i) em caso de investidor líder; ii) em caso de investidor qualificado; e iii) em caso de investidor cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no *caput* pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário.⁵⁶⁷

A dispensa de registro de oferta da empresa emissora não significa que a plataforma eletrônica poderá funcionar sem autorização prévia da CVM. A

⁵⁶⁴ *Idem.*

⁵⁶⁵ *Idem.*

⁵⁶⁶ *Idem.*

⁵⁶⁷ *Idem.*

plataforma eletrônica deve ser registrada na CVM para que possa exercer a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro, exclusivamente em ambiente virtual, de acordo com o artigo 2º, inciso II da Instrução CVM nº. 588/2017.⁵⁶⁸

Os procedimentos a serem adotados pela plataforma eletrônica, descritos no artigo 5º⁵⁶⁹ da Instrução, giram em torno do consentimento formal dos investidores em relação à participação na oferta; da ampla divulgação de informações relacionadas às ofertas aos investidores através de página dedicada na Internet para cada oferta em curso; da divulgação do encerramento da oferta; e da transferência de recursos captados às empresas emissoras ou sua devolução aos investidores.

Outro procedimento importante a ser seguido pela plataforma eletrônica é de transferir, em até cinco dias úteis do encerramento da oferta, o montante captado para a empresa emissora, em caso de ter sido atingido o valor mínimo de captação da oferta, ou aos investidores, caso o valor mínimo de captação não tenha sido atingido, conforme artigo 5º, inciso V da citada instrução.⁵⁷⁰

⁵⁶⁸ *Idem.*

⁵⁶⁹ Nos termos do artigo 5º da Instrução CVM nº. 588/2017: “I – todos os investidores devem firmar termo de adesão e ciência de risco, nos termos do art. 19, IV; II – para cada oferta em andamento, a plataforma deve manter, nos termos do art. 18, uma página na rede mundial de computadores, nos programas, aplicativos ou outros meios eletrônicos disponibilizados, informando o montante total correspondente ao investimento confirmado, de modo que seja possível comparar diariamente este valor com os valores alvo mínimo e máximo de captação; III – é admitida a distribuição parcial, com o estabelecimento de valores alvo mínimo e máximo de captação, sendo que o valor alvo mínimo deve ser igual ou superior a 2/3 (dois terços) do valor alvo máximo; IV – na hipótese de sucesso da oferta, a plataforma deve divulgar o seu encerramento em sua página na rede mundial de computadores, sem restrições de acesso, utilizando para tal o modelo constante do Anexo 5-IV a esta Instrução; e V – em até 5 (cinco) dias úteis após a data do encerramento da oferta, a plataforma deve tomar as providências necessárias para que seja realizada a transferência do montante final investido para: a) a sociedade empresária de pequeno porte, na hipótese do montante final investido nos termos desta Instrução atingir o valor alvo mínimo de captação; ou b) os investidores, na hipótese do montante final investido nos termos desta Instrução não atingir o valor alvo mínimo de captação.

§ 1º Os montantes transferidos pelos investidores não podem transitar por contas correntes: I – mantidas em nome da plataforma; II – mantidas em nome de sócios, administradores, e pessoas ligadas à plataforma; ou III – mantidas em nome de empresas controladas pelas pessoas mencionadas nos incisos I e II deste parágrafo; IV – mantidas em nome do investidor líder; V – mantidas em nome dos sócios, administradores e pessoas vinculadas ao investidor líder, se este for pessoa jurídica; e VI – mantidas em nome de empresas controladas pelo investidor líder ou por seus sócios, administradores e pessoas vinculadas, se este for pessoa jurídica. § 2º Os montantes disponibilizados pelos investidores somente podem ser depositados na conta corrente do emissor após o encerramento e a confirmação do êxito da oferta.”

⁵⁷⁰ CVM. **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018.

Por ser a atividade de coleta habitual de recursos de terceiros uma atividade privativa de instituição financeira, há determinação expressa de que os recursos aplicados pelos investidores não transitem por: contas correntes de titularidade da plataforma eletrônica ou de seus sócios, administradores, e pessoas ligadas à plataforma ou em nome de empresas controladas por estas pessoas mencionadas; contas de titularidade do investidor líder ou em nome de sócios, administradores e pessoas a ele vinculadas; contas de titularidade de empresas controladas pelo investidor líder ou por seus sócios, administradores e pessoas vinculadas. Ademais, o montante captado somente pode ser depositado na conta corrente do emissor após o encerramento e o sucesso da oferta.⁵⁷¹

Além de sua função principal de aproximar empresas emissoras aos investidores, as plataformas eletrônicas de distribuição de valores mobiliários têm o papel fundamental de divulgação de informações sobre as empresas emissoras e suas ofertas, bem como cumprir com as exigências da CVM e assumir um conjunto de responsabilidades perante investidores e o regulador, atuando assim, como um verdadeiro *gatekeeper*, papel relevante em decorrência da dispensa automática de registro.⁵⁷²

Para a obtenção e manutenção do registro na CVM, a plataforma eletrônica deve cumprir, em suma, os seguintes requisitos, de acordo com artigo 13 da Instrução: i) ser pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil, registrada no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; ii) possuir capital integralizado de no mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais); iii) dispor de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados⁵⁷³; e iv)

⁵⁷¹ *Idem*.

⁵⁷² CVM. **Audiência Pública SDM nº. 06/2016**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edita_l.pdf. Acesso em: 25 set. 2018.

⁵⁷³ Nos termos do inciso II, § 1º do artigo 13 da Instrução CVM nº. 588/2017: “dispor de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados e passíveis de verificação para: a) efetuar a identificação do investidor e da sua qualificação, nos termos do art. 4º, incluindo a guarda das declarações dos investidores; b) efetuar o registro da participação do investidor na oferta nos termos do art. 19, III; c) obter e garantir a guarda do termo de ciência de risco firmado pelo investidor nos termos do art. 19, IV; d) operar os fóruns eletrônicos de discussão exigidos pelo art. 19, VI, com a respectiva identificação de remetente e guarda de todas as mensagens; e) divulgar as informações aos investidores requeridas por esta Instrução; f) atender reclamações dos investidores, nos termos do art. 19, XI; e g) assegurar que os investimentos realizados por meio da plataforma sejam efetuados de forma segregada, de modo que não se comuniquem com o patrimônio: 1. da plataforma; 2. de seus sócios, administradores e pessoas ligadas, 3. de empresas controladas pela plataforma ou por seus sócios, administradores e pessoas ligadas; 4. do investidor líder; 5. dos sócios, administradores e pessoas vinculadas ao investidor líder, se este

elaborar um código de conduta aplicável a seus sócios, administradores e funcionários, de modo a contemplar os possíveis conflitos de interesse, os termos de participação nas ofertas, a aderência à legislação, bem como as regras, procedimentos e controles para a identificação e mitigação dos riscos e práticas relacionados à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.⁵⁷⁴

Em relação aos administradores da plataforma eletrônica, devem atender às seguintes exigências, de acordo com o § 2º do artigo 13:⁵⁷⁵

- I – ser domiciliados no Brasil;
 - II – ter reputação ilibada;
 - III – não estar inabilitados ou suspensos para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC;
 - IV – não haver sido condenados por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação;
 - V – não ter sofrido, nos últimos 5 (cinco) anos, punição em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do Banco Central do Brasil, da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.
- § 3º Os sócios da plataforma devem atender aos requisitos constantes dos incisos II a V do § 2º deste artigo.

Ademais, as informações relativas às ofertas devem ser divulgadas de maneira isonômica a todos os destinatários, conforme artigo 18 da Instrução.

Entre os deveres impostos pelo regulador às plataformas eletrônicas, na Seção I do Capítulo V consta a responsabilização da plataforma pela falta de diligência ou omissão na garantia de que as sociedades emissoras sejam regularmente constituídas e que atendam aos requisitos da instrução; na garantia de que as informações prestadas pela empresa emissora ou investidor líder sejam verdadeiras, corretas e suficientes para a tomada da decisão dos investidores; que os valores mobiliários a serem emitidos estejam conforme o tipo empresarial

for pessoa jurídica; 6. de empresas controladas pelo investidor líder ou por seus sócios, administradores e pessoas vinculadas, se este for pessoa jurídica; e 7. da sociedade empresária de pequeno porte até o encerramento da oferta que alcance o valor alvo mínimo de captação;”.

⁵⁷⁴ CVM. **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018.

