

ALEXANDRE REBÊLO FERREIRA

**DESENVOLVIMENTO ENTRE GARANTIA E ELASTICIDADE:
A REGULAÇÃO DAS FINTECHS DE CRÉDITO NO BRASIL**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Associado Diogo Rosenthal Coutinho

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

São Paulo - SP

2019

ALEXANDRE REBÊLO FERREIRA

**DESENVOLVIMENTO ENTRE GARANTIA E ELASTICIDADE:
A REGULAÇÃO DAS FINTECHS DE CRÉDITO NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Economia Política, sob a orientação do Professor Associado Diogo Rosenthal Coutinho.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2019

Ferreira, Alexandre Rebêlo

Desenvolvimento entre garantia e elasticidade: a regulação das Fintechs de crédito no Brasil / Alexandre Rebêlo Ferreira. -- São Paulo, 2019.

163 p. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Orientador: Diogo Rosenthal Coutinho.

1. Análise jurídico-institucional. 2. Regulação. 3. Fintechs de crédito. I. Coutinho, Diogo Rosenthal, orient. II. Título.

Nome: Ferreira, Alexandre Rebêlo

Título: *Desenvolvimento entre garantia e elasticidade: a regulação das Fintechs de crédito no Brasil*

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Direito.

Aprovado em: 22/03/2019

Banca Examinadora

Prof. Dr. Diogo Rosenthal Coutinho
Presidente da Comissão Julgadora

Instituição: FDUSP

Prof. Dr. Jean-Paul Cabral Veiga da Rocha
Julgamento: Aprovado

Instituição: FDUSP

Assinatura: _____

Prof. Dr. Mario Gomes Schapiro
Julgamento: Aprovado

Instituição: FGV-SP

Assinatura: _____

Prof. Dr. Emerson Ribeiro Fabiani
Julgamento: Aprovado

Instituição: FGV-SP

Assinatura: _____

Versão corrigida em abril de 2019. A versão original, em formato eletrônico (PDF), encontra-se disponível na CPG da Unidade.

Ao André, à Ana Cláudia e ao José Maria.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, ao Professor Diogo R. Coutinho, meu orientador. A sua interlocução generosa e seu compromisso com a pesquisa foram fundamentais para esse trabalho. Obrigado pelo exemplo de seriedade e pelo companheirismo ao longo desse processo.

Os debates em grupo no seminário de pesquisa dos orientandos e orientandas do Professor Diogo foram uma etapa fundamental para o meu desenvolvimento. Agradeço a todos e pelos comentários, pelos cafés no centro de São Paulo e por darem um sentido coletivo à vida acadêmica. Meus agradecimentos especiais para: Raquel Mattos Pimenta, Daniel Astone, Marcelo Chilvarquer, Beatriz Kira, Henrique Castro e Pedro Salomon. Meu muito obrigado também a todos os demais que constroem o Grupo Direito e Políticas Públicas.

As observações feitas na banca de qualificação pelos professores Mario G. Schapiro e Otávio Yazbek foram estratégicas, em formas complementares, para o desenvolvimento do trabalho. Também agradeço aos Professores Jean-Paul Rocha e Emerson Fabiani pelos comentários generosos na banca examinadora. Sou grato a todos pela leitura atenta e pelas contribuições, que permitiram o aprimoramento dessa pesquisa.

Agradeço às equipes técnicas do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários e da Superintendência de Seguros Privados. As conversas exploratórias em São Paulo e no Rio de Janeiro foram decisivas para os rumos da pesquisa. Agradeço ao Fábio Lacerda Carneiro, Antonio Marcos Guimarães, Ricardo Favalli, Matheus Coradin e Fabrício Silva, integrantes do corpo técnico do BC. Agradeço também à Camila Rossini (CVM) e ao Hugo Metzinger (Susep).

Registro o agradecimento aos atores do mercado que me franquearam um ângulo privilegiado para entender melhor enxergar algumas dinâmicas do universo financeiro. Ao Octávio de Barros, Fernando Moraes de Freitas, Roger Serrati, André Cunha, Sandro Reiss e Bernardo Pascowith. Meu agradecimento ao Guilherme Meirelles, cujos questionamentos e leitura atenta foram centrais na etapa de preparação para a banca.

A todos os meus amigos, meu muito obrigado pela camaradagem ao longo desses anos. Fica o agradecimento especial aos que acompanharam esse processo mais de perto: Dedé, Renan, Facci, Zé Paulo, Rapha, Vinicius, Tarcísio, Frederico, Laio, João Arthur, Ellen, Ramiro, Amílcar, Pedro e Rodrigo. Ao Renato e à Paula, pela amizade para todas as horas.

Aos meus colegas de governo na Prefeitura de São Paulo e no Estado do Maranhão, agradeço pelo aprendizado ao longo dos últimos anos. Pelas conquistas, derrotas e pelos goles, muito obrigado.

Aos meus pais, por tudo. Ana Cláudia e José Maria, agradeço a vocês por todas as oportunidades e pelas palavras – duras ou calmas – ao longo da vida. Pelo carinho, dedicação e apoio em todos os momentos, um muito obrigado que não cabe nessas páginas. Ao André, pela parceria incondicional de um irmão e grande amigo e pela indispensável ajuda logística nos momentos finais do trabalho em São Paulo. À Giu, pelo cuidado e pelo apoio de toda uma vida.

À Martina, pelo companheirismo e pela paciência em lidar com este escritor noctívago e atordoado. Obrigado pela cumplicidade nos carnavais e eleições e pelo amor na terra dos encantados.

RESUMO

Ferreira, Alexandre Rebêlo. *Desenvolvimento entre garantia e elasticidade: a regulação das Fintechs de crédito no Brasil*. 163 p. Mestrado – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Este trabalho desenvolve uma análise jurídico-institucional sobre a regulação das Fintechs de crédito no Brasil. Explico a forma como atores de mercado, Conselho Monetário Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil (BCB) interagiram na construção de um novo regime regulatório e buscaram equacionar um processo de inovação financeira. Nesse sentido, desenvolvo um estudo de caso que narra o processo regulatório que resultou no Edital de Consulta Pública 55/2017 e na edição da Resolução CMN n.º 4.656, de 26 de abril de 2018, em que foram instituídas a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Através desses novos arranjos, as Fintechs podem realizar intermediação financeira sem vinculação a bancos e com canal de acesso ao mercado de capitais, em variedade de shadow banking. Ao incorporar parcialmente o modelo de negócio das Fintechs e lançar mão de estímulos como a liberalização para a participação do capital estrangeiro nas SCD e SEP, o regulador adota uma técnica regulatória flexível e sinaliza para a expansão do crédito na base (ou periferia) de um sistema inerentemente hierárquico e instável. As redes jurídicas de obrigações que estruturam esse sistema são tanto fonte de garantia quanto fator de instabilidade. O regulador lança mão de técnicas flexíveis e fomenta a concorrência na oferta de crédito alternativo. Simultaneamente, aumenta o seu desafio diante do paradoxo jurídico-financeiro: ao mesmo tempo em que a rigidez do direito garante a solidez do sistema em momento de calma, nos momentos de crise é a elasticidade e a execução diferencial das obrigações e cláusulas contratuais que impedirá o colapso.

Palavras-chave: Análise jurídico-institucional. Regulação e desenvolvimento. Teoria Jurídica das Finanças. Reforma regulatória. Fintechs de crédito.

ABSTRACT

Ferreira, Alexandre Rebêlo. *Development and the law-finance paradox: a case study on Fintech credit regulation in Brazil*. 163 p. Masters' Degree – University of São Paulo Faculty of Law, São Paulo, 2019.

Fintech credit has grown rapidly over the past few years and standard-setting bodies such as BIS and FSB have started to address the potential risks and regulatory implications of activities such as Peer-to-Peer lending (P2P) more frequently. Although the size of Fintech credit varies across different countries, those innovative financial products and practices carried out by new entrants in the financial market have posed a significant institutional challenge for regulatory authorities worldwide. Considering this global phenomenon and its local implications, this research aimed at developing a case study on the institutional transformations regarding the Fintech credit regulatory reform in Brazil. To this matter, I outline how private sector stakeholders such as commercial bank associations, Fintechs and major law firms interacted with the Brazilian Central Bank (BCB) and the National Monetary Council (CMN) throughout the establishment of a new regulatory framework for Fintech credit. The resulting institutional arrangement paved the way for Fintechs to operate independently of and apart from commercial banks. Furthermore, Fintechs licensed by BCB under the new Balance Sheet Lending Society (SCD) and the P2P Lending Society (SEP) regulatory regimes might engage capital market money lending (shadow banking) and are granted a waiver of the Presidential approval procedure required prior to any foreign equity participation in other Brazilian financial institutions. Brazilian authorities have attempted to increase competition in a bank oligopoly market by stimulating alternative Fintech finance. This dissertation sheds light on the critical role played by Law not only in providing a flexible regulatory technique, but also in pushing towards financial expansion in the periphery of a hierarchical and inherently unstable financial system. The institutional outcome points to an additional public backstopping challenge in times of crises. The results remain to be seen.

Keywords: Institutional legal analysis. Regulation and development. Legal Theory of Finance. Regulatory reform. Fintech credit.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Aumento da complexidade no modelo de crédito securitizado	40
Figura 2 - Estrutura do Mercado de Pagamentos.....	78
Figura 3 - O modelo de crédito "Balance Sheet"	92
Figura 4 - Estrutura padrão do mercado de crédito P2P	93

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Implicações regulatórias da L&F e da LTF	66
Tabela 2 – Governança econômica e estratégia regulatória	68
Tabela 3 - Variedades de análise	70
Tabela 4 - Fintechs integrantes da Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD)	85
Tabela 5 - Contribuições ao ECP 55/2017, por tipo de representação	89
Tabela 6 - Contribuições ao ECP 55/2017, por inclinação em relação à Minuta	90
Tabela 7 - Comparação de características: Correspondente bancário, SCD e SEP	118
Tabela 8 - Postura do Banco Central do Brasil diante de inovações financeiras relacionadas a Fintechs.	121
Tabela 9 - Matriz analítica da pesquisa	128

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABBC	Associação Brasileira de Bancos
ABCD	Associação Brasileira de Crédito Digital
ABECS	Associação Brasileira de Cartões de Crédito e Serviços
ABFintechs	Associação Brasileira de Fintechs
ABRANET	Associação Brasileira de Internet
BC, BCB	Banco Central do Brasil
BIS	Bank for International Settlements
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CBRC	China Banking and Insurance Regulatory Commission
C&C	Comando e controle
CCAF	Cambridge Centre for Alternative Finance
CDS	Credit Default Swap
CFA	Associação Chartered Financial Analyst do Brasil
CGFS	Committee on the Global Financial System – BIS
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CSBS	Conference of State Bank Supervisors
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DLT	Distributed Ledger Technology
EG	Experimental Governance
FCA	Financial Conduct Authority
Febraban	Federação Brasileira de Bancos
Fed	Federal Reserve Board
Fenaprevi	Federação Nacional de Previdência e Vida
FIDC	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IP	Instituição de Pagamento
LFS	Law and Finance School
LTF	Legal Theory of Finance

MCTIC	Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicação
NG	New Governance
NPM	New Public Management
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
PBoC	People's Bank of China
P2P	Peer-to-Peer
SCD	Sociedade de Crédito Direto
SCMEP	Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e Empresa de Pequeno Porte
SEP	Sociedade de Crédito entre Pessoas
SINFAC	Sindicato das Sociedades de Fomento Mercantil - Factoring
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SCFI	Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	Taxa de Longo Prazo
WEF, FEM	Fórum Econômico Mundial

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	17
1. A INOVAÇÃO FINANCEIRA NO CONTEXTO DO DESENVOLVIMENTO: TENSÃO ENTRE GARANTIA E ELASTICIDADE.....	35
1.1As duas dimensões da inovação financeira	36
1.2A construção jurídica do sistema financeiro.....	44
1.2.3 O paradoxo jurídico-financeiro: tensão entre garantia e elasticidade.....	52
1.3Regulação e desenvolvimento	53
1.3.1 Estratégia regulatória: entre rigidez, flexibilidade e discricionariedade.....	53
1.3.2 Dinâmica política e conflitos distributivos na regulação	59
1.4Dimensões da análise	66
1.4.3 Uma análise engajada.....	68
2. O PROCESSO DE REGULAÇÃO DAS FINTECHS DE CRÉDITO NO BRASIL.....	71
2.1Contexto regulatório: respostas do CMN e BCB às moedas virtuais e inovações no mercado de pagamentos	75
2.2Regulando as Fintechs de crédito.....	81
2.3Primeira etapa: adequação incremental e mapeamento de práticas	83
2.4Segunda etapa: estruturação regulatória	88
2.4.1 Sociedade de Crédito Direto (SCD)	91
2.4.2 Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP).....	93
2.5Análise da Consulta Pública nº 55/2017.....	95
2.5.1 Debate sobre o papel do regulador	95
2.5.2 Debate sobre as propostas da Minuta	100
2.6Estímulo à nova regulação: interesse do governo brasileiro na participação estrangeira no capital social das SCD e SEP	114
3. RACIONALIDADE REGULATÓRIA E ECONOMIA POLÍTICA DAS REFORMAS NO MERCADO DE CRÉDITO.....	117
3.1Eixo 1 – A variedade de inserção das Fintechs de crédito no SFN.....	117
3.2Eixo 2 – Estratégia regulatória: avanço incremental, experimentalismo e estímulos em busca de uma nova configuração do mercado	121
3.3Shadow Banking e desafios relacionados.....	123
3.4Regulador em movimento	126
CONCLUSÃO	127
REFERÊNCIAS.....	131
APÊNDICE A – Contribuições à Consulta Pública nº55/2017	140
APÊNDICE B – Interações-chave na Consulta Pública nº55/2017.....	148

INTRODUÇÃO

Fintech, forma abreviada de “Financial Technology”, é o termo usado para descrever os novos modelos de negócios que associam a prestação de serviços financeiros ao uso intensivo de tecnologia (BCB, 2016; FSB, 2017, p. 2; IOSCO, 2017). A categoria reúne um conjunto de empresas e iniciativas que oferecem serviços financeiros fora da estrutura de instituições consolidadas como bancos comerciais, por exemplo. Associadas ao uso de tecnologias como robôs de investimento e criptomoedas, as Fintechs em sua maioria operam de forma segmentada, em um determinado nicho de mercado. Essas atividades resultam em novos processos e produtos com efeitos sobre a organização do mercado (CGFS & FSB, 2017; Herrera & Vadillo, 2018; IOSCO, 2017) e podem ser consideradas como inovações financeiras (Omarova, 2018; Salama, 2010b; Yazbek, 2009, 2015).