⁵⁷⁵ *Idem*.

da sociedade emissora; as garantias aos investidores devem ser previstas em contrato ou escritura com relação aos valores mobiliários adquiridos⁵⁷⁶.⁵⁷⁷

É obrigação da plataforma eletrônica, ainda, divulgar, com destaque, eventuais conflitos de interesse; manter registros de cada investidor nas ofertas; obter a assinatura de termo de ciência de risco no qual deve constar a possibilidade de perda total do investimento, o risco de crédito da sociedade emissora, dificuldades de alienação dos valores mobiliários de empresas não registradas na CVM e de que não há obrigação em a sociedade emissora transformar-se em sociedade anônima, conforme artigo 19, incisos II, III e IV.⁵⁷⁸

Qualquer fato ou irregularidade que justifique a suspensão ou cancelamento da oferta, a plataforma eletrônica deve suspendê-la e comunicar a CVM. Deve ser mantido fórum eletrônico de discussão e dúvidas para cada oferta, restrito aos investidores desta, manter serviço de atendimento ao investidor, bem como manter o sigilo das operações financeiras de seus clientes, ainda conforme artigo 19 da referida instrução.⁵⁷⁹

Um material didático deve ser elaborado e disponibilizado aos possíveis investidores de modo a fornecer informações e orientações, de acordo com o artigo 25 da citada Instrução, tais como: os procedimentos da oferta; as restrições de investimento individuais; os termos técnicos utilizados em contratos ou escrituras; o risco de investimento, inclusive com perda total do capital investido;

⁵⁷⁶ Nos termos alíneas d a i, inciso I do artigo 19 da Instrução CVM nº. 588/2017:

“d) o contrato ou a escritura garanta aos investidores o direito de conversão, conforme manifestação do investidor, dos valores mobiliários em participação na sociedade empresária de pequeno porte até o seu vencimento, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis; e) o contrato ou a escritura garanta a proibição de resgate antecipado sem anuência do credor, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis; f) o contrato ou a escritura garanta aos investidores o direito de alienação conjunta, nos mesmos termos e a igual preço àqueles oferecidos aos controladores das ações, instrumentos ou quotas resultantes da conversão dos valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução, na hipótese de ser formulada oferta vinculante aos controladores para alienar, direta ou indiretamente, o controle da sociedade empresária de pequeno porte; g) quando aplicável, as informações prestadas pelo investidor líder sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; h) na hipótese do investidor líder alienar, no todo ou em parte, seu investimento na sociedade empresária de pequeno porte, exista estipulação contratual que garanta o direito dos demais investidores apoiadores do sindicato de alienação conjunta dos valores mobiliários, nos mesmos termos e por igual preço àqueles oferecidos ao líder;”.

⁵⁷⁷ CVM. **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018.

⁵⁷⁸ *Idem*.

⁵⁷⁹ *Idem*.

a indicação de diversificação de investimento como uma forma de mitigação de riscos; as taxas de mortalidade das sociedades empresárias de pequeno porte; os prazos de retorno esperados para este tipo de investimento; a falta de liquidez do valor mobiliário; dificuldades de apreçamento após a oferta; a ausência de obrigatoriedade de apresentação de demonstrações contábeis; a informação de que os valores mobiliários não serão guardados por empresa custodiante se não contratado o serviço pela empresa emissora e suas implicações; as formas de funcionamento do sindicato de investimento participativo e seus custos, caso aplicável; o método de cálculo da taxa de desempenho da plataforma eletrônica e ao investidor líder, se aplicável; procedimento para encaminhamento de consultas e reclamações à plataforma e endereço eletrônico do Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC) da CVM para o envio de denúncias.⁵⁸⁰

O material didático deverá estar disponível ao público em geral na plataforma eletrônica, bem como deverá ser encaminhado eletronicamente aos investidores interessados nas ofertas.⁵⁸¹

O artigo 27 da Instrução estabelece que as plataformas eletrônicas deverão enviar à CVM informações sobre a sociedade emissora e sobre a oferta, além de encaminhar tanto na data de início de cada oferta⁵⁸², quanto anualmente, um relatório contendo informações da plataforma eletrônica e de todas as ofertas realizadas⁵⁸³. Estes documentos são uma forma de monitoramento pelo regulador.⁵⁸⁴

As vedações às plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários, foram previstas no artigo 28 da Instrução, entre quais é relevante ressaltar: i) realizar a procura de investidores e subscritores fora do ambiente da plataforma eletrônica, por exemplo, em loja física ou por contato telefônico; ii) prometer rendimentos ou fazer recomendações aos investidores; iii) realizar atividades privativas de instituições financeiras; iv) realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de

⁵⁸⁰ *Idem.*

⁵⁸¹ *Idem.*

⁵⁸² Anexo 27-I da Instrução CVM nº. 588/2017.

⁵⁸³ Anexo 27-II da Instrução CVM nº. 588/2017.

⁵⁸⁴ CVM. **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018.

valores mobiliários; v) realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários; vi) realizar a custódia de valores mobiliários de investidores; vii) conceder crédito aos investidores e/ou sociedades emissoras de pequeno porte; viii) solicitar transferência de recursos antes do início da oferta; ix) deter, anteriormente à oferta, conforme inciso XVII do artigo 28 da Instrução, a “participação superior a 20% (vinte por cento) do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública, exceto na hipótese de oferta subsequente ou de oferta da própria plataforma como sociedade empresária de pequeno porte”.⁵⁸⁵

Todos os documentos e informações exigidas pela Instrução CVM nº. 588/2017 deverão ser mantidos pelas plataformas eletrônicas durante, no mínimo, 5 (cinco) anos ou por prazo superior determinado pela CVM, contados a partir do encerramento da oferta.⁵⁸⁶

As obrigações impostas às plataformas eletrônicas e às sociedades empresárias de pequeno porte são deveres que devem ser zelados pelos seus respectivos administradores, conforme estabelecem os artigos 39 e 40 da Instrução.⁵⁸⁷

Assim, como estudado anteriormente, constata-se que apesar de a Instrução CVM nº. 588/2017 simplificar o processo de *IPO*, principalmente dispensando de registro empresas emissoras e ofertas, o regulador preocupou-se em manter o mínimo de controle sob as plataformas eletrônicas de investimento colaborativo através de autorização prévia, do envio de informações periódicas, da estipulação de capital mínimo integralizado como uma forma de garantia de adoção das melhores tecnologias e procedimentos necessários à este tipo de mercado.

Estipulou valores máximos de captação pelas empresas emissoras e valores máximos de aplicação pelos investidores de acordo com seu perfil, determinou deveres, vedações e responsabilidades às plataformas eletrônicas, inclusive impondo a ampla divulgação e ciência de informações relacionadas às

⁵⁸⁵ *Idem.*

⁵⁸⁶ *Idem.*

⁵⁸⁷ *Idem.*

plataformas eletrônicas, às empresas emissoras e às ofertas de distribuição de valores mobiliários ao público, bem como das condições e riscos do investimento.

Relatório publicado pela CVM, em 22 de agosto de 2018, demonstra o total de 9 (nove) plataformas eletrônicas registradas na CVM até aquele momento, todas ocorridas a partir do ano de 2018.⁵⁸⁸

Em suma, verifica-se as seguintes reflexões para que uma *ICO* seja enquadrada pela regulamentação de *Crowdfunding*, de acordo com a Instrução CVM nº.588/2017:

- i) A empresa emissora de ativos virtuais deve possuir o capital social de até R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais);
- ii) O limite máximo de captação pelas empresas emissoras de ativos virtuais é de até R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais);
- iii) O limite de aplicação por investidor comum é de até R\$10.000,00 (dez mil reais);
- iv) A plataforma eletrônica deve integralizar o montante mínimo de R\$100.000,00 (cem mil reais).

Percebe-se que uma empresa emissora de ativos virtuais por meio de *ICO*, na hipótese de configuração da *ICO* como *Crowdfunding*, seria ao mesmo tempo configurada como uma plataforma eletrônica de investimento participativo e uma sociedade empresária de pequeno porte, devendo suportar todas as exigências e responsabilidades inerentes à estes dois tipos de empresa definidos pela Instrução CVM nº. 588/2017.

Portanto, para que uma *ICO* seja subsumida ao instituto do *Crowdfunding*, tanto a empresa emissora de *ICO* quanto sua oferta deverão cumprir com os requisitos dispostos na Instrução CVM nº. 588/2017, caso contrário, a empresa necessariamente deverá sujeitar-se à regulamentação da tradicional *IPO*.

Ademais, uma empresa emissora que deseje captar montante superior a R\$5.000.000,00 (cinco milhões) deverá seguir as normas da *IPO*.

⁵⁸⁸ São elas: UBER.ME; EQSEED LTDA.; MYFIRSTIPO; STARTMEUP; GLEBBA; KRIA; CFG; BLOXS; FINCO INVEST. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_Crowdfunding/Plataformas-eletronicas-de-investimento-participativo-Crowdfunding.html. Acesso em: 02 out. 2018.

É importante ressaltar que a Instrução CVM nº. 588/2017 proíbe expressamente em seu artigo 28, inciso X, a realização de atividade de intermediação secundária de valores mobiliários pela plataforma eletrônica de investimento participativo. Desta forma, percebe-se que “os investidores não têm qualquer garantia de desinvestimento, o que significa que, neste caso, não terão retorno do capital investido”⁵⁸⁹.

Nota-se que o mercado secundário de bolsa de valores e de balcão é de extrema importância aos investidores, por proporcionar a liquidez dos valores mobiliários, e para o próprio sucesso e efetividade do mercado primário, uma vez que o mercado secundário estimula a captação de recursos pelo mercado primário, um sistema de retroalimentação:

Poucos investidores se interessariam em adquirir ações em uma oferta pública, se não existisse um mercado organizado em que pudessem se desfazer de seus investimentos a qualquer tempo. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria ineficiente no que diz respeito ao encontro de propostas, à definição de preços, transparência e divulgação das informações, segurança na liquidação, entre outros. Os mercados de bolsa e balcão buscam justamente eliminar essa ineficiência.⁵⁹⁰

De qualquer modo, verifica-se que a CVM evoluiu com a regulação do *Crowdfunding*, pois procurou compatibilizar o fomento às inovações tecnológicas contemporâneas e empreendimentos, à proteção do investidor e do Mercado de Capitais, contribuindo com o desenvolvimento econômico do País.

O quadro comparativo a seguir demonstra as diferenças entre a *IPO* e o *Crowdfunding*:

⁵⁸⁹ DUARTE, Diogo Pereira, *op. cit.*, p. 264.

⁵⁹⁰ CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3 ed. Rio de Janeiro, 201, p. 230. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 05 set. 2018.

Tabela 2 – Comparativo entre a Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (IPO) e o Crowdfunding

<i>Initial Coin Offering (ICO)</i>		
	Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (IPO)	Crowdfunding
Regulação	ICVM nº. 400/2003 ⁵⁹¹ , principalmente	ICVM nº. 588/2017 ⁵⁹²
Emissor	Sociedade Anônima	Sociedades empresárias de pequeno porte, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)
Registro da Empresa na CVM	Necessário o registro da empresa emissora com possibilidade de dispensa	Necessária a autorização da Plataforma Eletrônica na CVM
Registro da Oferta Pública na CVM	Necessário, com possibilidade de dispensa	Não necessário
Local de Emissão	Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão se a oferta pública	Plataforma Eletrônica
Montante mínimo de Capital Social integralizado	Não há	Plataforma eletrônica deverá dispor de capital social integralizado mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais)
Limite de Captação pela empresa	Não há	Captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) ano-calendário
Limite de aplicação por Investidor	Não há	Investimento limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por investidor e por ano-calendário, exceto no caso de investidor líder, qualificado ou cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais)
Intermediários envolvidos na Emissão	Instituição financeira para a distribuição de valores mobiliários e	Plataforma Eletrônica

⁵⁹¹ CVM. **Instrução CVM nº. 400, de 29 de dezembro de 2003**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid.pdf>. Acesso em: 11 set. 2018.

⁵⁹² CVM. **Instrução CVM nº. 588, de 13 de julho de 2017**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018.

	Bolsa de Valores, se não houver dispensa	
Mercado Secundário	Através de registro na CVM	Proibida a intermediação secundária pela plataforma eletrônica de investimento participativo

Fonte: Elaborada pela autora.

A implicação decorrente tanto da dispensa de registro da *IPO* quanto da dispensa automática das ofertas via *Crowdfunding* está relacionada à falta de liquidez dos valores mobiliários e ativos virtuais classificados como tal, uma vez que apenas poderão ser submetidos à negociação no Mercado Secundário de Bolsa e Balcão mediante registro da empresa emissora e da oferta pública perante à CVM, conforme a Lei nº. 6.404/1976⁵⁹³ e a Lei nº. 6.385/1976⁵⁹⁴.

Portanto, identificam-se certas dificuldades na aplicação das normas da tradicional *IPO* e do *Crowdfunding* à *ICO*, uma vez que tais normas não foram criadas especificamente para regular a *ICO*.

Em suma, uma *ICO*, dependendo de suas características, pode ser classificada como uma captação de recursos não sujeita ao Mercado de Capitais ou uma captação de recursos pela emissão de ativos virtuais definidos como valores mobiliários, sujeitos assim: i) à regulação da *IPO*, especialmente pelas normas contidas na Instrução CVM nº. 400/2003; ou ii) à regulação de *Crowdfunding*, por meio da Instrução CVM nº. 588/2017.

A nosso sentir, o instituto que mais se aproxima à realidade das *startups* e empresas em estágio inicial no processo de captação de recursos no mercado de capitais junto ao público investidor por meio da *ICO* seria o *Crowdfunding*, pois a legislação é simplificada e menos burocrática.

A despeito da limitação de valores de captação pelas empresas emissoras de *ICO* e dos limites de aplicação pelos investidores impostos pela regulação de *Crowdfunding*, estes mostram-se adequados em decorrência do estágio e do porte da empresa, assim como pelo risco associado à atividade a ser suportado

⁵⁹³ Nos termos do artigo 4º, § 1º da Lei nº. 6.404/1976: “Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no Mercado de Valores Mobiliários.”

⁵⁹⁴ Nos termos do artigo 21 da Lei nº. 6.385/1976: “A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: I - o registro para negociação na bolsa; II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.”

pelos investidores. Salienda-se que as empresas poderiam elevar o montante de captação através da combinação da emissão de *ICO* com outras formas tradicionais de captação de recursos existentes no Mercado Financeiro.

Por fim, cabe ressaltar as consequências nas esferas administrativa, civil e penal, da realização de distribuição pública de valores mobiliários sem o prévio registro na CVM.

No âmbito administrativo, a CVM poderá cancelar ou suspender a oferta pública não registrada previamente, que seja fraudulenta ou ilegal ou até mesmo que esteja ocorrendo de forma contrária ao que consta em seu registro ou mediante informações falsas, conforme disposto no artigo 20 da Lei nº. 6.385/1976, no artigo 19 da Instrução CVM nº. 400/2003 e no artigo 6º da Instrução CVM nº. 588/2017.⁵⁹⁵

A Lei nº. 6.385/1976 em seu artigo 11 adicionalmente prevê a aplicação de penalidades pela CVM aos infratores das normas contidas na Lei nº. 6.385/1976, na qual dispõe sobre o Mercado de Capitais e na Lei nº. 6.404/1976, que dispõe sobre sociedades por ações, bem como em resoluções editadas pelo regulador. As penalidades contemplam, de forma cumulativa ou não, advertência, multa, inabilitação temporária, suspensão da autorização ou registro e proibição temporária para exercício de atividades no Mercado de Capitais.⁵⁹⁶

⁵⁹⁵ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 175.

⁵⁹⁶ Nos termos do artigo 11 da Lei nº. 6.385/1976: "A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

I - advertência; II - multa; III - (revogado); (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no Mercado de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)".

Na esfera civil, a companhia e seus administradores são responsáveis diretos pelos prejuízos causados aos investidores, inclusive com presunção de culpa do ofertante.⁵⁹⁷

No âmbito penal, o artigo 7º da Lei nº. 7.492/1986⁵⁹⁸, na qual dispõe sobre os crimes contra o SFN, tipifica como crime, a emissão, o oferecimento ou a negociação de valores mobiliários falsos ou falsificados, sem registro prévio da emissão, em condições divergentes ao registro ou sem autorização prévia da autoridade competente.⁵⁹⁹

⁵⁹⁷ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 176-177.

⁵⁹⁸ Nos termos do artigo 7º da Lei nº. 7.492/1986: “Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: I - falsos ou falsificados; II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados; III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação; IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida: Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa.”.

⁵⁹⁹ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *op. cit.*, p. 177.