As Fintechs se multiplicaram ao longo dos últimos anos e ganharam destaque como uma das principais tendências de reorganização nos mercados bancário e de capitais após a grande crise financeira de 2007-2008 (CCAF, POLSKY, & Chicago Booth, 2017; Hendrikse, Bassens, & VanMeeteren, 2018). Ao contrário do movimento de concentração bancária que teve lugar após a crise, a atuação das Fintechs é altamente pulverizada e ocorre dentro do que os atores de mercado e órgãos internacionais classificaram como ecossistema (CCAF, 2017; FSB, 2017; WEF, 2015). Trata-se de uma rede de de interações ora concorrenciais, ora coordenadas, feitas dentro de uma cadeia interdependente (Barbosa, 2018; Langley & Leyshon, 2017; Malady, Buckley, & Tsang, 2015).

O ecossistema é amplo, com atividades que envolvem serviços de pagamentos, financiamento individual ou coletivo, crédito “Peer-to-Peer” (P2P), investimentos automatizados, depósitos, emissão de seguros, gestão financeira e negociação de criptomoedas como a bitcoin (Hendrikse et al., 2018; IOSCO, 2017; WEF, 2015). As novas formas prestação desses serviços envolvem aplicativos, contas digitais e algoritmos sofisticados. Estão associadas à disrupção do sistema financeiro e a eficiências alocativas que contribuiriam para produtos mais competitivos (Chiu, 2016). As Fintechs têm ocupado um espaço cada vez maior no mercado financeiro.

Apesar dos novos modelos de negócios, em grande parte dos casos as Fintechs não executam os seus serviços de forma autônoma. Se acomplam à estrutura de bancos e outros atores incumbentes, como grandes bandeiras de cartões de crédito, para realizar uma parcela das etapas de processos tradicionais, como a concessão de empréstimos e a captura de transações de pagamentos (FSB, 2017). Nesses casos, as Fintechs atuam como uma nova camada na prestação dos serviços financeiros, em que alavancam um tipo de rendimento que até então era exclusivo das instituições financeiras participantes do mercado (CGFS & FSB, 2017). É o modelo de atuação acoplado.

Em outra variedade de atuação, os serviços prestados pelas Fintechs podem depender apenas marginalmente da estrutura dos atores incumbentes, ou mesmo ser ofertados de forma completamente independente. É o caso das carteiras digitais de criptomoedas, em que o núcleo da prestação dos serviços envolve um ativo pouco negociado por bancos comerciais e fora do perímetro da regulação financeira. Parte das Fintechs oferece serviços de pagamentos e abertura de contas de acordo com políticas operacionais e tarifárias próprias, sem necessidade de estar credenciada por uma grande bandeira de cartão de crédito (ABFintechs & PWC, 2018). Nesses casos de atuação “autônoma”, as Fintechs se colocam no mercado como concorrentes diretos de arranjos comerciais consolidados¹.

1.1 Transformações globais

O valor das transações realizadas através dos ecossistemas de Fintechs representa uma parcela pequena no total dos fluxos de capitais e no volume dos meios de pagamentos (CGFS & FSB, 2017), mas a taxa crescimento e natureza inovadora desses arranjos comerciais têm sido foco de atenção de organismos internacionais e reguladores na experiência comparada. Governos e órgãos reguladores constituíram uma série de estruturas específicas para tratar das Fintechs e avaliar as suas implicações para o mercado. Como consequência, a produção de diagnósticos e relatórios e a incorporação da agenda

¹ O funcionamento das criptomoedas e a atuação das Fintechs no mercado de arranjo de pagamentos são descritos no contexto do estudo de caso do trabalho, no capítulo 2.

das Fintechs na ordem do dia vem influenciando processos de transformação regulatória ao redor do globo².

O Reino Unido é um caso em que o governo adotou uma postura clara de estímulo agressivo à criação de um ambiente regulatório simplificado para fomentar o surgimento e a consolidação de Fintechs. O governo britânico coordenou a execução de um plano integrado entre reguladores e supervisores do sistema financeiro, incluindo a Financial Conduct Authority (FCA) e o Banco da Inglaterra, com o objetivo de coordenar a agenda da concorrência e do fomento à inovação em serviços financeiros e reforçar a sua inserção dentro da dinâmica dos órgãos (HM Treasury, 2017). O plano consolida um conjunto de iniciativas concretas como o FCA Innovation Hub³, que buscam reduzir as barreiras de entrada e criar uma via facilitada para que as Fintechs entrem no ambiente regulado.

O destaque do caso inglês é a estratégia do Sandbox regulatório. Instituído pela FCA em 2015, tornou-se paradigmático ao permitir que Fintechs fossem autorizadas a operar dentro de um regime flexível (CGFS & FSB, 2017, p. 44) – uma espécie de incubação regulatória. O marco inicial do sandbox é um a divulgação de um chamamento público para que Fintechs interessadas submetam pedidos para operar sob uma licença provisória⁴. Após triagem e seleção feitas pela FCA, os participantes selecionados para o programa entram em ambiente controlado, porém livre de sanções punitivas. O sandbox tornou-se um espaço de experimentação que permitiu às empresas participantes operarem com determinados produtos e serviços, por um determinado período de tempo e com alcance de atuação limitado, de forma a testarem suas soluções sob o olhar do regulador (Herrera & Vadillo, 2018, pp. 14–15). Dessa forma, as Fintechs ficam sujeitas ao olhar próximo e à coordenação do regulador, que poderá determinar alguma adequação necessárias nos projetos com licença provisória.⁵

²Ver: Financial Stability Board (FSB) (*Press Note 38/2016*, 2017a; 2017b); CPMI (2017); IAIS (2017); IOSCO (2017); Banco Central do Brasil (BCB – GT de Inovação Financeira), (2016A; 2016B; 2017), (CVM Fintech Hub; 2017); Fed e Securities and Exchange Commission (SEC), ; Argentina (Banco Central de la República Argentina – *Programa de Innovación Financiera 2017: Inclusión Financiera*); México (projeto da Lei de Tecnologia Financeira - *Ley Fintech* em tramitação no Congresso); People’s Bank of China (*PBoC Office of Financial Development Studies*); Reino Unido (HM Treasury *Regulatory Innovation Plan*, 2017; Financial Conduct Authority – *FCA Innovate*, Bank of England – *Fintech Accelerator*); França (*Pôle ACPR Fintech Innovation; Banque de France – expérimentation de blockchain interbancaire*); Países Baixos (*AFM-DNB Report “More room for innovation in the financial sector*); entre outros.

³ Ver: <https://www.fca.org.uk/firms/fca-innovate>

⁴ Ver: <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/prepare-application>

⁵ Ver: HM Treasury (2017): “(...) a regulatory sandbox: a safe space where both regulated and unregulated firms can experiment with innovative products, services, business models and delivery mechanisms without immediately incurring all the normal regulatory consequences of engaging in such activity” (p. 7). Ainda

As autoridades britânicas buscavam assimilar os novos modelos de negócio e variedades de interconectividade sem submeter as Fintechs ao mesmo padrão regulatório robusto aplicado às demais instituições financeiras. O padrão sandbox tornou-se referência mundial (Herrera & Vadillo, 2018) e influenciou outras experiências de transformação regulatória. Dessa forma, arranjos similares podem ser identificados na Austrália, em Hong Kong, na Malásia e em Singapura, entre outros países em que os reguladores se respaldaram em padrões de regulação e supervisão flexíveis para incorporar as Fintechs ao ambiente regulado⁶.

O governo federal dos EUA, que até recentemente não havia aderido esse padrão de regulação, passou a sinalizar de forma mais efetiva em direção à agenda Fintech. Em cumprimento às diretrizes para regulação financeira estabelecidas no governo Donald Trump⁷, o Departamento do Tesouro norte-americano publicou um relatório em que aponta a relevância das finanças não-bancárias, das Fintechs e da inovação em geral para o sistema financeiro dos EUA. As autoridades americanas reputaram que o crescimento vertiginoso do mercado das Fintechs era devido não só ao avanço tecnológico, mas também seria consequência das respostas regulatórias do governo norte-americano à crise financeira de 2008, associadas ao aumento da carga regulatória sobre as instituições financeiras (U.S. Department of Treasury, 2018).

Diante desse diagnóstico, o Departamento do Tesouro recomendou que a regulação fosse adaptada e atualizada para incorporar os novos modelos de negócios proporcionados pelos avanços tecnológicos. O novo foco deveria ser o papel das instituições financeiras não-bancárias em segmentos como crédito e pagamentos. A regulação deveria ser alterada, de forma a prever uma racionalidade mais flexível em que modelos de experimentação – como os sandboxes – fossem adotados para modernizar a regulação financeira (U.S. Department of Treasury, 2018).

Pouco após a publicação do relatório, o Office of the Comptroller of the Currency (OCC), órgão que autoriza o funcionamento, regula e supervisiona bancos nacionais nos

cf. Arner, Barberist e Buckley (2015), o modelo *sandbox* representa a forma de regulação *principle-based*, mais flexível, porém menos segura que as formas *rule-based* mais tradicionais.

⁶ Austrália (coordenação de governo feita em torno da National Innovation & Science Agenda, em iniciativas como o ASIC's Innovation Hub e RBA New Payments Platform); Hong Kong Monetary Authority (Fintech Facilitation Office); Monetary Authority of Singapore (sandbox regulatório).

⁷ Presidential Executive Order on Core Principles for Regulating the United States Financial System, de 3 de fevereiro de 2017. Disponível em: <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-executive-order-core-principles-regulating-united-states-financial-system/>

EUA, entre outras instituições financeiras, criou uma categoria de autorização federal especial para Fintechs⁸. Questionada por atores incumbente e pelos reguladores estaduais nos EUA⁹, a medida do OCC permite que as Fintechs operem sem estarem vinculadas a um banco e foi bem aceita pelos novos entrantes no mercado¹⁰. Ainda que diante de resistência institucional por parte dos reguladores estaduais¹¹ e do próprio Federal Reserve, a postura do OCC e da administração Trump acenam ao padrão regulatório do outro lado do Atlântico, em aproximação ao modelo britânico.

Na China, contudo, é possível identificar movimentos recentes por parte das autoridades governamentais que apontam para uma estratégia regulatória que vai no sentido contrário. Lar do maior mercado global de Fintechs de crédito (CGFS & FSB, 2017, p. 6), a China é marcada pela forte presença de bancos comerciais e outras instituições financeiras controladas direta ou indiretamente pelo governo, que integram a rede central de instituições financeiras. Por outro lado, o país também proporcionou terreno fértil para o desenvolvimento de um mercado bilionário de shadow banking¹², em que produtos como os “Wealth Management Products” (WMP) se popularizaram logo antes das Fintechs por oferecerem estrutura similar a uma conta corrente, porém com rendimentos superiores ao do mercado bancário tradicional, fortemente regulado (Awrey, 2015).

A estrutura regulatória chinesa, centralizada e de caráter tradicionalmente conservador, foi desafiada pela explosão recente do mercado de Fintechs (You, 2018, p. 87). A oferta de produtos de crédito P2P (“loan-based crowdfunding”, no Reino Unido, ou “online marketplace lending”, nos EUA), em que os empréstimos são concedidos diretamente entre credor e devedor através de uma plataforma eletrônica, sem intermediação de bancos, cresceu de forma vertiginosa. O capital aplicado na atividade aumentou em setenta vezes entre os anos de 2012 e 2016, e se estima que em meados de 2018 havia cerca de 50 milhões de investidores operando¹³, com foco em famílias e pequenas e médias empresas (You, 2018, p. 90). Empresas do segmento “Big Tech”, como

⁸ Ver: <https://www.occ.gov/news-issuances/news-releases/2018/nr-occ-2018-74.html>

Contudo, sem acesso ao sistema do Federal Reserve.

⁹ Ver: <https://www.americanbanker.com/opinion/why-theres-no-need-for-the-occs-fintech-charter>

¹⁰ Ver: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-31/tech-firms-can-win-bank-charters-as-occ-unveils-fintech-policies>

¹¹ As competências regulatórias são concorrentes entre União e Estados nos EUA. Ver: <https://www.csbs.org/occ-fintech-charter>; ver também: <https://www.americanbanker.com/opinion/occs-fintech-charter-is-a-mistake>

¹² O tópico do shadow banking será desenvolvido ao longo do trabalho.

¹³ Ver: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-20/china-s-p2p-platform-failures-surge-as-panic-spreads-in-market>

a Ant Financial, vinculada ao grupo Alibaba, também passaram a operar massivamente no mercado chinês de empréstimo entre pessoas¹⁴.

Esse crescimento ocorreu inicialmente num vácuo regulatório até quando, no final 2015, o Comitê Chinês de Regulação Bancária (CBRC), junto a outras autoridades do país, lançou uma consulta pública com minuta de regulamento para o setor P2P. A legislação específica foi aprovada em agosto de 2016¹⁵ com o objetivo de estimular o crescimento ordenado do segmento (Zhou, Arner, & Buckley, 2015).