CONCLUSÕES

A presente dissertação assumiu como propósito compreender o comportamento do Direito brasileiro diante das transformações tecnológicas contemporâneas no Mercado Financeiro e no Mercado de Capitais, especialmente em relação às empresas de *fintech* do segmento de empréstimo entre pessoas (*peer-to-peer lending*) e às *fintechs* do segmento de criptomoedas e criptoativos.

Partiu-se de uma revisão da literatura de cunho tecnológico, econômico e jurídico acerca dos temas propostos, seguida pela análise de casos concretos para, posteriormente, enquadrá-los na legislação brasileira.

Devido ao ineditismo do tema e aos aspectos tecnológicos inovadores, a dificuldade residiu em encontrar literatura nacional específica sobre o assunto, principalmente em relação às novas regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no âmbito do *Crowdfunding* e do Conselho Monetário Nacional (CMN), executada e fiscalizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), em relação ao empréstimo entre pessoas, ocorridas entre 2017 e 2018, respectivamente.

Portanto, o estudo socorreu-se de literatura internacional e pela análise de institutos jurídicos mais próximos ao objeto analisado. A intenção desta pesquisa não é de esgotar o tema.

Inicialmente, havia o entendimento geral de que as *fintechs* consistiam em empresas de tecnologia voltadas ao Mercado Financeiro, no entanto, a pesquisa revelou que as *fintechs* são inovações tecnológicas disruptivas capazes de gerar efeitos nos mercados, instituições e serviços financeiros, sem, necessariamente, constituir uma sociedade empresarial, como, o Sistema *Bitcoin*.

A mudança de paradigma provocada pelas *fintechs* situa-se na maneira inovadora como os serviços são ofertados ao cliente final, a custos mais baixos, e, principalmente, na desintermediação do Mercado Financeiro, característica da modernidade líquida de Bauman, segmento altamente estruturado, regulado e controlado, calcado na presença intensa de instituições intermediárias para a prestação de serviços financeiros.

A nova realidade trouxe e continua trazendo desafios aos reguladores pelo mundo, impondo legislações mais simples e flexíveis adequadas à nova economia baseada na informação e nas tecnologias da informação, de modo a

garantir a segurança jurídica, incentivar a concorrência e o desenvolvimento do País, porém, sem perder de vista a proteção de consumidores e de investidores.

O primeiro objeto de análise da dissertação consistiu na empresa de *fintech* do segmento de empréstimos entre pessoas, o *peer-to-peer lending*, que é aquele realizado diretamente entre as pessoas, física ou jurídica, por meio de plataforma eletrônica na Internet, classificado como uma das modalidades de *Crowdfunding*, qual seja o *loan-based Crowdfunding*, devido à possibilidade de uma pessoa ser financiada por uma pluralidade de credores.

A legislação brasileira caracteriza a atividade de empréstimo no mercado de crédito como privativa de instituições financeiras, sob pena de configuração do crime contra o Sistema Financeiro Nacional (SFN) por aquele que faz operar sem a devida autorização, como no caso da empresa de *fintech* FairPlace em 2010.

Uma alternativa jurídica legal para a operacionalização *peer-to-peer lending* por empresas de tecnologia foi através da figura de correspondente bancário, regulado no passado pelo BCB com vistas à pulverização dos serviços financeiros em regiões remotas. Porém, neste modelo, exige-se a presença de uma instituição financeira parceira da empresa da plataforma tecnológica para a concretização do empréstimo, sendo conhecido este arranjo operacional legal por *marketplace lending*.

Em 2018, o CMN finalmente evoluiu por meio da edição da Resolução nº. 4.656/2018, a qual regulamentou o *peer-to-peer lending* em sentido estrito. As normas mais simples, flexíveis e adaptadas ao modelo de negócio, autorizam a própria empresa de *fintech* a funcionar como instituição financeira, na forma de sociedade anônima, pela figura de Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), sob a supervisão do BCB. Assim, as *fintechs* poderão eliminar de sua cadeia de valor o intermediário financeiro parceiro, o que permite maior liberdade na gestão de seu negócio e a expectativa de aumento de sua margem de lucro.

A referida Resolução enfoca o escopo e os limites de atuação das SEP's, a transparência nas informações ao público, a ciência dos investidores quanto aos riscos da operação, limita o valor máximo de investimento pelo credor, como uma forma de mitigação da exposição aos riscos, bem como veda à SEP o empréstimo e o financiamento com recursos próprios.

Entretanto, a recente publicação da Resolução nº. 4.656/2018 carece de reflexões críticas aprofundadas e a mensuração de sua efetividade no mercado, principalmente em relação aos novos custos inerentes ao *compliance* de instituição financeira. Desta forma, sugerimos um estudo futuro quantitativo específico para avaliar os resultados obtidos pela intervenção estatal voltada ao *peer-to-peer lending* em sentido estrito no Brasil.

A tecnologia *Blockchain*, capitaneada pelo Sistema *Bitcoin*, foi outra modalidade de *fintech* analisada no segmento de criptomoedas e criptoativos. A tecnologia desenvolvida por programadores de computador em rede de colaboração pelo mundo, projetada, inicialmente, para pagamentos e transferências eletrônicas sem a necessidade de qualquer autoridade ou instituição intermediária, possui como características a descentralização, a distribuição, a segurança e a privacidade por meio da criptografia.

A criptomoeda *Bitcoin*, reconhecida pelos reguladores como moeda virtual, é emitida pelo Sistema *Bitcoin* e, apesar de possuir características de moeda na acepção econômica e social, não constitui moeda no âmbito legal. No Brasil, a moeda oficial munida de curso legal, de curso forçado e de poder liberatório é a denominada Real, aquela emitida pelo BCB e reconhecida por lei.

Assim, apesar de não ser reconhecida como moeda pelo sistema jurídico brasileiro, atualmente, o seu uso não é ilegal. As criptomoedas em sua função de meio de pagamento e transferência de recursos podem ser classificadas como moedas paralelas concorrentes à moeda oficial nacional, emitidas por agentes privados.

Igualmente, apesar de a criptomoeda ser utilizada como meio de pagamento na aquisição de produtos e serviços, não constitui moeda eletrônica porque possui denominação própria diferente das moedas emitidas por países soberanos. A tentativa de regulá-la no âmbito do arranjo de pagamentos fiscalizado pelo BCB não deve prosperar, na medida em que a estrutura de arranjo de pagamentos é composta por instituições organizadoras do arranjo e por diversas instituições de pagamento, legalmente constituídas, ao passo que o Sistema *Bitcoin* é um código-fonte construído em rede de colaboração mundial e sem intermediários, descentralizado e distribuído, com mecanismos de segurança e privacidade que dificultam a identificação do usuário.

Tipificar como crime a emissão, a comercialização, a intermediação e a aceitação de criptomoedas, a nosso ver, não seria uma medida assertiva. Primeiramente pelas suas características técnicas que dificultam a identificação da pessoa e a jurisdição por envolver diversos países, e, de outra banda, em relação ao fomento da economia e sua contribuição para o desenvolvimento do País através de novos empreendimentos. Inclusive, neste sentido, a Receita Federal do Brasil (RFB) já se manifestou em supervisionar e em tributar as moedas virtuais pelo imposto de renda sobre o ganho de capital, o que gera mais uma fonte de receita ao governo.

Neste sentido, a criptomoeda, enquanto meio de pagamento, se enquadra na legislação brasileira como um bem móvel incorpóreo dotado de valor econômico. Assim, a aquisição de produtos e serviços por meio de criptomoedas configura um contrato de permuta, por justamente não haver o pagamento através de moeda fiduciária oficial. Por este motivo, entendemos ser a denominação criptoativo a mais correta para identificar a moeda virtual na aquisição de bens e serviços ou em sua compra ou venda, por exemplo.

A nosso sentir, a transferência internacional de criptomoedas não configura o crime contra o SFN, pela evasão de divisas, na medida em que a moeda virtual não constitui moeda oficial do País, carece de curso legal e de curso forçado. Desta forma, um estudo específico nesta seara poderia ser conduzido para avaliar a efetividade de uma nova tipificação penal relacionada à transferência internacional de moedas virtuais, devido às suas características tecnológicas.

Ainda no âmbito da Tecnologia *Blockchain*, foi analisada a *Initial Coin Offering (ICO)* que constitui em uma nova forma de captação coletiva de recursos por empresas de *fintech* no mercado de capitais junto ao público, de forma mais ágil, menos burocrática e de menor custo, através da emissão de ativos virtuais (criptoativos) exclusivamente por meio de plataformas eletrônicas na Internet. Este tipo de captação pode configurar uma das modalidades de *Crowdfunding*, conhecida por *investment-based Crowdfunding* ou *equity Crowdfunding*.

A depender das características da *ICO*, o ativo virtual emitido pode ser classificado como valores mobiliários, enquadrado no conceito de contrato de investimento coletivo. Portanto, se a oferta for direcionada ao público, oferecer

direitos de remuneração, participação ou parceria, com expectativas de lucro pelo investidor, porém sem que o investidor tenha a ingerência no negócio e, ainda, suportando os riscos, restará caracterizado como valores mobiliários, sujeito à regulação e à supervisão da CVM.

Conforme sinalizado pela CVM, a *ICO* deverá seguir ou as normas já existentes que regulam a tradicional Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários (*Initial Public Offering – IPO*), que constituem normas mais rígidas, ou às normas de *Crowdfunding*, mais simples e flexíveis. Portanto, não houve inovação regulatória específica para a *ICO* até o presente momento.

Os principais critérios adotados para a aplicação da regulamentação de *Crowdfunding* à *ICO* é em relação ao porte da sociedade que emite os ativos virtuais, ao limite de captação da empresa emissora e ao limite de aplicação pelos investidores, uma vez que está prevista a dispensa automática de registro das ofertas públicas pelas plataformas eletrônicas autorizadas a funcionar pela CVM.

Verificou-se que, no caso de enquadramento da *ICO* à regulação do *Crowdfunding*, a empresa da plataforma eletrônica a qual emite os ativos virtuais seria, para a Instrução CVM nº. 588/2017, configurada tanto como Sociedade Empresária de Pequeno Porte quanto como Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo, ou seja, deverá acumular e suportar todas as exigências e responsabilidades estipuladas pela Instrução à estas figuras.

Logo, superados os limites máximos estabelecidos, a *ICO* estaria sujeita às normas da tradicional *IPO*, podendo, inclusive, a empresa emissora requerer dispensa de seu registro, da oferta e do distribuidor de valores mobiliários.

Verificou-se que os ativos virtuais emitidos no âmbito da *ICO* com base na regulamentação de *Crowdfunding* padecem de liquidez, uma vez que foi expressamente vedada à plataforma eletrônica de investimento participativo, a intermediação secundária dos ativos virtuais pelos seus proprietários, ou seja, fora do Mercado de Bolsa e de Balcão.

A nosso entender, o mercado secundário é essencial para a própria eficácia da *ICO* e constitui em garantia de desinvestimento ao próprio investidor. Neste sentido, sugerimos um estudo futuro crítico e aprofundado para avaliar a efetividade da Instrução CVM nº. 588/2017 no âmbito da *Initial Coin Offering (ICO)* no Brasil, de modo a verificar se as atuais normas são impeditivas ao novo modelo

de negócio e, possivelmente, inová-las. Resta lembrar que até o momento do presente estudo, não havia o registro de qualquer *ICO* pela CVM.

Os ativos virtuais que constituem valores mobiliários lançados por emissores sem registro prévio ou sem a devida autorização prévia da plataforma eletrônica pela CVM, podem ensejar processos administrativos conduzidos por esta, responsabilização civil, bem como a configuração de crime contra o sistema financeiro nacional.

Verifica-se que o Brasil tem preferido estudar o fato social e as regulamentações realizadas por outros países antes de intervir no mercado, bem como se utilizado de normas existentes para reger a maioria destas novas relações jurídicas.

A respeito do empréstimo entre pessoas, o *peer-to-peer lending* em sentido estrito, houve uma evolução das normas promovidas pelo CMN ao regulamentar as *fintechs* como instituição financeira, de forma mais simples e flexível. Na seara das criptomoedas e dos criptoativos, tema de maior complexidade e polêmica, os reguladores brasileiros permanecem cautelosos, sem editar normas específicas para o tema, exceto em relação à tributação pela RFB.

O estudo, ainda, constatou que não são todas as *fintechs* que são instituições financeiras.

Todavia, identificou-se que a tendência mundial tem sido pela adoção de *regulatory sandboxes*, que constituem em ambientes controlados e seguros disponibilizados pelos reguladores às empresas de *fintech*, para testarem suas soluções tecnológicas inovadoras no mercado antes mesmo de terem de cumprir com toda a legislação pesada e rígida de uma tradicional instituição financeira, com todos os seus custos e tempo de autorização inerentes ao segmento.

Neste sentido, sugere-se um estudo específico relacionado aos *regulatory sandboxes* com vistas à viabilidade de sua implementação e à análise de uma possível contribuição para a produção normativa futura, de modo a estimular inovações e empreendimentos no setor, proteger consumidores e investidores e promover o crescimento econômico do País.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. 9. Ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

ASCENSÃO. José de Oliveira. **Direito da Internet e da sociedade da informação**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

BADER, Fani Lea Cymrot; LOUREIRO, Eleonora Rodrigues; MADEIRA, Gabriel de Abreu. **Expansão dos Correspondentes Bancários no Brasil: uma análise empírica**. Brasília, n. 433, p.1-41, maio. 2016. ISSN: 1519-1028.

BARRETO JR., Irineu Francisco. Proteção da Privacidade e de Dados Pessoais na Internet: **O Marco Civil da rede examinado com fundamento nas teorias de Zygmunt Bauman e Manuel Castells**. In: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto; LIMA, Cíntia Rosa Pereira de (Orgs.). **Direito & Internet III – Tomo I: Marco Civil da Internet (Lei nº 12.965/2014)**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

BAUMAN, Zygmunt. **Modernidade Líquida**. Tradução de Plínio Dentzien. Rio de Janeiro: Zahar, 2001.

BITENCOURT, Cezar Roberto. BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o Mercado de Capitais**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

BOBBIO, Norberto. **Estado Governo Sociedade: Para uma teoria geral da política**. Tradução de Marco Aurélio Nogueira. 14. Ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987.

CAMPOS, Roberto *Apud* VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2003.

CARDOSO, Francisca Seara; GERALDES, Luís, Roquete; SILVA, João Lima da. **P2P Lending**. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). *Fintech: desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, 2017.

CASTELLS, Manuel. **A Era da Informação: economia, sociedade e cultura**. Tradução de Roneide Venancio Majer. Volume I, a sociedade em rede. 18. Ed. São Paulo: Paz & Terra, 2017.

CHIARA, José Tadeu De. **Moeda e Ordem jurídica**. São Paulo, 1986. Tese de Doutorado – Curso de Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo.

CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. **A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras**. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.

COCKERTON, Claire. **Promovendo Novas Comunidades FinTech**. In: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. *A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras*. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.

COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **Crowdfunding: natureza e regime jurídico**. São Paulo: Almedina, 2018.

CVM. **TOP: Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

DE LUCCA, Newton *Apud* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

DUARTE, Diogo Pereira. **Financiamento colaborativo de capital (equity-Crowdfunding)**. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). *Fintech: desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, 2017.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERREIRA, Ana Cristina P; DOMINGOS, Ana Maria; Spínola, Carlos. **Nas pegadas das Reformas Educativas**, Atas do I Colóquio Cabo-Verdiano de Educação. Praia: Universidade de Cabo Verde, p.435- 447.

FERREIRA, Renata Marques; FIORILLO, Celso Antônio Pacheco. **Cidadania e controle social em face da sociedade da informação no Estado democrático de direito: a tutela jurídica do meio ambiente digital em face aos adolescentes**. In: II Congresso Luso Brasileiro de Direitos Humanos na Sociedade da Informação, Vol. 6, Lisboa 2016.

FOBE, Nicole Julie Fobe. **O Bitcoin como Moeda Paralela – Uma Visão Econômica e a Multiplicidade de Desdobramentos Jurídicos**. São Paulo, 2016. Dissertação de Mestrado – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

FRANCO, Gustavo H. B. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

FUJITA, Jorge S; SALMAN, Jamili El Akchar. **Inovações Tecnológicas baseadas na economia colaborativa ou economia compartilhada e a legislação brasileira: o caso UBER**. Revista de Direito, Economia e Desenvolvimento Sustentável. e-ISSN: 2526-0057. Salvador. v. 4. nº. 1, p.92-112. jan/jun. 2018.