Apesar de celebrado como uma das forças motrizes do crescimento das Fintechs em âmbito global, o mercado de crédito entre pessoas na China sofreu fortes abalos ao longo de 2018. Estipula-se que o colapso sequencial de plataformas Fintechs no segmento P2P trouxe prejuízos a diversos investidores e deu ensejo a focos de protesto em diversas cidades chinesas. Isso ocorre cerca de dois anos após o escândalo do caso Ezubao, um dos maiores esquemas Ponzi que se tem notícia e cujo colapso prejudicou mais de 900 mil investidores¹⁶.

Dessa forma, as autoridades chinesas sinalizaram ao longo de 2018 que pretendiam entrar em fase de maior cautela em relação ao mercado de crédito P2P, principal segmento de Fintechs no país. Parte da estratégia regulatória consiste em fechar plataformas pequenas e médias e limitar ou mesmo reduzir as operações das maiores. Estima-se que a aplicação de sanções pelas agências chinesas – ação integrante do novo pacote regulatório – leve ao expurgo de mais de 70% das plataformas do mercado de P2P, avaliado em US\$ 176 bilhões¹⁷.

Portanto, considerando o caso chinês, os movimentos de flexibilização e simplificação dos regimes regulatórios em direção às Fintechs, a partir do padrão britânico, não são a única vertente observada. Enquanto a experiência britânica lidera um bloco de experimentalismo e flexibilização da regulação, que busca incorporar as Fintechs ao sistema financeiro, a China tem se movimentado no sentido contrário. Diante da explosão de um mercado à margem do mercado financeiro regulado, as autoridades chinesas buscam

¹⁴ Ver: <https://www.cbinsights.com/research/ant-financial-alipay-fintech/>

¹⁵ The State Council of Peoples' Republic of China, The Interim Administrative Measures for the Business Activities of P2P Lending Information Intermediaries.

¹⁶ Ver: <https://www.independent.co.uk/news/business/news/china-arrests-peer-to-peer-lenders-ezubao-in-8bn-ponzi-scheme-a6847066.html>

¹⁷ Ver: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-20/china-s-p2p-platform-failures-surge-as-panic-spreads-in-market>

aumentar o controle e a rigidez do acesso a um sistema regulatório tradicionalmente mais fechado.

No primeiro caso, o regulador incorporou a agenda Fintech no momento do seu crescimento, criando um ambiente propício para que se desenvolvessem ainda mais. No segundo, o regulador, que à princípio não tinha controle sobre um mercado em crescimento massivo – e em que os riscos começaram a se concretizar –, adotou postura repressiva *ex-post* para limitar os novos entrantes.

O debate em órgãos internacionais vem sendo pautado em torno das ponderações sobre os riscos e oportunidades das novas tecnologias financeiras (FSB, 2017). Relatórios como o do CGFS e FSB (2017, p. 30) reportam que, entre os potenciais benefícios das Fintechs que operam com crédito, estão a inclusão financeira, o aumento da concorrência e ganhos de eficiência. Apesar de avaliarem que os riscos de alavancagem e liquidez são muito reduzidos (p. 25), apontam que a deterioração dos critérios operacionais e as pressões competitivas sobre os bancos tradicionais são riscos que a atuação das Fintechs apresenta à estabilidade. Os organismos internacionais padronizadores indicam ainda que as Fintechs podem apresentar desafios por estarem à margem dos perímetros regulatórios, sem acesso a linhas de resgate em momentos de crise (CGFS & FSB, 2017, p. 32).

Além de China, EUA e Reino Unido, países que lideram esforços regulatórios com abordagens distintas (Stein & Aggarwal, 2016), o surgimento de Fintechs também tem se consolidado na África e na América Latina (CCAF, 2017, 2018). Se, por um lado, as manifestações de organismos internacionais e de parcela significativa dos órgãos reguladores de países centrais indicam que a estratégia inglesa influenciou o principal modelo regulatório em difusão, a experiência mostra que outros arranjos também são possíveis.

1.1 Questões comuns

Este trabalho propõe que identificar as variáveis de respostas jurídico-institucionais às Fintechs passa necessariamente pela abordagem funcional de dois eixos principais. O primeiro deles diz respeito ao padrão de interconectividade determinado para as Fintechs e

as implicações dessa transformação regulatória para a estabilidade do sistema¹⁸. Este padrão é resultado da configuração jurídica de redes de relações complexas e exposições a outras instituições e instrumentos financeiros no mercado (Awrey, 2012, pp. 253–255). A variedade de interconectividade determinará os limites à negociação de títulos, as formas de securitização e os controles prudenciais. Esta variável pode ser determinada de forma ativa, quando o Estado toma a dianteira na elaboração de um regime regulatório próprio, ou pela omissão deliberada, quando esses ajustes jurídicos ficam a cargo de soluções dentro do mercado (Awrey & Pistor, 2014; Pistor, 2013).

O segundo eixo de análise das respostas jurídico-institucionais gira em torno da construção da estratégia regulatória. Ainda que seja um campo fundamentalmente interdisciplinar (Baldwin & Cave, 1999), os processos e instrumentos regulatórios são juridicamente determinados e construídos. O direito desempenha um papel tanto seletivo, na definição da legitimidade procedimental – quem participa, como participa –, quanto de legitimação democrática, ao vocalizar demandas e situar a elaboração normativa no plano do desenvolvimento econômico – o que mudou, quem ganha e quem perde (Coutinho, 2013, 2016a).

O grau de flexibilidade ou rigidez da estratégia regulatória pode aproximar os processos a padrões flexíveis, associados à experimentação, ou a formas mais rígidas, associadas ao clássico comando e controle (Baldwin & Cave, 1999). Essas implicações não são meramente formais, mas passam pela própria transformação do direito (Trubek & Trubek, 2006) e seu papel na composição de lógicas conflitantes que determinam a racionalidade de atuação do Estado (Schapiro, 2018).

Dessa forma, o crescimento e a consolidação dos ecossistemas de Fintechs são fenômenos de escala global, que influenciam e são resultado de transformações jurídicas através de processos em que “agentes políticos públicos e privados interagem em torno de objetivos e meios, assim como em torno de formas e funções institucionais” (Coutinho, 2016a, p. 227). A dimensão concreta dessas transformações está nos processos regulatórios, que podem ser analisadas (i) pela variedade de interconectividade financeira resultante e (ii) a partir da estratégia regulatória adotada.

¹⁸ Ver Silva et. al. (2018) Para análise relativa ao impacto da política *monetária* na amplificação do risco sistêmico, explorada a partir da interconectividade e dos efeitos de rede.

1.2 O caso brasileiro

Diante desse contexto, o caso brasileiro é particularmente interessante, tendo em vista a entrada das Fintechs em um mercado marcado pela prevalência do crédito bancário e pela forte presença de instituições financeiras públicas (Silva, Guerra, Silva, & Tabak, 2018, p. 6). A prevalência do banco como a grande opção de financiamento no país tem uma raiz histórica. Está relacionada à forma como o mercado financeiro foi construído ao longo do tempo a partir das transformações de estruturas jurídico-institucionais que buscavam solucionar determinados conflitos distributivos (Pistor, 2005; Schapiro, 2011).

Katharina Pistor (2005) destaca que essa estrutura jurídico-institucional do financiamento, ou governança financeira, muda conforme cada expressão de economia de mercado, ou variedades de capitalismo (Hall & Soskice, 2001). A governança financeira é determinada não só pela vigência de padrões internacionais amplamente difundidos no processo de globalização, como também pelas diferentes trajetórias de desenvolvimento em cada contexto nacional (Schapiro, 2018). Pistor (2005) indica duas principais variedades: a economia liberal de mercado e a economia coordenada de mercado¹⁹.

A primeira variedade, a liberal, é observada em países nos quais o desenvolvimento capitalista está consolidado há mais tempo, como nos EUA e na Inglaterra. Nesses países, o mercado de capitais é a força que desempenha o maior peso relativo no financiamento de longo prazo no sistema financeiro (Pistor, 2005). Essa característica se complementa com as restrições à concentração bancária e a vedação à presença de bancos comerciais no mercado de capitais²⁰. Nesse cenário, o financiamento das empresas ocorre de forma atomizada e pulverizada, de forma que a relação entre financiadores e empreendedores se desenvolve de forma muito mais distante (Pistor, 2005). Para Schapiro (2009), trata-se de um contexto em que as relações entre financiador, principal, e financiado, agente, são marcadas pelo distanciamento e pela lógica adversarial na resolução de conflitos – mediados de forma individualizada e com base na primazia da autonomia entre as partes (Schapiro, 2009, p. 35 e ss., 45).

¹⁹ Para aprofundamento na questão, ver: Hall & Soskice (2001), *Varieties of Capitalism*.

²⁰ Caso do *Glass-Steagall Act*.

A segunda variedade, a das economias coordenadas de mercado, é observada em países como Japão e Alemanha, em que o desenvolvimento capitalista ocorreu de forma mais tardia, durante o século XIX (Pistor, 2005). Nesses casos, os bancos são apontados por Pistor (2005) e Schapiro (2009, 2011) como os principais atores no financiamento dos empreendimentos. Dessa forma, ao contrário do que se observa nos casos norte-americano e britânico, o financiamento é caracterizado por ser mais concentrado, pelo lado dos financiadores. Credores e tomadores também desenvolvem uma relação mais próxima e permanente (Schapiro, 2009, 2011). Nessa perspectiva, os conflitos de agência tendem a ser mediados em estruturas internas às companhias, em que os bancos participam de forma mais ativa e exercem influência de forma mais direta, propiciando ações coletivas em que se valorizam os mecanismos relacionais²¹ (Schapiro, 2009).

No cenário latino-americano, os ensaios de desenvolvimento capitalista são mais recentes e frágeis e o tensionamento em torno dos recursos disponíveis para o financiamento da atividade econômica é muito maior que nas outras variedades descritas (Schapiro, 2009, 2011). Para Schapiro, o Estado é o ator que toma a dianteira na organização do financiamento nesse contexto, em paralelo a um papel secundário dos mercados de capitais. A concentração bancária tende a ser maior, com presença massiva dos bancos públicos, que cumprem papel relevante na coordenação dos interesses entre financiador e financiado (2009, p. 47 e s.).

Não só em consequência exclusiva das características descritas, mas definitivamente influenciada por elas, a oferta de crédito no Sistema Financeiro Nacional brasileiro (SFN) é altamente concentrada. Os cinco maiores bancos comerciais detêm cerca de 80% do crédito concedido no país e concentram 71% dos ativos totais das instituições financeira bancárias e não bancárias (BCB, 2016, 2017).

Além do alto grau de concentração²², que encontra poucos paralelos no mundo, os serviços prestados pelos bancos comerciais são considerados caros e as taxas de juros para crédito pessoal, corporativo e de longo prazo estão entre as mais elevadas que se tem registro. Atores do mercado reconhecem que gargalos estruturais como o oligopólio bancário, a penetração limitada dos serviços financeiros na população de baixa renda e os

²¹ Caso do “Main Bank System”, no Japão, e do Banco Universal, na Alemanha.

²² A elevação no grau de concentração bancária, contudo, não foi uma tendência unicamente brasileira no após da crise financeira de 2008 – a tendência também se acentuou nos EUA (Levy Economics Institute, 2012).

altos custos para empréstimos fazem do Brasil um terreno fértil para o desenvolvimento de formas alternativas de prestação desses serviços (ABFintechs & PWC, 2018).

Não por acaso, a quantidade de Fintechs em operação no mercado subiu de 130 em 2016 (Fintechlab, 2016) para 309 em outubro de 2017²³ e 377 em maio de 2018²⁴. Os segmentos de pagamentos e o de crédito, financiamento e empréstimos são os de maior representatividade. Assim como nos ecossistemas de Fintechs em outros países, as Fintechs brasileiras se caracterizam por apresentarem soluções tecnológicas voltadas a segmentos específicos e operarem forma dispersa e pulverizada (ABFintechs & PWC, 2018).

Assim, ao mesmo tempo em que o Brasil é marcado pela prevalência do banco como principal canal de financiamento, dentro de um mercado altamente concentrado e com papel decisivo do capital público, o país reúne o maior número de Fintechs na região da América Latina e Caribe (Herrera & Vadillo, 2018). Essas características, entre outras que serão abordadas ao longo do trabalho, tornam o desafio regulatório de endereçar as inovações financeiras das Fintechs no caso brasileiro ainda mais particular, considerando as lógicas operacionais e racionalidades subjacentes distintas entre uma Fintech de crédito P2P e a Caixa Econômica Federal, por exemplo.

1.3 A postura do Banco Central do Brasil

A postura do Banco Central do Brasil em relação às inovações financeiras vem se transformando ao longo dos últimos anos. Em abril de 2010 foi lançada a Fairplace, primeira plataforma a viabilizar operações de crédito Peer-to-Peer (P2P) no país. Operações P2P envolvem a transação direta entre credor e devedor, com papel subsidiário da plataforma que faz a intermediação (CGFS & FSB, 2017). São uma das principais atividades desenvolvidas no ecossistemas das Fintechs.

A Fairplace oferecia aos investidores aplicações com rendimentos superiores aos de produtos em renda fixa disponíveis no mercado. Aos tomadores de crédito, ofertava juros abaixo dos praticados pelos bancos comerciais. A plataforma não oferecia garantia às operações e não se responsabilizava pelo eventual inadimplemento. Tampouco ofertava

²³ Ver: <http://finnovation.com.br/mapa-de-fintechs-brasil-de-2017/>

²⁴ Ver: <http://finnovation.com.br/mapa-de-fintechs-brasil-maio-de-2018/>

operações de crédito com uso de capital próprio. Conduzia as negociações em sistema de leilões, em que vencia o investidor que aceitasse a taxa de retorno mais baixa sobre os recursos a serem investidos em operação com um determinado tomador. Contudo, o formato da operação P2P não era previsto em nenhuma normativa do Conselho Monetário Nacional ou do BC.