GERALDES, Luis Roquette; SILVA, João Lima; CARDOSO, Francisca Seara. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana

Perestrelo de (Orgs.). **FinTech: desafios da tecnologia financeira**. Grupo Almedina: Lisboa, 2017.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, volume 1: parte geral**. 15. Ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

GONZALEZ, Rodolfo. **Empréstimo (de Capital) no Século XXI**. In: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. *A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras*. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.

HARRIS, Laurence *Apud* FOBE, Nicole Julie Fobe. *O Bitcoin como Moeda Paralela - Uma Visão Econômica e a Multiplicidade de Desdobramentos Jurídicos*. São Paulo, 2016. Dissertação de Mestrado – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

HAYEK, Friedrich August. **Desestatização do dinheiro: Uma análise da teoria e prática das moedas simultâneas**. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. 2. Ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2011.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. **Introdução à economia**. Tradução de Helga Hoffmann. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de. **O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, nº 14, Ano XIII, p.41-60, 1974.

LEMOS, Ronaldo; Souza, Carlos Affonso Pereira de. **Aspectos Jurídicos da Economia do Compartilhamento: função social e tutela da confiança**. Revista de Direito da Cidade, p.1758-1759.

LÉVY, Pierre. **Cibercultura**. Tradução de Carlos Irineu da Costa. 3. Ed. São Paulo: Editora 34, 2010.

LIMA, Marco Antonio. MALHEIRO, Emerson. **Direitos Humanos e a proteção de dados do consumidor na sociedade da informação**. São Paulo: Editora Max Limonad, 2016.

LISBOA, Roberto Senise. **Manual de Direito Civil, volume 3: contratos**. 7. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

MARQUES, Claudia Lima. **Confiança no Comércio Eletrônico e a Proteção do Consumidor**. Editora Revista dos Tribunais, 2004.

MEAD, Warren. *Bancos e o momento E-Book*. In: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. **A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras**. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.

MENAT, Rébecca. **Por que Estamos tão Animados com Fintech**. In: CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. *A Revolução Fintech: O manual das startups financeiras*. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.

MENDES, Antonio; NASCIMENTO, Edson Bueno *Apud* FRANCO, Gustavo H. B. *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. 1. Ed. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

MOURA, Carlos. **Fintech e regulação no mercado bancário**. In: CORDEIRO, António Menezes; DUARTE, Diogo Pereira; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (Orgs.). *Fintech: desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, 2017.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Fintech: novo desafio regulatório**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 74. Ano 19, p.33-49. São Paulo: Editora RT, out/dez. 2016.

_____. **O Capitalismo Eletrônico Informático: Sistemas "High Frequency Trading" ou "Algotraders" das Corretoras de Valores. Plataformas de "Crowdfunding"**. In: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto; LIMA, Cíntia Rosa Pereira de (Orgs.). *Direito & Internet III – Tomo II: Marco Civil da Internet (Lei nº 12.965/2014)*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. **O Crowdfunding e a Oferta Pública de Valores**. Revista FMU Direito. São Paulo, Ano 26, n. 37, p.48-55, 2012. ISSN: 2316-1515.

_____. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

NERY, Carmen. **Tudo novo de novo**. Revista Rumos da ABDE. São Paulo, n. 295, p.19-25, set/out. 2017.

NUSSBAUM, Arthur *Apud* HAYEK, Friedrich August. *Desestatização do dinheiro: Uma análise da teoria e prática das moedas simultâneas*. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. 2. Ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2011.

PINHEIRO, Patrícia Peck. **Direito Digital**. 6. Ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta: Como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. Tradução de Carlos Szlak. Rio de Janeiro: LeYa, 2012.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 38. Ed. Brasil: PC Editorial Ltda, 2015.

SILVA, Luiz Gustavo Doles. **Bitcoins & outras criptomoedas: teoria e prática à luz da legislação brasileira**. Curitiba: Juruá Editora, 2018.

TAPSCOTT, Alex; TAPSCOTT, Don. **Blockchain Revolution: como a tecnologia por trás do Bitcoin está mudando o dinheiro, os negócios e o mundo**. Tradução Colaborativa. São Paulo: SENAI-SP Editora, 2017.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: Contratos**. 17. Ed. São Paulo: Atlas, 2017.

VICENTE, Dario Moura. **Direito Internacional Privado: problemática internacional na sociedade da informação**. Coimbra: Almedina, 2005.

VIDIGAL, Geraldo. **Direito Monetário**. São Paulo: IBCB, 1995.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2003.

WASBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. **Direito Bancário: Contratos e Operações Bancárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

Referências eletrônicas

ABECS. **Mercado de Cartões de Pagamentos no Brasil**. Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2012/07/costa-f-n-coord-costa-c-a-n-contento-g-mercado-de-cartc3b5es-de-pagamento-no-brasil-10-09-2010.pdf>. Acesso em: 29 out. 2018.

_____. **Mercado de Meios de Pagamento: Guia Prático**. Disponível em: <https://www.abecs.org.br/pdf/Cartilha-de-Meio-de-Pagamentos.pdf>. Acesso em: set. 2018.

A cronologia da crise financeira. *Estadão*. São Paulo, 29 set. 2008. Caderno Economia e Negócios. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,a-cronologia-da-crise-financeira,250292>. Acesso em: 24 mai. 2018.

ASCENSÃO. José de Oliveira. **Sociedade da informação e Mundo Globalizado**. Revista Brasileira de Direito Comparado. Disponível em: [http://www.idclb.com.br/revistas/22/revista22%20\(10\).pdf](http://www.idclb.com.br/revistas/22/revista22%20(10).pdf). Acesso em: 23 mai. 2018.

BCB. **BC lança laboratório de inovação para desenvolver soluções financeiras tecnológicas**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/noticias/257>. Acesso em: 30 mai. 2018.

_____. **Bancos de Investimento.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bi.asp?idpai=SFNCOMP>. Acesso em: 26 mai. 2018.

_____. **Bolsas de Valores.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bv.asp?idpai=SFNCOMP>. Acesso em: 04 set. 2018.

_____. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp>. Acesso em: 19 mai. 2018.

_____. **Comunicado nº 25.306, de 19 de fevereiro de 2014.** Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=114009277>. Acesso em: 22 ago. 2018.

_____. **Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=31379&tipo=Comunicado&data=16/11/2017>. Acesso em: 22 ago. 2018.

_____. **Edital de Consulta Pública 55/2017, de 30 de agosto de 2017.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/EditalConsultaPublica55.pdf>. Acesso em: 14 set. 2018.

_____. **Encontre uma instituição.** Disponível em: <https://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/rest/buscar-instituicoes.asp>. Acesso em: 28 set. 2018.

_____. **FAQ – Arranjos e instituições de pagamento.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/arranjo.asp. Acesso em: 23 ago. 2018.

_____. **FAQ – Empréstimos e financiamentos.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/servicos9.asp. Acesso em: 28 set. 2018.

_____. **FAQ – Fintechs.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fintechs.asp?idpai=FAQCIDADAQ. Acesso em: 14 set. 2018.

_____. **Moeda Bancária – cheques.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/museu-espacos/cheque.asp>. Acesso em: 20 ago. 2018.

_____. **Moedas Virtuais.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/Pre/bc_atende/port/moedasvirtuais.asp#1. Acesso em: 20 ago. 2018.

_____. **Origem e Evolução do Dinheiro.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/origevol.asp>. Acesso em: 06 ago. 2018.

_____. **Relação das Tarifas em ordem decrescente de valores.** Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/fis/tarifas/htms/SegmentoServicos01.asp?idpai=TARBANRANK>. Acesso em: 29 out. 2018.

_____. **Relatório de Estabilidade Financeira.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2016_09/refBox3.pdf. Acesso em: 19 mai. 2018.

_____. **Relatório de Economia Bancária.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf. Acesso em: 20 nov. 2018.

_____. **Resolução nº. 2.640, de 25 de agosto de 1999.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2640_v1_O.pdf. Acesso em: 15 set. 2018.

_____. **Resolução nº. 2.707, de 30 de março de 2000.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47386/Res_2707_v1_O.pdf. Acesso em: 15 set. 2018.

_____. **Resolução nº. 2.921, de 17 de janeiro de 2002.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46980/Res_2921_v1_O.pdf. Acesso em: 24 set. 2018.

_____. **Resolução nº. 3.156, de 17 de dezembro de 2003.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46490/Res_3156_v2_L.pdf. Acesso em: 15 set. 2018.

_____. **Resolução nº. 3.454, de 30 de maio de 2007.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48102/Res_3454_v2_P.pdf. Acesso em: 24 set. 2018.