Ainda em agosto de 2010, o Banco Central denunciou a prática da Fairplace ao Ministério Público Federal, menos de um semestre após o início do funcionamento da plataforma.²⁵ O MPF solicitou que Polícia Federal investigasse a Fairplace e apurasse a conduta, que poderia configurar crime contra o Sistema Financeiro Nacional²⁶. Enfrentando os acionamentos do Banco Central, do MPF e da PF, a plataforma a encerrou suas atividades em dezembro daquele ano. À época, especialistas como Eduardo Salomão Neto se manifestaram no sentido de que, uma vez que as transações com os recursos dos investidores eram feitas através de contas da Fairplace, seria necessária a autorização prévia do BCB para poder operar²⁷.

Em junho de 2016, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRFSN) negou provimento ao recurso da Fairplace e manteve multa no valor de R\$ 250.000,00, aplicada pelo BC com base na Lei nº 4.595/1964, art. 44, § 7º²⁸. A plataforma foi penalizada por atuar como instituição financeira sem a prévia e indispensável autorização da autoridade supervisora.

Em 2017, pouco após a punição definitiva da Fairplace, o Banco Central lançou o Edital de Consulta Pública nº 55/2017. Como resultado, em abril de 2018 o CMN regulamentou a atuação das Fintechs de crédito por meio da criação de duas novas variedades de instituições financeiras não-bancárias, a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP)²⁹. A nova regulação incorporou em parte o modelo de negócios das Fintechs, incluindo a oferta de crédito P2P, em forma muito

²⁵Ver: https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/11/03/internas_economia,221414/a-pedido-do-bc-ministerio-publico-abre-processo-contra-o-site-fairplace.shtml

²⁶ Ver: <https://economia.ig.com.br/mercados/exclusivo-pf-vai-investigar-site-de-leiloes-de-emprestimos/n1237866606992.html>

²⁷ Ver: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/861031-pf-investiga-fairplace-site-de-emprestimos-entre-pessoas.shtml>

²⁸ Ata da 392ª Sessão de Julgamento do CRFSN disponível em:

<http://fazenda.gov.br/orgaos/coligados/crsfn/atas-de-sessoes/ata-da-392a-sessao-de-julgamento>
O processo administrativo sancionador na esfera do BCB foi alterado pela Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017.

²⁹ Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018.

similar às operações que eram praticadas pela Fairplace, pavimentando o caminho jurídico para atuação autônoma das Fintechs em relação às instituições financeiras incumbentes, como os bancos.

Há um claro contraste entre a postura rígida do BC diante do caso Fairplace, em 2010, e a flexibilização experimental mais recente, diante das Fintechs. Como o regulador chegou a esse resultado e o que mudou no caminho, entre uma postura repressiva e um ambiente regulatório favorável?

1.4 Objetivos do trabalho

Este trabalho busca analisar as transformações regulatórias em torno das Fintechs de crédito no Brasil tanto do ponto de vista da variedade de interconectividade e hierarquia resultantes no sistema financeiro, quanto da estratégia regulatória adotada. Num primeiro plano, mais concreto, busca-se evidenciar o trajeto percorrido ao longo de um processo regulatório que resultou em soluções jurídicas específicas para endereçar as inovações financeiras.

Portanto, busca-se apresentar, ao longo do trabalho:

- i. A forma como o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil formularam respostas normativas à inovação financeira e qual a posição das Fintechs de crédito na hierarquia do sistema; e
- ii. Como o regulador e o supervisor do Sistema Financeiro Nacional (SFN) vêm se valendo de arranjos alternativos para perseguir uma agenda própria de configuração do SFN, tendo em vista as particularidades do caso brasileiro.

A narrativa das Fintechs de crédito e do Banco Central está inserida num contexto mais amplo, em que as soluções jurídico-institucionais se relacionam à dinâmica de transformações na economia política (Coutinho, 2005, 2013, 2016a). Dessa forma, ao tratar da narrativa específica, o trabalho também aponta para um plano mais amplo e abstrato, que diz respeito ao papel do direito na elaboração de determinadas estratégias regulatórias e na construção de novas hierarquias financeiras.

Essa transformação regulatória está relacionada a um fenômeno global de reorganização do mercado financeiro, com implicações e respostas diferentes em cada contexto nacional. Assim, apesar de uma padronização relativa observada nos diversos documentos de organismos internacionais, os contextos nacionais e as resiliências jurídico-institucionas influenciam na dimensão local dos processos de “difusão regulatória” (Schapiro, 2018, pp. 584, 587–589). Apesar da contínua integração dos mercados, e talvez justamente por isso, as experiências comparadas devem ser enxergadas a partir dos conceitos e objetivos subjacentes aos desenhos regulatórios (Pistor, 2002). Do contrário, corre-se o risco de tratar as realidades e contexto de regulação de formas padronizadas.

1.5 Metodologia

1.5.1 Eixos temáticos e alcance do estudo

Para alcançar os objetivos elencados, o trabalho desenvolve um estudo de caso em torno do processo de regulação das Fintechs de crédito. O recorte foi definido durante o desenvolvimento do estudo, tendo em vista tanto o dinamismo das atividades de mercado no campo específico, quanto os gestos concretos dos regulador no sentido de apresentar uma resposta regulatória a essas práticas de mercado.

O mergulho no estudo de caso permite explorar, a partir de evidências empíricas, o caráter dinâmico e incremental com que essas soluções regulatórias vêm sendo desenhadas, bem como a racionalidade político-econômica subjacente. Assim como a autópsia médica permite conhecer, além da causa da morte, aspectos importantes sobre o funcionamento do corpo humano, a “autópsia institucional” do caso permite tratar o objeto de análise com familiaridade no contexto do sistema jurídico, de sua organização e sua função (Pistor, 2009, p. 1664).

1.5.2 Recorte do estudo de caso

O estudo de caso desenvolvido neste trabalho compreende uma uma classe de eventos que compõem o processo de regulação das Fintechs de crédito (Maira Rocha

Machado, 2017). A narrativa que relaciona o encadeamento dos eventos é resultado de um processo de coleta e resumo dados que permite inferências descritivas causais relacionadas à forma como o regulador reagiu às inovações financeiras e à lógica regulatória resultante (Epstein & King, 2013).

O desenvolvimento da pesquisa contou com uma série de conversas exploratórias conduzidas entre dezembro de 2016 e dezembro 2018 com integrantes de órgãos reguladores, em especial do Banco Central, e com agentes de mercado, tanto incumbentes quando novos entrantes. As principais impressões e achados relativos às conversas permitiram ao observador mapear o enredo pré-institucional e identificar os eventos relevantes (Maira Rocha Machado, 2017). As reações, perguntas, exemplos e impressões dos interlocutores foram fundamentais para compreender a dimensão do caso e a sua relação com os problemas gerais (Lund, 2014).

O estudo de caso organiza o processo regulatório em duas etapas. A primeira delas, classificada neste estudo como etapa de adequação incremental e mapeamento de práticas, é marcada pelo uso adaptado, pelas Fintechs, da figura do correspondente bancário. A adaptação foi uma solução proposta pelo mercado e aceita, em caráter provisório, pelo Banco Central. Em paralelo, é nesse momento que o regulador passa a mapear as práticas das Fintechs de crédito e busca assimilar os principais aspectos das operações conduzidas pelos novos entrantes no mercado.

A aceitação provisória do uso dos correspondentes bancários como forma jurídica para as Fintechs de crédito não ocorre de forma explícita, mas sim a partir do que identifiquei como movimentos e, principalmente, pelo controle do poder repressivo de supervisão do BC. Ao contrário da postura adotada diante da FairPlace, em 2010, desta vez o Banco Central não coíbe as inovações financeiras e a agenda dos novos entrantes foi parcialmente integrada à Agenda BC+, plano de ações estratégicas que norteou o BC durante a presidência de Ilan Goldfajn, no governo Michel Temer (2016-2018).

A narrativa da primeira etapa do processo compreende a análise de documentos e manifestações públicas de agentes do órgão regulador. É subsidiada ainda pelas impressões colhidas em conversas exploratórias e entrevistas informais junto a pessoas chave que ampliaram o ponto de observação do pesquisador a interações de acesso restrito (Machado, 2017).

A segunda etapa do processo, classificada aqui como estruturação regulatória, compreende o desenrolar da Consulta Pública nº 55/2017, seguida da edição da Resolução 4.656/2018, que cria a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Crédito entre Pessoas (SEP). A etapa é composta ainda pelas interações que, desenvolvidas durante a consulta pública, vieram a influenciar na redação final da normativa que pavimenta juridicamente o desenvolvimento do mercado das Fintechs de crédito. Os dados foram coletados e processados a partir do material disponibilizado publicamente pelo Banco Central, no bojo do ECP 55/2017. Também integra essa etapa o Decreto nº 9.544, de 29 de outubro de 2018, que cria uma autorização automática para participação estrangeira em até 100% do capital da SCD e da SEP. A análise se limita ao processo de edição das normas, sem considerar os seus efeitos.

1.5.3 Eixos e unidades de análise

A narrativa do caso, resultado de processo analítico, coloca em evidência achados sobre o resultado do processo regulatório em torno de dois eixos: (1) as estruturas de obrigações que configuram o desenho jurídico-institucional dos correspondentes bancários, a SCD, a SEP e a forma como inserem as Fintechs de crédito no sistema financeiro – interconectividade; e (2) as expressões da forma de atuação do regulador – estratégia regulatória. Conforme explicado no item anterior, as unidades de análise na segunda etapa do processo serão desdobradas em interações-chave entre (a) texto inicial da Minuta, (b) Contribuições e (c) texto final da Resolução.

1.6 Estrutura do trabalho

Além desta introdução, a pesquisa está organizada em três capítulos e uma conclusão. No primeiro deles, o texto apresenta, em primeiro lugar, as questões relativas aos processos de inovação financeira a partir da dimensão funcional-evolutiva, por um lado, e associada à arbitragem regulatória, por outro. A partir desse ponto o capítulo visita a literatura relacionada aos dois eixos de análise.

O primeiro eixo trata do papel constitutivo do direito no sistema financeiro, em que as formas de interconexão e a hierarquia no mercado são juridicamente determinadas. O direito é tanto garantia quanto fonte de instabilidade e sua aplicação envolve o paradoxo jurídico-financeiro. A tensão entre garantia e elasticidade definirá a administração discricionária do paradoxo nos momentos de incerteza e restrição de liquidez. O segundo eixo diz respeito a pontos relevantes no debate sobre técnicas regulatórias e sua relação com o papel do direito no desenvolvimento, incluindo o tradicional comando-e-controle e formas alternativas, como a New Governance.

O segundo capítulo desenvolve estudo de caso que descreve o caminho trilhado pelo CMN, BC e atores de mercado na construção do regime regulatório das Fintechs de crédito. O capítulo faz uma imersão setorial e busca explorar as nuances das interações entre regulador e regulados, que fica evidenciada principalmente na Consulta Pública nº 55/2017.

O terceiro capítulo busca conectar as observações concretas do estudo de caso aos eixos de análise do primeiro capítulo - variedades de interconectividade e padrões regulatórios. O estudo busca fazer inferências descritivas (Epstein & King, 2013) a partir de uma análise setorial razoavelmente representativa. Ao evidenciar os padrões observados às categorias mais amplas, o terceiro capítulo permite situar o processo brasileiro nas transformações jurídico-institucionais do capitalismo contemporâneo. A conclusão dá sequência a esse ponto e remete aos objetivos de pesquisa apresentados nesta introdução.

O pano de fundo desta pesquisa é o diálogo necessário entre os estudos em regulação e a literatura do desenvolvimento econômico (Coutinho, 2016b). As inferências apresentadas estão longe de uma pretensão generalizante ou prescritiva geral. Busca-se, ao contrário, indicar como um processo tecnicamente denso e específico remete a padrões e categorias abstratas – e cuja percepção confere maior rigor à análise (Lund, 2014).

1. A INOVAÇÃO FINANCEIRA NO CONTEXTO DO DESENVOLVIMENTO: TENSÃO ENTRE GARANTIA E ELASTICIDADE

O objetivo deste capítulo é organizar o instrumental teórico e delimitar a dimensão da análise aplicada ao estudo de caso sobre a regulação das Fintechs de crédito no Brasil, considerando os objetivos de pesquisa elencados na introdução. Dessa forma, o primeiro ponto do capítulo trata do problema regulatório em análise: o caráter duplo da inovação financeira. No debate sobre direito e desenvolvimento, a inovação está normalmente associada a processos de aumento da produtividade e a ganhos de competitividade. Nesse sentido, os processos de inovação são tratados como uma “variável ainda mais estratégica para a competitividade dos países e de suas organizações e empresas” (Coutinho & Mouallem, 2015, p. 86) ou mesmo como uma falha de mercado que deve ser mitigada através de arranjos de governança do financiamento (Schapiro, 2015).

Contudo, a inovação é abordada de forma menos otimista quando se trata de novos produtos, processos e formas de organização do mercado financeiro. Principalmente a partir da crise financeira de 2008, órgãos internacionais (FSA, 2009; FSB, FMI, & BIS, 2009) e parte da literatura (Awrey, 2012; Goodhart, 2008) indicam que a regulação deve endereçar as inovações financeiras de forma a aproveitar os ganhos de eficiência a que dão origem, porém – e principalmente – avaliando o risco e a complexidade sistêmica resultantes. Ao longo do capítulo, identifico e comparo duas dimensões da inovação financeira: (i) a da arbitragem regulatória; e (ii) a funcional-evolutiva.

Em seguida, tendo em vista a particularidade das finanças e seu caráter inerentemente instável³⁰, o capítulo desenvolve o eixo de análise sobre a relação entre o direito e o sistema financeiro. O texto apresenta os principais pontos da “Legal Theory of Finance” (LTF), ou teoria jurídicas das finanças, organizada por Katharina Pistor (2014; 2009, 2013) e Dan Awrey (2012, 2015) em contraponto à “Law and Finance School” (L&F) preconizada por La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (LLSV) (1998; 1997, 2000).

³⁰ Para uma explicação completa e minuciosa sobre o tema, ver Minsky (1977, 1986, 1995)

O terceiro ponto do capítulo aborda vertentes da literatura relacionada à regulação e desenvolvimento necessárias para os objetivos deste estudo. A primeira delas diz respeito às técnicas regulatórias que organizam a interação entre Estado e sociedade tanto a partir de padrões classicamente concebidos, como o “comando-e-controle” (Baldwin & Cave, 1999), quanto através de formas de governança regulatória alternativas, como a “New Governance” (Trubek & Trubek, 2006). Longe de serem meras alternativas burocráticas, essas técnicas estão associadas aos conflitos distributivos e à dinâmica de transformações do estado regulador (Schapiro, 2018; Yeung, 2010) e sua relação com o desenvolvimento (Parker & Kirkpatrick, 2004) – segunda vertente. A ação regulatória tem dimensão histórica (H.-J. Chang, 1997) e o direito tem um papel fundamental a cumprir na sua expressão jurídico-institucional (Coutinho, 2016a), perspectiva que insere o debate nos desafios atuais – terceira vertente.

O capítulo busca explorar as questões centrais relativas à técnica regulatória no contexto do desenvolvimento, expor a imbricação entre direito, finanças e o paradoxo resultante e apresentar a natureza genérica dos desafios em torno da inovação financeira – categoria que engloba as Fintechs. Por fim, esses três pontos serão costurados para situar a análise que será aprofundada no caso brasileiro, no terceiro capítulo. Não se busca transpor estes debates para o plano aplicado tendo em vista “solucioná-los”, mas sim explorar a utilidade dos conceitos e desenvolver uma abordagem estilizada e funcional que jogue luz nos desafios concretos do caso (Lund, 2014).

1.1 As duas dimensões da inovação financeira

Ao contrário do que ocorre em outros campos da atividade econômica, a interdependência das instituições no mercado financeiro (a) entre si e (b) em relação à confiança do público demandam que a estratégia regulatória considere a todo o tempo o risco sistêmico. No mercado automobilístico, por exemplo, a falência de uma empresa de autopeças não seria necessariamente nociva ao mercado: as concorrentes poderiam absorver sua participação no mercado e atender à demanda pela produção de freios a disco.

A interdependência no mercado financeiro, ao contrário do caso das autopeças, remonta à sua própria natureza e construção histórica. É conceitualmente impossível que o

sistema bancário atenda a todos os detentores de títulos de depósitos à vista se estes forem, a uma só vez, sacar seus títulos oponíveis a dinheiro em espécie, moeda circulante. Isso ocorre uma vez que o volume de meio circulante inclui não só moeda corrente, aquela em circulação e ao alcance do público, mas também a moeda escritural, que existe somente no balanço dos bancos por conta da alavancagem inerente ao negócio bancário (Paulani & Braga, 2013)

Essa lógica teve início quando ficou evidente para os operadores das primeiras casas de depósito que seria muito raro que todos os seus clientes depositários de moedas de ouro ou prata apresentassem, simultaneamente, os comprovantes referentes à integralidade de seus depósitos. Dessa forma, o valor originalmente depositado por indivíduos superavitários era multiplicado para atender aos indivíduos deficitários, em operação contábil por meio da qual o montante de recursos não só era canalizado, mas também multiplicado (Paulani & Braga, 2013).

Assim como realizavam a canalização de recursos entre indivíduos, as casas de depósitos negociavam títulos umas com as outras para atender às demandas de liquidações diárias. O mesmo princípio, elevado à complexidade e à velocidade conferidas pela tecnologia e pela comunicação em tempo real, é aplicável ao sistema financeiro hoje.

Crises localizadas em uma dada instituição, portanto, podem repercutir de forma imediata em todo o mercado³¹. O contágio entre as instituições financeiras coloca em risco a poupança popular e a integridade do sistema econômico como um todo, pois interfere no crédito e, principalmente, desestabiliza o sistema de pagamentos e a transferência de depósitos à vista entre bancos comerciais (Carvalho, 2005). Além das inovações tecnológicas, os bancos também incorporaram operações com produtos como os derivativos de crédito, tipicamente não bancários e que passaram a expor os bancos a novos riscos que não existiam no modelo tradicional (Yazbek, 2015).

Nesse cenário de forte intercâmbio entre os mercados bancários e de capital, característica que marca o desenvolvimento do mercado financeiro no século XXI (Yazbek, 2015), o fator inovação, considerado peça-chave para o desenvolvimento da maior parte

³¹ Ao contrário da moeda, que tem aceitação ampla e de curso forçado, a troca de títulos de depósito (moeda escritural) pode perder liquidez de forma muito significativa em momentos de desestabilização e abalo na confiança de que os bancos não serão capazes de cobrir as retiradas. São os riscos das corridas bancárias (Carvalho, 2005).

dos setores da economia, e tido por autores como Joseph Schumpeter (1942) como a essência transformadora do capitalismo (“creative destruction”), pode levar a episódios de grande instabilidade. Para Awrey (2012), a inovação financeira é um produto originado principalmente pelo lado da oferta dos intermediários financeiros, mais que pela demanda. Alerta que, ao contrário da dimensão schumpeteriana da “creative destruction”, a inovação financeira não representa necessariamente um progresso para o bem-estar geral, devendo ser analisada com cautela e como fonte de instabilidade (Awrey, 2012).

Esse argumento encontra respaldo na hipótese da instabilidade financeira, desenvolvida por Hyman Minsky (1992) e na série de estudos e diálogos sobre regulação financeira que a ela fazem referência. A base da hipótese de Minsky são dois postulados: (i) há regimes financeiros em que a economia é estável e regimes em que ela não é estável; e (ii) no decorrer de períodos de prosperidade prolongada, a economia transita de relações financeiras que preservam um sistema estável para relações financeiras que aumentam a instabilidade do sistema.

Os tipos de unidades e organizações que realizam a intermediação financeira, seus níveis de alavancagem e as suas diferentes respostas a momentos de contração monetária são, nessa linha de raciocínio, fatores determinantes de regimes financeiros e choques econômicos. Nesse sentido, Minsky aponta que as características dos ciclos econômicos e seus momentos de choque resultam de fatores endógenos à dinâmica das economias capitalistas e estão relacionadas ao sistema de intervenções e regulações feitas para manter a economia operando dentro de parâmetros razoáveis (Minsky, 1992, pp. 5-8).

A crise no mercado de crédito imobiliário norte-americano, por exemplo, decorre, entre outros fatores, de inovações financeiras relevantes a partir da liberalização do mercado das “saving & loans companies”, quando se permitiu a securitização de suas carteiras de crédito, conforme aponta Rafael Gagnin (2009). Nesse caso, as transformações do arcabouço institucional e a introdução de inovações financeiras nos contratos hipotecários e nas carteiras de crédito acabaram por ampliar a magnitude da crise do segmento subprime de crédito residencial nos EUA (Gagnin, 2009; Yazbek, 2015). O desenvolvimento de mercados secundários de hipotecas securitizadas estreitaram as

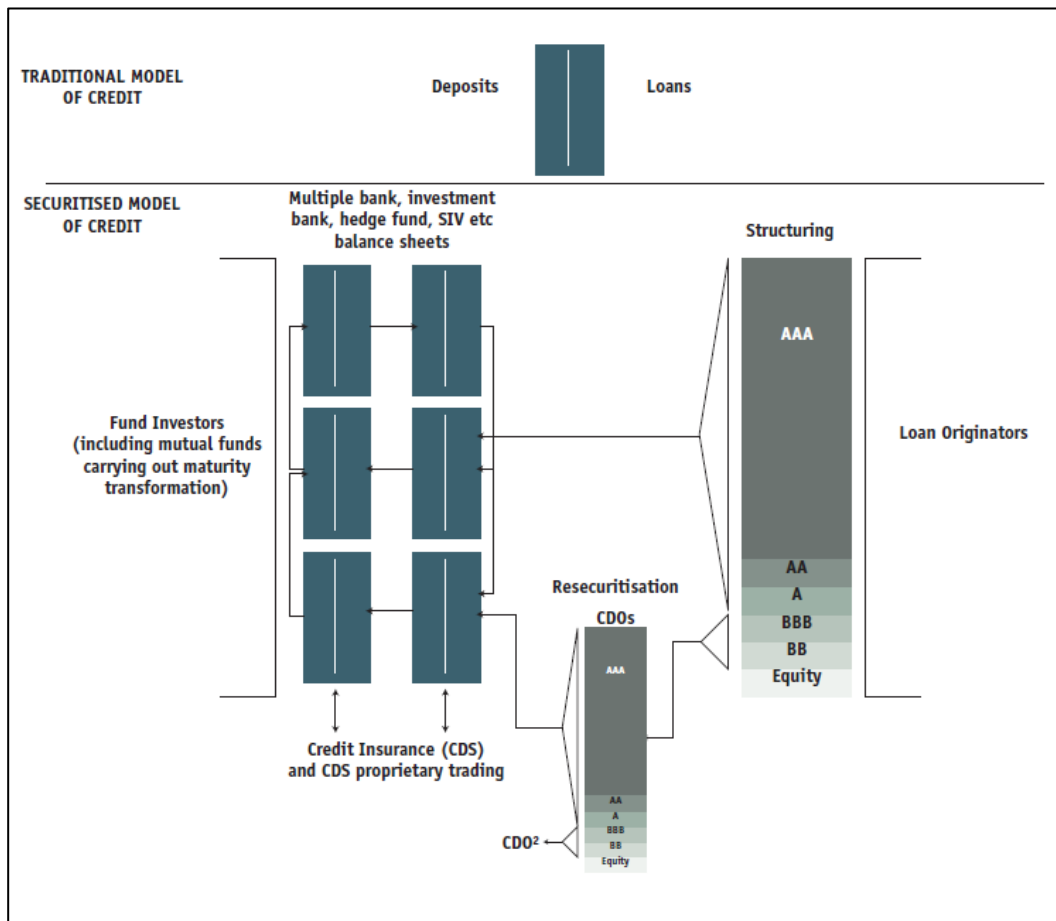
relações entre os mercados de capitais e o mercado de hipotecas, ampliando a comunicação e a transferência de riscos³².

Em relatório conjunto do FSB, FMI e BIS ao G20 após a crise de 2008, o conjunto de órgãos recomendou que a frequência com que as autoridades nacionais devem monitorar o mercado para endereçar riscos e relevâncias sistêmicas deve ser compatível ao ritmo das inovações financeiras (2009, pp. 21–22). O Turner Review, relatório elaborado pela autoridade reguladora inglesa também para analisar causas e efeitos da crise de 2008, identifica o crescimento da inovação financeira em ambiente de desequilíbrio macroeconômico como um fator que esteve na raiz dos eventos que levaram ao cenário de desestabilização financeira global (FSA, 2009, p. 11).

O regulador inglês reporta que o desequilíbrio nas balanças comerciais dos países ricos e a queda dos juros em renda fixa e títulos soberanos dos países centrais ocorreu em paralelo ao crescente endividamento dos EUA, Reino Unido e União Europeia. O cenário fomentou que investidores buscassem oportunidades de investimentos com retornos mais elevados. Como consequência, houve um aumento vertiginoso no crédito securitizado nos EUA, acompanhado por uma explosão na complexidade dos títulos de crédito e derivativos. A securitização possibilitava a criação e exposição a títulos de crédito sintéticos, produtos de outros produtos financeiros, elaborados em processos de “criação de valor” a partir da estruturação e do fatiamento das finanças (FSA, 2009, pp. 12–14).

³² Gagnin (2009) reforça ainda que essas inovações no financiamento do mercado imobiliário norte-americano facilitaram a securitização dos créditos *jumbo e de alto risco*, elevando os riscos das operações no mercado primário. As emissões de títulos mobiliários (CMO, ABS e CDO) passaram a integrar em definitivo o sistema de financiamento residencial ao mercado de capitais – movimento que culmina no crescimento dos segmentos *subprime*.

Figura 1 - Aumento da complexidade no modelo de crédito securitizado



Fonte: FSA (2009, p. 17)

A tendência de aumento da complexidade dos títulos através de inovações financeiras foi seguida pela mudança no padrão de transformação da maturação. O relatório indica que o papel de transformação, cumprido essencialmente pelo sistema bancário – e que justamente por isso está sujeito a controles e limites específicos dos bancos centrais – havia migrado parcialmente para estruturas não bancárias, ou quase-bancárias (“near banks”). Crescia a importância do sistema de shadow banking, em que a transformação de maturação³³ era realizada em moldes similares aos dos bancos, porém com financiamento do mercado de capitais sem acesso ao “backstop”, ou válvula de segurança, dos bancos centrais (FSA, 2009, pbp. 20–21). Ainda que não seja a única causa do processo de derrocada financeira de 2007-2008, a ampliação da complexidade decorre da

³³ Ver conceito na p. 47.

securitização está relacionada à posterior falha na capacidade de apurar a dimensão do risco que entrava no sistema (FSA, 2009, pp. 40–41).