_____. **Resolução nº. 3.568, de 29 de maio de 2008.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47908/Res_3568_v9_L.pdf. Acesso em: 22 ago. 2018.

_____. **Resolução nº. 3.954, de 24 de fevereiro de 2011.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2011/pdf/res_3954_v7_L.pdf. Acesso em: 14 set. 2018.

_____. **Resolução nº. 4.656, de 26 de abril de 2018.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/>

Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 16 set. 2018.

_____. **Transferência por meio de TED – TED internet – Pessoa física.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/fis/tarifas/htms/htar131501.asp?idpai=TARBANRANK>. Acesso em: 29 out. 2018.

BANCO CENTRAL EUROPEU. **O que é a moeda.** Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-ore/html/what_is_money.pt.html. Acesso em: 25 jul. 2018.

_____. **Virtual Currency schemes – a further analysis.** Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>. Acesso em: 19 out. 2018.

_____. **Virtual Currency schemes.** Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>. Acesso em: 19 out. 2018.

BANCO DO BRASIL. **Programa de Compliance.** Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/ComplianceAno18PT.pdf>. Acesso em: nov. 2018.

BASILIO, Andressa. **Tudo o que você já consegue comprar com bitcoin no Brasil e no mundo.** Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Tecnologia/noticia/2017/12/tudo-o-que-voce-ja-consegue-comprar-com-bitcoin-no-brasil-e-no-mundo.html>. Acesso em: 20 ago. 2018.

BITCOIN.ORG. **Bitcoin: A Peer-to-Peer Eletronic Cash System.** Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 01 mai. 2018.

_____. **Getting started with Bitcoin.** Disponível em: <https://bitcoin.org/en/getting-started>. Acesso em: 19 out. 2018.

_____. **How to buy bitcoin.** Disponível em: <https://bitcoin.org/en/buy>. Acesso em: 19 out. 2018.

BLOCKCHAINHUB. **Initial Coin Offering – ICOs.** Disponível em: <https://blockchainhub.net/ico-initial-coin-offerings>. Acesso em: 12 out. 2018.

BOMESP. **White paper Niobium Coin.** Disponível em: <https://niobiumcoin.io/wp-content/uploads/2017/12/white-paper-niobium-portuguese.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 26 set. 2018.

_____. **Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595compilado.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

_____. **Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728compilado.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.

_____. **Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 16 set. 2018.

_____. **Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404compilada.htm. Acesso em: 19 mai. 2018.

_____. **Lei nº. 7.492, de 16 de junho de 1986.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

_____. **Lei nº. 8.880, de 27 de maio de 1994.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8880.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

_____. **Lei nº. 8.981, de 20 de janeiro de 1995.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8981.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

_____. **Lei nº. 9.069, de 29 de junho de 1995.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9069.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

_____. **Lei nº. 9.613, de 03 de março de 1998.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9613compilado.htm. Acesso em: 23 ago. 2018.

_____. **Lei nº. 10.198, de 14 de fevereiro de 2001.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10198.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

_____. **Lei nº. 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

_____. **Lei nº. 10.931, de 02 de agosto de 2004.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm. Acesso em: 24 set. 2018.

_____. **Lei nº. 12.865, de 09 de outubro de 2013.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12865.htm. Acesso em: 21 out. 2018.

_____. **Lei nº. 13.259, de 16 de março de 2016.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2016/lei/l13259.htm. Acesso em: 18 set. 2018.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Comissão especial destinada a proferir parecer ao Projeto de Lei nº 2.303, de 2015, do Sr. Aureo, que "dispõe sobre a inclusão das moedas virtuais e programas de milhagem aéreas na definição de 'arranjos de pagamento' sob a supervisão do Banco Central.** Disponível em: http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1632751. Acesso em: 23 ago. 2018.

_____. **Decreto nº. 23.501, de 27 de novembro de 1933.** Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-23501-27-novembro-1933-500678-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 08 ago. 2018.

_____. **Projeto de Lei nº. 2303/2015.** Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=1555470>. Acesso em: 23 ago. 2018.

CARNEIRO, Mariana; PRADO, Maeli. **Fintechs poderão conceder crédito sem mediação de banco.** *Folha de São Paulo*, 26 abr. 2018. Caderno Mercado. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/04/bc-da-sinal-verde-para-fintech-conceder-credito-sem-intermediacao-de-banco.shtml>. Acesso em: 16 set. 2018.

CASTRO, José Roberto. **Como funcionam e quanto custam as reservas internacionais do Brasil.** *Nexo Jornal*, 30 jan. 2017. Caderno Expresso. Disponível em: <https://www.nexojournal.com.br/expresso/2017/01/30/Como-funcionam-e-quanto-custam-as-reservas-internacionais-do-Brasil>. Acesso em: 09 ago. 2018.

CIAMPOLINI, Marcelo. **Fintechs de Crédito e BC: mais um passo para mudar o mercado de crédito no Brasil.** *LinkedIn*, 01 set. 2017. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/fintechs-de-cr%C3%A9dito-e-bc-mais-um-passo-para-mudar-o-ciampolini?articleId=6309466703126425600>. Acesso em: 21 set. 2018.

COIN.ATM RADAR. **Bitcoin ATMs in São Paulo, Brazil.** Disponível em: <https://coinatmradar.com/city/145/bitcoin-atm-sao-paulo/>. Acesso em: 19 out. 2018.

COINMAP.ORG. Disponível em: <http://coinmap.org/#/world/11.17840187/-8.43750000/2>. Acesso em: 20 ago. 2018.

COINMARKETCAP. **All Cryptocurrencies.** Disponível em: <https://coinmarketcap.com/all/views/all/>. Acesso em: 27 ago. 2018.

CORREIA, Raquel Folmer; GEREMIAS, Bethania Medeiros. **Determinismo Tecnológico: elementos para debates em perspectiva educacional.** Disponível em: <https://periodicos.utfpr.edu.br/rts/article/view/2633/1750>. Acesso em: 12 mai. 2018.

CRISTINO, Vânia. **A pedido do BC, Ministério Público abre processo contra o site Fairplace.** Correio Braziliense, Brasília, 03 nov. 2010. Caderno de Economia. Disponível em: https://www.correio braziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/11/03/internas_economia,221414/a-pedido-do-bc-ministerio-publico-abre-processo-contra-o-site-fairplace.shtml. Acesso em: 18 mar. 2018.

CVM. **Audiência Pública SDM nº. 06/2016.** Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edita1.pdf. Acesso em: 25 set. 2018.

_____. **Criptoativos.** Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Alertas/alerta_CVM_CRIPTOATIVOS_10052018.pdf. Acesso em: 19 out. 2018.

_____. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários.** Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <http://portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 05 set. 2018.

_____. **Initial Coin Offerings (ICOs): FAQ da CVM a respeito do tema.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html>. Acesso em: 22 out. 2018.

_____. **Initial Coin Offering (ICOs): Nota da CVM a respeito do tema.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 301, de 16 de abril de 1999.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst301.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 11 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 461, de 23 de outubro de 2007.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 505, de 27 de setembro de 2011.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst505.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 539, de 13 de novembro de 2013.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 541, de 20 de dezembro de 2013.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst541.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 542, de 20 de dezembro de 2013.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst542.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM 543, de 20 de dezembro de 2013.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst543.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Instrução CVM nº. 588, de 13 de julho de 2017.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 25 set. 2018

_____. **Memorando nº. 19/2017-CVM/SRE.** Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2018/20180130/088818_ManifestacaoSRE.pdf. Acesso em: 13 out. 2018.

_____. **Portal do Investidor – Entendendo o Mercado de Valores Mobiliários.** Disponível em: http://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html. Acesso em: 11 set. 2018.

_____. **Portaria nº. 105, de 07 de junho de 2016.** Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2016/20160607/POR_TARIA-105.pdf. Acesso em: 19 mai. 2018.

_____. **Tecnologia e Inovação no Setor Financeiro.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171214-2.html>. Acesso em: 08 set. 2018.

Da EFE. **Australiano Craig Wright assume ser o criador da moeda virtual bitcoin.** G1, 02 mai. 2016. Caderno Tecnologia e Games. Disponível em: <http://g1.globo.com/tecnologia/noticia/2016/05/australiano-craig-wright-assume-ser-o-criador-da-moeda-virtual-bitcoin.html>. Acesso em: 01 mai. 2018.