Awrey (2012) destaca que deve haver um entendimento político sobre como lidar com os possíveis danos de uma reconfiguração do mercado financeiro. Argumenta que a complexidade do sistema financeiro é definida pela natureza e pelo ritmo da inovação financeira, em função das variáveis (a) custos de informação e (b) racionalidade limitada dos atores do mercado real. Quanto maior a complexidade, maiores os custos de informação e limitações à racionalidade dos atores. Como consequência, Awrey indica que há um grau inerentemente relativo de tolerância em relação à complexidade (Awrey, 2012, pp. 242–243).

Awrey ainda ressalta que, em função das variáveis e de como os atores as assimilam, existe uma hierarquia no mercado estabelecida em função da forma como esses atores processam as informações. Nesse quadro, a complexidade é um fenômeno essencialmente subjetivo, variável conforme a percepção de cada ator, e que resulta em exposições assimétricas a riscos e oportunidades. As percepções de riscos e oportunidades decorrentes dessa assimetria levam, assim, a uma tolerância finita com o grau de complexidade. Do ponto de vista regulatório, afirma, há um desafio em torno da mera percepção, pelos atores, de que as relações dentro de um sistema seriam tão complexas e intrincadas que formariam um emaranhado impossível de ser explorado em sua totalidade (Awrey, 2012, pp. 245 – 250).

As inovações financeiras e a complexidade, nesse sentido, impõem dinâmicas que se reforçam mutuamente (Awrey, 2012, p. 267). Os novos instrumentos financeiros, as assimetrias de posição, as novas formas de interconexão entre os atores do mercado e a complexidade delas decorrente são fatores que, conforme Awrey, fomentam instabilidade sistêmica e formam um desafio para os reguladores:

Simultaneously, opacity and the pace of innovation also render it more difficult for regulators to effectively police financial markets and – in conjunction with interconnectedness and fragmentation – to locate and monitor potential risks. Meanwhile, the vast array of intricate, evolving and often undetected interconnections within and between markets and institutions – themselves often the byproducts of financial innovation – foment systemic fragility and manifest the potential to become channels

for the transmission of contagion during periods of market distress.
(Awrey, 2012, pp. 275-276)

Goodhart (2008) identifica um problema de fronteira ou perímetro na regulação financeira (“boundary problem”). A regulação, como um padrão, impede que o agente regulado atinja o grau desejado de retorno sobre seu capital, de forma que os negócios dentro do setor regulado são, em regra – e à primeira vista –, menos rentáveis do que fora dele. O movimento natural no mercado é que os agentes regulados busquem parceiras e veículos que os permitam investir e atuar fora do perímetro regulatório (Goodhart, 2008, p. 48). Em momentos de crise, ao contrário, o fluxo de capital é revertido, em busca da segurança dos setores regulados.

Nesse sentido, os processos de inovação financeira estão amplamente identificados à dimensão da arbitragem regulatória e à fuga dos ambientes regulados. A pulverização de entidades não reguladas, ou reguladas de forma precária, pode apresentar um risco significativo à estabilidade do sistema. Essa característica impõe que os reguladores façam avaliações periódicas do mercado e, se necessário, adequem o perímetro regulatório de sua atuação (Yazbek, 2015, p. 289 e s.). Goodhart (2008) pondera:

Any supervisor must try to learn how the regulated are seeking to avoid the constraints placed upon them (and if the regulated are not doing so, it may be an indication that the regulation is just ineffective!). (2008, p. 50)

Pelo viés positivo da inovação, novas formas de prestação de serviços financeiros podem representar ganhos significativos de eficiência no mercado de crédito, além de ampliar o acesso de populações sub-bancarizadas a serviços financeiros de primeira necessidade e atacar dimensões significativas da restrição ao financiamento e da exclusão financeira no caso de países em desenvolvimento (Arner, Barberist, & Buckley, 2015). Esse viés está associado à dimensão funcional-evolutiva das inovações financeiras, em que são descritas como processos adaptativos ou criativos em que os atores de mercado buscam alterar os padrões negociais diante de novos problemas. Trata-se da busca por formas de distribuir o risco das operações ou de incrementar a liquidez e a negociabilidade dos instrumentos existentes, mitigando falhas de mercado (Yazbek, 2009, pp. 56–58).

Nesse sentido, Salama (2010b) argumenta que a finalidade legítima de uma atividade, uma vez que politicamente considerada, pode validar o uso adaptado ou indireto de uma forma jurídica previamente existente (pp. 231-236). Trata-se de um passo nos

processos de adaptação e evolução normativa, necessários para acompanhar o avanço tecnológico. Argumenta:

(...) a ênfase pode passar da discussão apenas metajurídica sobre a globalização financeira, para a análise das soluções jurídicas historicamente adequadas para lidar-se com inovações financeiras concretas. Essa mudança no eixo de análise permite considerar-se mais detidamente o aspecto jurídico-estrutural das inovações financeiras e suas implicações doutrinárias. A partir daí nota-se que inovações financeiras frequentemente estruturam-se por meio de negócios bancários indiretos. (Salama, 2010b, p. 242)

Ao analisar os processos de inovação financeira no Reino Unido entre os anos 1970 e meados da década de 1980, Goodhart indica que as inovações financeiras desempenharam um papel central nos processos de desenvolvimento e transformação da intermediação financeira, visto que: (i) aumentaram a concorrência e reduziram os custos da intermediação; (ii) alteraram as características do risco dos instrumentos financeiros e das taxas de juros; (iii) aumentaram a elasticidade dos fluxos de capital internacionais e a unificação do mercado de capitais mundial; e (iv) promoveram inovações no sistema de pagamentos (Goodhart, 1986, p. 80).

A inovação no sistema financeiro, portanto, tem um caráter duplo: ao mesmo tempo em que é importante para mitigar custos transacionais das diversas operações, a criação de novos instrumentos também amplia a complexidade das relações entre crédito e débito, tornando menos previsível a extensão das crises financeiras elevando o risco sistêmico e dificultando a atuação dos bancos centrais na gestão de liquidez (ver: Minsky, 1984, 1986, 1992; Gagnin, 2009; Yazbek, 2009, 2015).

O ponto ótimo de equilíbrio entre preservar mercados e moedas e inovar no desenvolvimento de renda e meios de pagamento é uma equação que exige uma solução pública formulada no âmbito de governos, bancos centrais e outras agências reguladoras, que assumem o papel de “policy makers” ao bancarem certos riscos em prol de um objetivo maior (e.g., aumentar a competitividade do mercado). Nesse sentido, administrar o caráter duplo da inovação financeira, associado à dimensão maximizante da inovação tecnológica, ganha contornos críticos.

1.2 A construção jurídica do sistema financeiro

1.2.1 Law & Finance

Há uma disputa de entendimentos sobre o papel e a relevância do direito na configuração dos sistemas financeiros. A primeira linha argumentativa está associada ao paradigma da “Law and Finance School” (L&F), elaborado por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny (LLSV). LLSV argumentam que o papel central do direito é organizar as relações contratuais em torno de garantias aos investidores (La Porta et al., 1998, 1997, 2000). Por mais variadas que sejam as expressões institucionais concretas de uma dada economia capitalista, haveria sempre um núcleo duro de características inerentes ao que deve ser o bom funcionamento do mercado.

O direito deve prover garantias aos investidores – credores ou acionistas – contra formas de expropriação pelos agentes “insiders” nas organizações, tendo em vista que essa tendência abala o funcionamento de um sistema financeiro (La Porta et al., 1998, 2000). Dessa forma, a proteção jurídica dos investidores varia conforme a intensidade do estímulo para que os agentes não incorram em desvios de conduta, garantindo assim a proteção ao capital investido (La Porta et al., 2000, pp. 6–7). É uma visão que coloca investidores e administração em posições essencialmente adversariais.

Dialogam com Coase (1960) e Stigler (1964) ao indicarem que a garantia da execução de contratos complexos são fundamentais para o funcionamento dos mercados financeiros. Ponderam, contudo, que o seu acionamento no judiciário pode não ser suficiente e que, nesse sentido, são necessárias formas mais amplas de garantias à governança (La Porta et al., 2000, p. 8). É o papel desempenhado pelas leis e pela regulação, dispositivos hierárquicos de governança extramercado oponíveis no judiciário.

A LFS reconhece as diferenças do direito e da sua aplicação nos diversos sistemas, classificando-os de acordo com sua família jurídica. Tendo em vista a proteção ao investidor, e a partir de determinados padrões de comparação aplicados na coleta de dados e análise institucional de diversos países, LLSV criaram uma hierarquia entre sistemas em que há maior proteção aos investidores e sistemas em que essa proteção é mais vacilante. Nesse modelo analítico, o tamanho do mercado de capitais e a pulverização da propriedade

estão diretamente relacionados ao desenvolvimento do país e são influenciados pelos fatores de proteção conferidos pelo direito (La Porta et al., 1998, 1997).

A partir dos resultados da análise comparativa, LLSV indicam que há um maior grau de proteção aos investidores nos países da família jurídica da common law, quando comparados aos países com origem na civil law (La Porta et al., 1998, pp. 1138–1139). De forma geral, LLSV associam o surgimento da common law à própria garantia da propriedade em oposição aos interesses da coroa inglesa. Indicam que os códigos comerciais da civil law surgiram sob Napoleão e Bismarck para garantir mecanismos de controle e intervenção do estado na economia, em processo contrário ao caso britânico. Portanto, a civil law estaria associada “a um maior grau de intervenção dos governos na atividade econômica e proteção da propriedade privada mais fraca do que na common law” (La Porta et al., 2000, p. 13). Como consequência, os países que protegem melhor seus investidores, associados à common law, também fomentam mercados de capitais mais desenvolvidos (La Porta et al., 1997).

A L&F indica que a classificação de países entre aqueles em que há prevalência do crédito bancário ou do mercado de capitais não é uma variável analítica central. Ao contrário, o foco da análise deve ser indicar as diferenças na proteção dos direitos dos investidores: “ainda que alguns países passem pelo monopólio bancário ao longo de seus processos de desenvolvimento, esse estágio tem pouco a contribuir além de ser um trampolim em direção a mercados mais desenvolvidos” [tradução minha] (La Porta et al., 2000, p. 16).

O grau de proteção aos direitos dos investidores – e não dos agentes – desempenharia ainda um papel fundamental ao mitigar a fuga de capitais em momentos de crise³⁴. A extensão das garantias de que o capital investido não será expropriado pelos administradores seria um fator atenuador no tamanho e na intensidade das fugas de capital de um determinado mercado em momentos de crise (La Porta et al., 2000, p. 16).

Em síntese, a L&F mobiliza um instrumental teórico que tem por referência um mercado de funcionamento hipotético, cujo equilíbrio tende a gerar um ambiente propício aos negócios e onde a regulação pública teria caráter auxiliar aos padrões normativos desenvolvidos entre particulares. A dispersão da propriedade seria o indicador de um

³⁴ Para contraponto e análise crítica da economia política dos movimentos de capitais, ver Brenner (2003), *O Boom e a Bolha*, Rio de Janeiro: Record.

sistema que conta com elevado grau de proteção aos investidores, em oposição à concentração da propriedade, que apontaria em sentido contrário (La Porta et al., 1998, pp. 1145–1151). Nesse padrão, a alocação ideal de recursos e a consequente eficiência do sistema resultam de medidas tomadas para garantir a segurança da propriedade e o nível adequado de informação para a autorregulação dos atores. Ainda que relevante, o direito é visto como um elemento externo que incide para garantir relações determinadas pela dinâmica do mercado.

1.2.2 Legal Theory of Finance

A partir da crise financeira de 2008, é possível identificar o fortalecimento de outra leitura sobre a relação entre direito e finanças. Em crítica aos paradigmas centrais da L&F, Katharina Pistor (2009) aponta que as análises de mercado construídas com centro na proteção ao investidor, como preconizam LLSV, detêm-se essencialmente sobre as relações contratuais em torno de investimentos na dimensão das firmas.

Para Pistor, essa abordagem reduz a complexidade do objeto estudado ao colocar em segundo plano a miríade de regras de governança e regulação de cada variedade de mercado e priorizar a necessidade de se proteger um modelo de ideal de eficiência, em oposição ao qual todos mercados reais em suas mais diversas expressões devem ser comparados. Ao forçarem a transposição da dimensão microeconômica da firma como elemento central da análise de mercado, LLSV incorrem no que Pistor classifica como “falácia da extrapolação” (Pistor, 2009, pp. 1648–1656). Nesse sentido, Hodgson (2013) indica que firma não se confunde com mercado. O direito, como construção histórica e institucional, não se resume meramente a uma série de relações entre indivíduos que, somadas, compõem o sistema jurídico. Seria, na ótica a-histórica, não mais do que a somatória de diversas pretensões auto-maximizantes (Hodgson, 2013).

Ao contrário da economia neoclássica *mainstream*, a Legal Theory of Finance (LTF), ou teoria jurídica das finanças, nos termos propostos por Katharina Pistor, confere lugar de destaque à especificidade histórica das instituições, se afastando dos projetos em torno da teoria do equilíbrio geral (Hodgson, 2013, p. 2). A LTF incorpora em sua construção lógica duas premissas externas ao direito, mas que ao mesmo tempo são juridicamente determinadas: tanto a incerteza quanto a volatilidade da liquidez contribuem

para caracterizar um sistema financeiro inerentemente instável – basta ver a própria história dos mercados, cercada por crises (Pistor, 2013, pp. 3–4).

Hodgson (2013) indica que há um problema de raiz, quase um estranhamento, em conseguir inserir a incerteza em modelos de matemática aplicada que buscam quantificar a previsibilidade, em prever ao invés de explicar, visto que “a incerteza não só é inquantificável, como também limita previsões precisas” (p. 6). Dessa forma, o elemento é excluído dos modelos mainstream.

Organizações que lidam com a transformação de maturação, como bancos, estão especialmente sujeitas à instabilidade. Um banco, assim como outros veículos de investimento, realiza compromissos com longos prazos de liquidação, mas com desembolso de recursos imediatos aos seus devedores. Está sujeito ao que ocorrerá entre a disponibilização desses recursos, à vista para os tomadores, e o seu reembolso remunerado, no futuro. A liquidez, capacidade de vender qualquer ativo por outros ativos ou por dinheiro, à vontade do vendedor, em quantidade e sem mover o preço (Mehrling, 2012b, p. 107; Pistor, 2013, p. 6), será variável conforme os acontecimentos nesse lapso temporal, em que ocorre o descasamento da maturação.

O caminho das transformações de maturação nos sistemas financeiros é pavimentado por uma rede complexa de obrigações contratuais, os IOUs³⁵. Podem tanto ser públicos, como no caso do dinheiro, um ativo de curso forçado, quanto privados, como ações, contratos de crédito, derivativos e outros produtos definidos em forma de lei ou por convenção (Pistor, 2013, p. 8). As suas cláusulas, prazos, garantias e formatos de execução podem conter sofisticadas referências cruzadas a outras obrigações ou ativos. Determinam, portanto, o grau de interdependência entre as várias camadas de uma rede complexa e sofisticada de obrigações que configuram o sistema financeiro (Awrey, 2015, pp. 15–16).

As formas de relacionamento entre atores de mercado através dos IOUs seguem dispositivos legais, essencialmente hierárquicos. Alternativamente, uma parte significativa dos casos se baseia em orientações, modelos e padronizações feitas e difundidas por associações internacionais, públicas ou privadas. Os contratos de derivativos como os “Credit Default Swaps” (CDS), por exemplo, são normatizados pela Associação Internacional de Swaps e Derivativos (ISDA), uma associação privada. As formas de

³⁵ IOU: forma abreviada de “*I owe you*”, ou “eu devo a você”, em tradução livre para o português. Termo representativo de uma dívida ou obrigação.

acionamento dos contratos, os tipos de garantia e colateral, entre outras disposições, constam em modelos difundidos pela ISDA para aplicação nos mercados de capitais de vários países (Awrey, 2015).

Os contornos que o direito confere aos diversos IOUs podem ser considerados em si uma fonte de instabilidade. Mesmo boas garantias contratuais, do ponto de vista de uma única relação, podem reforçar a instabilidade sistêmica quando acionadas simultaneamente em momentos de incerteza e restrição de liquidez (Pistor, 2013). Se todos os titulares de depósitos em banco ou investidores de fundos de mercado de alta liquidez, como os MMFs americanos, exigirem seus créditos simultaneamente, “o sistema construído em torno da transformação de maturidade *deve* colapsar” (Pistor, 2013, p. 12).

Poder sacar ou executar seus títulos a qualquer momento é um desincentivo para que os detentores e credores os renegociem quando diante de situações imprevisíveis. Essa rigidez e o estímulo ao exercício imediato dos direitos, em detrimento da composição, podem ter implicações sistêmicas uma vez que replicados em larga escala (Awrey: 19-20).

Dessa forma, as garantias individuais aos investidores são fontes de instabilidade quando consideradas no todo, em sistema. Reduzem o risco na dimensão individual, mas não garantem a estabilidade sistêmica. O grau de interconexão entre as obrigações e os gatilhos acionados em rede determinam a extensão do efeito de contágio e fazem do direito uma fonte de instabilidade sistêmica (Pistor, 2013, pp. 12–14).

Há um claro embate com o papel central da defesa dos direitos dos investidores e da propriedade, conforme defendido por LLSV. Awrey (2012) classifica a LFS como a “ideologia das finanças modernas”, raiz de uma crença amplamente difundida de que os mercados são por natureza autorreguláveis e que formam, na essência ideal de funcionamento, o mecanismo ótimo para alocação dos recursos da sociedade. Nesse cenário, o participante de mercado bem informado lida com o risco das atividades que desenvolve sem que seja necessária a regulação pública. Contudo, argumenta, foi justamente essa a crença que levou à incorporação massiva de riscos dentro do sistema de shadow banking e que, por consequência, pode ser considerada como vinculada à raiz intelectual da grande crise financeira de 2008 (Awrey, 2012, p. 236 e s.). O tipo de integração entre essas camadas de obrigações determina a forma como será acionado o gatilho de reações em cadeia, com potencial desestabilizador sobre o sistema em momentos de restrição de liquidez (Pistor, 2013, pp. 9–12).

A rede complexa de obrigações, juridicamente definidas e interconectadas, é marcada por uma hierarquia no seu acionamento e no conseqüente grau de solidez relativa de um título ou moeda no sistema financeiro (Awrey & Pistor, 2014; Mehrling, 2012a; Pistor, 2013). A expressão da hierarquia do sistema financeiro se dá nos planos internacional e nacional. A capacidade de um país ser, efetivamente, o emprestador e garantidor de última instância de sua moeda o fortalece nos momentos de restrição de liquidez, quando precisa ser capaz de intervir de forma efetiva para o resgate de obrigações de instituições financeiras relevantes e garantir a sobrevivência do sistema³⁶. No topo da hierarquia monetária global figuram o dólar e o Federal Reserve norte-americano, administrador do padrão dólar-puro (Eichengreen, 2000). Rumo à periferia do sistema estão as demais moedas, com valores referenciados em dólar e na política do Fed (Pistor, 2013, p. 16), potencializada em contextos de poucas restrições à mobilidade de capital (Eichengreen, 2000, pp. 246–247).

Assim como no cenário internacional, a hierarquia no âmbito doméstico é determinada de acordo com a proximidade de uma cadeia de obrigações – IOUs – em relação ao soberano. No momento de restrição de liquidez, as instituições que financiam o governo são resgatadas em primeiro lugar para que, na seqüência, as demais obrigações com menor grau de relação ao ápice do sistema sejam garantidas pelo emprestador de última instância (Mehrling, 2012a). Dessa forma, Pistor (2013) indica uma tendência decrescente do cumprimento estrito e pleno das obrigações previstas nos IOUs em momentos de crise, à medida em que eles estejam posicionados mais próximos ao topo do sistema.

Perry Mehrling (2012a, p. 3-5) trata da distinção entre dinheiro e crédito a partir do encadeamento de uma seqüência hierárquica que vai do ouro aos derivativos, passando pela moeda e pelos depósitos. Destaca a importância de se definir o grau de proximidade, ou factibilidade, da promessa de entregar dinheiro, que é maior quando se trata do dinheiro em si (de curso forçado) e menor em relação a um título securitizado, por exemplo. É nesse sentido que estão divididas as definições dos agregados monetários³⁷.

A linha divisória entre dinheiro e crédito varia conforme cada ponto de vista na hierarquia monetária. Debater a hierarquia do sistema, afirma Mehrling, é muito mais

³⁶ Sobre a moldura jurídica da política *monetária*, ver Duran (Duran, 2010, 2013).

³⁷ Para detalhamento da estrutura dos agregados, definida conforme liquidez (M1, M2, M3,...), ver Paulani e Braga (2013).

importante do que tentar definir o ponto por onde passa a linha divisória entre dinheiro e crédito (2012a). A avaliação será essencialmente relativa, considerando a mobilidade em relação ao topo do sistema. No topo da hierarquia de instituições financeiras está o Banco Central, com acesso a que Mehrling classifica como “High-powered Money”, seguido abaixo pelo sistema bancário e, na base pelo setor privado (2012a, p. 10).

A hierarquia é dinâmica e está em constante movimento, expansão e contração. Para Mehrling (2012, p. 6-7), durante os momentos de expansão, os títulos que estão na base da hierarquia da pirâmide chegam a ter tratamento similar aos que estão no topo. Os títulos da base “flutuam” e aumenta a sua qualidade, ou “moneyness”. Em paralelo a esse processo, os tomadores de crédito marginais são incluídos no sistema. Nos momentos de contração da hierarquia, contudo, ocorre o contrário. Os títulos voltam a se diferenciar do dinheiro e perdem em qualidade “moneyness”, afastando-se, portanto, do topo do sistema. Os tomadores marginais são levados a quitar suas obrigações, pois os investidores fogem em busca de ativos mais próximos ao topo do sistema, de forma que só os melhores tomadores conseguem refinar suas posições (Mehrling, 2012a; Pistor, 2013, p. 32). Nesses casos, a perspectiva de maior segurança nos investimentos em economias centrais acelera o influxo de capital de países em desenvolvimento e amplia a extensão dos possíveis danos (Rodrik, 2018). A visão desafia o proposto por LLSV (2000, p. 16).

Nesse sentido, Mehrling (2012) indica que a frequência dos ciclos econômicos é marcada por uma diferença entre a “exuberância irracional” (ver: FSA, 2009, p. 27) na fase da expansão e a “crise financeira” na fase da contração. No momento da expansão, a diferença qualitativa entre crédito e dinheiro é atenuada (“the hierarchy flattens”), ao passo em que, no momento de contração, essas diferenças são acentuadas, em sentido contrário. Essa flutuação, portanto, é marcada pela oposição entre os extremos de escassez e elasticidade: “All along the spectrum bounded by these extremes, the monetary system can be characterized as a shifting balance between these two aspects of the system” (Mehrling, 2012a, p. 8).

A hierarquia inerente ao sistema financeiro, que pode não ser clara à primeira vista, durante momentos de calma, fica evidente quando há restrição de liquidez. Quanto mais próximo ao topo do sistema, maior a chance de garantia de liquidez, tendo em vista que os bancos centrais – mesmo aqueles com acesso irrestrito ao “high-powered money”, como o

Fed – não são capazes de prover liquidez a todos os participantes do mercado (Mehrling, 2012a).

Em momentos de crise de liquidez, afirma Mehrling, todos buscam dinheiro e ninguém quer crédito. Contudo, o que é dinheiro para uma camada da hierarquia é crédito para a camada superior, até chegar ao patamar mais alto. É o que permite ao topo do sistema resgatar a base em casos de crise (i.e. atuação de bancos centrais em crises financeiras) (2012a, pp. 11-12).

Tendo em vista a dimensão global da hierarquia financeira, a discricionariedade da aplicação elástica do direito pode ampliar ou restringir os efeitos da restrição de liquidez em escala mundial, potencializados quando se considera que parte significativa do financiamento no mercado é realizada tendo em vista o refinanciamento dos títulos (Pistor, 2013, p. 7). Operações cuja sustentabilidade está altamente vinculada a refinanciamentos são definidas por Minsky como esquemas Ponzi (Minsky, 1977, 1995). Quanto mais o mercado depende de modelos Ponzi, maior a sua vulnerabilidade.

A consequência de um sistema hierarquizado é uma distinção do grau e rigor de execução de contratos e obrigações, variável conforme a sua posição relativa ao topo do sistema. Quanto mais próximo ao vértice, menor a probabilidade de um contrato ser plenamente executado em momentos de crise e, conseqüentemente, maior a elasticidade do direito. Quanto mais distante do vértice, maior a rigidez na execução dos contratos. A flexibilização da aplicação completa das regras legais e contratuais garante uma ‘válvula de escape’ discricionária de acesso à liquidez para preservar a sobrevivência do sistema (Awrey, 2015, p. 20; Pistor, 2013, pp. 17–18). Reputando ser questionável do ponto de vista da isonomia da aplicação do direito, Pistor indica que a aplicação elástica do direito em momentos de crise, seguida pela modulação da execução plena dos IOUs, é inevitável para administrar um contexto de instabilidade elevada (2013, p. 21).

A LTF lança a base para um entendimento da economia política das finanças ao enfatizar que a sua estruturação jurídica é de fundamental importância não só para explicar e prever o comportamento dos atores e os resultados do mercado como um todo, mas também na definição da hierarquia entre o vértice e a periferia do sistema:

The most important stylized facts of contemporary finance, both national and global, are first, that financial assets are legally constructed; second, that law contributes to finance’s instability; third that there is a

pecking order of the means of pay, which implies that finance is inherently hierarchichal; and fourth, that the binding nature of legal and contractual commitments tends to be inversely related to the hierarchy of finance: Law tends to be binding on the periphery and more elastic at the apex of the financial system. (Pistor, 2013, p. 8)

A força analítica da LTF está em reputar a especificidade histórica das instituições jurídicas e econômicas e o caráter constitutivo do direito como determinante no sistema financeiro (Hodgson, 2012, pp. 5, 8). As instituições e variedade interna de regras e estruturas para lidar com a complexidade marcam a hibridez inerente ao sistema financeiro, com elementos públicos e privados (Pistor, 2013, pp. 26–28), o que Hodgson (2013) classifica como “princípio da impureza”.

1.2.3 O paradoxo jurídico-financeiro: tensão entre garantia e elasticidade

O desenvolvimento teórico da LTF leva a um necessário paradoxo jurídico-financeiro. O direito confere a credibilidade necessária aos instrumentos que definem o padrão de interconectividade do sistema financeiro. Portanto, é através do direito que a execução dos títulos e a validação do sistema são garantidas. Contudo, em situações de crise, se todos os títulos forem executados na forma plena das obrigações inicialmente previstas, o sistema entrará em colapso e a rigidez do direito será responsável pela autodestruição das finanças (Pistor, 2013, p. 28).

Dessa forma, se, por um lado, a garantia jurídica é fundamental para a validação e segurança do mercado, por outro, a elasticidade é o que garante a sua sobrevivência nos momentos de crise, em que incerteza e restrição de liquidez levam os governantes e reguladores a fazerem escolhas politicamente sensíveis para preservar o sistema. Esse tipo de situação é causa e consequência da forma como se configura a interconexão, a administração do risco e a complexidade dos mercados (Awrey & Pistor, 2014; Pistor, 2013).