DAI, Wei. **B-money.** Disponível em: <http://www.weidai.com/bmoney.txt>. Acesso em: 13 ago. 2018.

DIÁRIO DA REPÚBLICA ELETRÔNICO. **Lei nº. 102, de 24 de agosto de 2015.** Disponível em: https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p_auth=HJevB5lJ. Acesso em: 12 set. 2018.

Ebit. **WEBSHOPPERS o mais completo relatório sobre o mercado de e-commerce.** Disponível em: <http://www.ebit.com.br/webshoppers>. Acesso em: 09 jun.2017.

EMPIRICUS RESEARCH. **Bitcoin – bolha ou oportunidade da década?** Disponível em: <https://lp.empiricus.com.br/bitcoin-bolha/>. Acesso em: 04 mar. 2018.

Em 1993, os brasileiros viveram o auge da hiperinflação, que alcançou 2.500%. *O Globo*. 11 jan. 2016, Caderno de Economia. Disponível em: <https://acervo.oglobo.globo.com/em-destaque/em-1993-os-brasileiros-viveram-auge-da-hiperinflacao-que-alcancou-2500-11263960>. Acesso em: 20 ago. 2018.

Inovação Disruptiva. *FENACOM*. Brasília, Pro. Editora Gráfica, ano XVIII - 176, jul./ago. 2016. Disponível em: http://sescapal.org.br/revista_fenacon/FENACON_176.pdf. Acesso em: 26 mai. 2018.

FINTECHLAB. **Novo Radar Fintechlab mostra crescimento de 36% no número de fintechs do Brasil. Report 2017.** Disponível em: <http://fintechlab.com.br/index.php/2017/11/24/novo-radar-fintechlab-mostra-crescimento-de-36-no-numero-de-fintechs-do-brasil/>. Acesso em: 19 mai. 2018.

FRAGA, Nayara. **O fenômeno Fintech: a nova leva de startups que invadiu o sistema financeiro.** Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Dinheiro/noticia/2016/01/o-fenomeno-fintech-nova-leva-de-startups-que-invadiram-o-sistema-financeiro.html>. Acesso em: 18 mar. 2018.

FSB. **Fintechs: Monitoring of FinTech.** Disponível em: <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/additional-policy-areas/monitoring-of-fintech/>. Acesso em: 14 out. 2018.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations. SDN/16/03, janeiro de 2016.** Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

GOVERNO FEDERAL. **Processo contra a empresa Fairplace – Pedido 18600001989201641.** Disponível em: <http://www.consultaesic.cgu.gov.br/busca/dados/Lists/Pedido/Item/displayifs.aspx?List=0c839f31-47d7-4485-ab65-ab0cee9cf8fe&ID=504688&Web=88cc5f44-8cfe-4964-8ff4-376b5ebb3bef>. Acesso em: 18 set. 2018.

Inflação na Venezuela vai a 1.000.000% neste ano, prevê FMI. *Folha de São Paulo*. 23 jul. 2018. Caderno Mundo. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mundo/2018/07/inflacao-na-venezuela-vai-a-1000000-neste-ano-preve-fmi.shtml>. Acesso em: 20 ago. 2018.

IOSCO. **IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)**. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

LAB. **Fintech**. Disponível em: <http://www.labinovacaofinanceira.com/grupos-de-trabalho-gt/fintech/>. Acesso em: 08 set. 2018.

_____. **Laboratório de Inovação Financeira**. Disponível em: <http://www.labinovacaofinanceira.com/>. Acesso em: 08 set. 2018.

MCKINSEY. **Digital Finance for All: Powering Inclusive Growth in Emerging Economies**. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Global%20Themes/Employment%20and%20Growth/How%20digital%20finance%20could%20boost%20growth%20in%20emerging%20economies/MG-Digital-Finance-For-All-Full-report-September-2016.ashx>. Acesso em: 26 mai. 2018.

MICHAELIS. **Ativo**. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/ativo/>. Acesso em: 21 out. 2018.

_____. **Algoritmo**. Disponível em: <http://michaelis.uol.com.br/busca?id=4ID9>. Acesso em: 24 mai. 2018.

_____. **Smartphone**. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/smartphone/>. Acesso em: jun. 2018.

NAKAMOTO, **Satoshi**. **Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system**. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2018.

NEXOOS. **Termos e Condições para Investidores Nexoos**. Disponível em: <https://www.nexoos.com.br/termos-e-condicoes-investidor>. Acesso em: 26 set. 2018.

_____. **Termos e Condições para Solicitantes Nexoos**. Disponível em: <https://www.nexoos.com.br/termos-e-condicoes-solicitante>. Acesso em: 26 set. 2018.

NUNES, Flávia Furlan. **Fairplace: em um mês, portal de crédito pela web movimentou quase R\$ 80 mil**. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/minhas-financas/seguros/noticia/1845146/fairplace-mes-portal-credito-pela-web-movimentou-quase-mil>. Acesso em: 26 mai. 2018.

OXFORD. **Lending**. Disponível em: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/lending>. Acesso em: 25 set. 2018.

_____. **Peer-to-Peer**. Disponível em: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/peer-to-peer>. Acesso em: 25 set. 2018.

PREFEITURA DE SÃO PAULO. **Lei nº. 15.676, de 18 de dezembro de 2012.** Disponível em: http://www3.prefeitura.sp.gov.br/cadlem/secretarias/negocios_juridicos/cadlem/integra.asp?alt=19122012L%20156760000. Acesso em: jan. 2018.

_____. **Lei nº. 16.279, de 08 de outubro de 2015.** Disponível em: <http://documentacao.camara.sp.gov.br/iah/fulltext/leis/L16279.pdf>. Acesso em: jan. 2018.

PWC. **Initial Coin Offering: a strategic perspective.** Disponível em: https://www.pwc.ch/en/publications/2018/20180628_PwC%20S&%20CVA%20ICO%20Report_EN.pdf. Acesso em: 08 set. 2018.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Consulta Pública RFB nº 06-2018.** Disponível em: <http://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/arquivos-e-imagens/consulta-publica-rfb-no-06-2018.pdf/view>. Acesso em: 13 nov.2018.

_____. **Emissão de Comprovante de Inscrição e de Situação Cadastral.** Disponível em: http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/CNPJ/cnpjreva/Cnpjreva_Solicitacao.asp. Acesso em: 18 mar. 2018.

_____. **FAQ – Imposto sobre a renda da pessoa física.** Disponível em: <http://idg.receita.fazenda.gov.br/interface/cidadao/irpf/2017/perguntao/pir-pf-2017-perguntas-e-respostas-versao-1-1-03032017.pdf>. Acesso em: 21 out. 2018.

ROQUE, Leandro. **Como ocorreu a crise financeira americana.** Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>. Acesso em: 24 mai. 2018.

SCHECHTMAN, David Casz. **Necessidade de Registro de ICO: Criptomoedas são valores mobiliários?** Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3203911. Acesso em: 13 nov. 2018.

SOUZA, Iuri Gregório de. **Economia Colaborativa – Estudo Técnico agosto de 2016.** Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/especiais/55a-legislatura/cesp-marco-regulatorio-da-economia-colaborativa/documentos/outros-documentos/estudo-tecnico-sobre-economia-colaborativa-2>. Acesso em: 18 nov. 2017.

SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. **Voto do Ministro Eros Grau em RE 478.410/SP.** Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/RE478410.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2018.

TAVARES, Eduardo. **Os 6 piores casos de hiperinflação da história**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/os-6-piores-casos-de-hiperinflacao-da-historia/>. Acesso em: 20 ago. 2018.

UBER. **A mobilidade que você deseja**. Disponível em: <https://www.uber.com/pt-BR>. Acesso em: 19 mai. 2018.

UOL. **PagSeguro**. Disponível em: https://pagseguro.uol.com.br/conteudo/campanha-d/?gclid=EAlaIQobChMlzc6H0YqT3glVAgyRCh0Guw_EEAAYAiAAEgKgYvD_BwE&psid=1. Acesso em: 19 out. 2018.

VOTORANTIM. **Cartilha de Compliance**. Disponível em: http://www.votorantim.com.br/assets/public/files/01_cartilha_de_compliance.pdf. Acesso em: nov. 2018.

WIKIPEDIA. **Nó (redes de comunicação)**. Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/N%C3%B3_\(redes_de_comunica%C3%A7%C3%A3o\)](https://pt.wikipedia.org/wiki/N%C3%B3_(redes_de_comunica%C3%A7%C3%A3o)). Acesso em: set. 2018.