Diante da incerteza e dos períodos de restrição de liquidez, o sistema financeiro depende de uma instância pública final de suporte. Sem o “backstop” público, um sistema não é capaz de sobreviver em momentos de crise aguda, como na grande depressão que seguiu a quebra da Bolsa de Nova York em 1929. Como nenhum backstop é ilimitado, as

disputas pelo acesso às suas linhas de resgate envolvem a tensão entre garantia e elasticidade na aplicação diferencial do direito.

1.3 Regulação e desenvolvimento

A regulação pode ser entendida como a atuação governamental direcionada a atingir diretamente as práticas de atores do setor privado, de forma a alinhá-las ao interesse público de uma determinada agenda (H.-J. Chang, 1997, p. 704). Trata-se do meio pelo qual o estado busca incidir sobre os efeitos e externalidades das atividades da iniciativa privada sobre a distribuição de renda e riqueza (Parker & Kirkpatrick, 2004, p. 92). A regulação também é associada a um conjunto de comandos e incentivos específicos que buscam restringir determinados comportamentos e prevenir atividades não desejadas. Por outro lado, a ação regulatória também pode ser o fator determinante que viabiliza ou facilita uma determinada atividade, ao organizar o uso de um bem comum cujo acesso poderia ser restringindo por determinadas forças de mercado (Baldwin & Cave, 1999, p. 2).

1.3.1 Estratégia regulatória: entre rigidez, flexibilidade e discricionariedade

Para alcançar um determinado objetivo, o regulador deve optar por um conjunto de técnicas e soluções que compõem a estratégia regulatória. Baldwin e Cave identificam a tradicional técnica do comando e controle (C&C) como uma das principais vertentes regulatórias (1999, pp. 34–35). A sua essência é a determinação de padrões normativos a serem observados, cujo descumprimento dará ensejo à aplicação de sanções, inclusive criminais. Envolve um grau de controle elevado sobre o acesso ao mercado e as atividades desenvolvidas. É comum que, sob o C&C, exija-se algum tipo de licença ou autorização para funcionamento e que o acompanhamento das atividades executadas envolva não só a qualidade dos produtos ou serviços ofertados, como também inclua a alocação de recursos e investimentos por parte dos atores privados, disponha sobre a política de preços praticado e a margem de lucro permitida (Baldwin & Cave, 1999, pp. 35–36).

A vantagem da técnica de comando e controle está na clareza da agenda pública e da posição do governo e do regulador em garantir um determinado padrão de execução de

uma regra, fiel a um comando legislativo (Schapiro, 2018; Yeung, 2010). Nesse sentido, a proteção do público é garantida por medidas mais rígidas, como a vedação de determinadas condutas aos atores de mercado e a aplicação de penalidades em caso de abusos. Por outro lado, a técnica de C&C sofre críticas pela possível proximidade excessiva entre regulador e atores regulados. Considerando que o regulador precisa de acesso às informações da indústria que supervisiona, haveria uma propensão a que, buscando vencer a barreira informacional, ele acabasse por se tornar excessivamente envolvido com os interesses do segmento específico (Baldwin & Cave, 1999, p. 36).

A tendência à criação de regras complexas, desnecessárias e inflexíveis e um apego ao legalismo rígido também são apontados como riscos da estratégia de C&C. Para Baldwin e Cave (1999, p. 37), a técnica incentivaria uma postura de intrusão, pela parte do regulador, no campo da autonomia de iniciativa da atividade regulada. Além de serem lesivas à concorrência, a “superregulação” e a abrangência excessiva de normas detalhadas criam uma camada regulatória que pode ser barreira de entrada a vários mercados:

No contexto das telecomunicações na Grã-Bretanha, o OFTEL [antiga agência reguladora de telecomunicações no Reino Unido] argumentou que regras detalhadas e prescritivas podem ser uma barreira de entrada, inibir a concorrência e promover discriminação entre operadores licenciados incumbentes e novos entrantes. O OFTEL defendeu afastar o padrão de controle feito por meio de regras detalhadas nas licenças de atores com acesso privilegiado, rumo a uma regulação de ‘open state’ que seja baseada em autorizações gerais e que fortaleçam o papel das leis de concorrência e proteção ao consumidor, com diretrizes detalhadas somente quando necessário. [tradução minha] (Baldwin & Cave, 1999, p. 38)

A crítica à rigidez da estratégia de comando e controle deu ensejo ao surgimento de técnicas alternativas, menos restritivas e pautadas em formas mais flexíveis de regulação. Trubek e Trubek (2006) identificam que o uso de novas abordagens e técnicas mais flexíveis criou um sistema de governança alternativa ao padrão regulatório tradicional do C&C. Descrevem a “New Governance” (NG) como sendo caracterizada pela experimentação, pelo fomento à participação de atores variados, pelo incentivo a normas flexíveis e parâmetros revisáveis, uso de experiências comparadas, assim como pelo

recurso a indicadores e mecanismos de revisão pelos pares como parâmetros para garantia da legitimidade democrática (2006, pp. 3, 13).

Trubek e Trubek (2006, pp. 6, 10–12) identificam que técnicas regulatórias tradicionais, como o C&C, podem se somar a padrões de governança alternativa. O processo resultante tem formato híbrido, em que cada um dos padrões integra, de forma interdependente, uma dimensão do mesmo sistema, em novo formato de expressão do direito. Podem ainda coexistir, como formas paralelas para alcançar o mesmo objetivo, em regime de complementaridade. É possível que essa coexistência ocorra no contexto em que os dois sistemas desempenham os mesmos papéis regulatórios e perseguem as mesmas finalidades, de forma que haverá disputa entre o modelo “top-down” e o formato mais flexível, em regime de rivalidade (Trubek e Trubek, pp. 3-5).

O processo regulatório de padrão híbrido descrito pelos Trubeks pode conter mecanismos de governança alternativa que permitam soluções flexíveis contidas dentro de uma rede de proteção jurídica (Trubek & Trubek, 2006). A rede é uma garantia rígida (C&C) aos titulares dos direitos, que podem acioná-los de forma adversarial nos casos em que o processo de governança alternativa não seja efetivo. Os padrões de flexibilidade da New Governance permitem a revisibilidade e adaptação da regulação aos objetivos e atores envolvidos. Trubek e Trubek (2006) indicam que esses padrões podem tanto fomentar a proteção social mais efetiva, como servir de “cortina de fumaça que obscurece a desregulação e o abandono dos compromissos [sociais]” (pp. 26-27).

A literatura que associa a governança alternativa a experiências regulatórias exitosas trata a margem de discricionariedade na formulação e aplicação da regulação como um fator necessário e que está presente tanto na coordenação institucional em países desenvolvidos (Trubek & Trubek, 2006), quanto no contexto de restrições e dificuldades de monitoramento nos países em desenvolvimento (Duflo, Greenstone, Pande, & Ryan, 2014). Pires (2010, p. 17) indica que a margem de escolha do governo e do regulador não deve ser rechaçada a priori, ou compreendida necessariamente como uma distorção da vontade do legislador, mas sim integrada como uma variável endógena ao processo regulatório, que deve ser administrada em arranjos organizacionais que permitam aferir a performance da atuação do poder público dentro dessa margem.

A discricionariedade da burocracia que integra os órgãos reguladores é compreendida, nesses termos, fora da dimensão liberal de controle pré-ordenado da

administração (Schapiro, 2018, p. 578), em que o direito limita a margem de atuação do governo para preservar uma burocracia impessoal e supostamente sem preferências³⁸. Contudo, tomadas dentro de um contexto de informação imperfeita e conflitos distributivos graves, as opções de organização da ação regulatória podem ser fundamentais – se não imprescindíveis – para garantir o cumprimento do compromisso social que deu origem a uma determinada exigência ou procedimento (Duflo et al., 2014; Pires, 2010).

Pires (2010) identifica casos em que a ação regulatória de fiscalização não se ateve ao confinamento de uma interpretação estrita em relação à vontade do legislador. O autor classifica duas abordagens organizacionais que permitem administrar parâmetros para capacidade e competência no exercício responsável da discricionariedade regulatório-administrativa. Ao invés do “medo”, o foco das abordagens se detém sobre a administração responsável dessa margem de atuação do poder público. Nessas situações, as abordagens inovadoras incluíram interações com graus de colaboração variados com outras organizações e com os próprios regulados para resolver questões complexas.

A primeira abordagem descrita por Pires (2010, pp. 7–11) é centrada na “New Public Management” (NPM), ou nova administração pública, que ganhou força principalmente ao longo dos anos 1990 como resposta ao processo de gradativa precarização da capacidade de ação governamental (Pires, 2010). A NPM está calcada na ideia de que há um principal – sociedade, eleitorado, parlamentares e governantes eleitos – que determina os objetivos e metas concretas a serem perseguidas pelo agente – os órgãos governamentais, a burocracia.

A ênfase da NPM é voltada à aferição de resultados, mais que ao controle dos meios para alcançá-los. Dessa forma, a administração regulatória deve contar com fortes esquemas de benefícios ao cumprimento das metas designadas. As reformas associadas à NPM têm como marca comum tanto (a) um caráter descentralizador, quanto (b) a privatização de funções públicas seguida pelo controle concorrencial e (c) o uso de incentivos financeiros para que a administração alcance as metas e indicadores determinados (Pires, 2010, pp. 3-4). Busca-se reduzir o custo de agência entre a entidade política e a burocracia através da delegação para executar um leque de ações previamente

³⁸ Para reflexões sobre o legalismo e o formalismo na “modernidade trágica” de Max Weber e a influência nos estudos de *law and society*, ver Trubek (1986).

determinados, característica que Schapiro associa ao núcleo do Estado regulador (2018, pp. 576–577).

De forma alternativa à NPM, a abordagem da “Experimental Governance” (EG), ou governança experimental, aproxima a dimensão da formulação da política à esfera da sua implementação, de forma crítica à separação estanque entre principal e agente, base da NPM (Pires, 2010, p. 5, 14-16). As reformas associadas à EG não estão centradas em regimes de incentivos para atingir metas, mas sim em determinar as formas como os atores podem interagir, assimilar o que precisa ser feito e construir o processo. O ajuste de metas é constante, mediante adaptação em face de novas circunstâncias. O poder de atuação da burocracia é ampliado e acompanhado pelo aumento simultâneo e proporcional da sua responsabilização diante de ações cuja racionalidade deve ser justificada (Pires, 2010, pp. 5, 19).

Em resumo, a discricionariedade é um fator presente na ação regulatória cujo peso é ainda maior nas realidades de países em desenvolvimento, em que o custo de informação e a limitação das capacidades estatais³⁹ são fortes fatores de contingência à atuação governamental (Duflo et al., 2014). A NPM preconiza o controle a partir de metas pré-estabelecidas, fomentadas a partir de mecanismos de incentivos que mitigam o custo de agência na relação principal-agente. A EG aponta para outro caminho, de constante revisão das metas e maior responsabilização dos agentes públicos, que deverão justificar as suas escolhas (Pires, 2010, p. 4). Evidências indicam que a realidade da ação governamental no Brasil caminhou do primeiro para o segundo paradigma entre os anos 1990 e a primeira década de 2000 – ainda que coexistam dentro dos mesmos órgãos, desempenhando funções similares ou diferentes (Pires, 2010, pp. 19-21). A transição coincide com as transformações no padrão de ação do novo estado desenvolvimentista (Trubek, Coutinho, & Schapiro, 2013).

Lodge e Stirton (2010) apontam que além da responsabilização formal das autoridades públicas, debatida no âmbito dos regimes regulatórios principalmente durante os processos de privatização – que ampliaram o papel do estado regulador –, há outros dois eixos que são objeto de preocupação. O primeiro é a importância conferida a processos

³⁹ O uso do termo capacidade estatais é voltado à qualidade da burocracia, sua relação com o poder político, com a dinâmica congressual, sociedade civil e mercado. Não se trata, portanto, do uso feito para criticar e balizar as escolhas do Judiciário em decisões que ponderam conflitos intra e interinstitucionais na comparação de vantagens e desvantagens de diferentes instituições que podem oferecer respostas distintas para o mesmo problema (Arguelhes & Leal, 2011; Sunstein & Vermeule, 2002).

decisórios insulados, em que a influência da política e do mercado são consideradas impróprias. O segundo é a pluralidade essencial da regulação, expressa em formas, locais e atores variados que dão origem e são afetados pelas decisões regulatórias (Lodge & Stirton, 2010, pp. 350–351).

Como apontado por Trubek e Trubek (2006) ao tratarem da NG, a pluralidade de formas e espaços decisórios é um desafio ao equilíbrio da legitimidade democrática do estado regulador. Karen Yeung identifica que, diante de questionamentos sobre a legitimidade dos procedimentos e da agenda de órgãos reguladores, governos elaboraram respostas que flexibilizaram a dinâmica da regulação. A flexibilização, contudo, seguiu uma lógica de mercado em que tanto o público era identificado como consumidor, quanto os agentes regulados passavam a estar inseridos em redes de procedimentos e governança regulatória difusa (Yeung, 2010, pp. 79–80). A formação de redes mais flexíveis, exploradas pela New Governance como uma própria alternativa ao estado regulador e à formulação do direito, é descrita por Yeung de forma crítica:

Muitas dessas reformas levaram ao aumento da fragmentação dentro do estado regulador, com muitos setores de formulação de políticas populados por redes extensas de reguladores e prestadores de serviços, tanto do setor público quanto não-público. Ainda que se defenda que isso permite um maior grau de responsividade e flexibilidade, uma fragmentação dessas é um desafio considerável à prática democrática. A democracia representativa está baseada em canais formais de autoridade hierárquica que colocam a responsabilidade e o accountability por fazer e implementar as políticas totalmente nos ombros dos agentes eleitos, que respondem ao voto popular. O crescimento dos mercados e redes, porém, rompeu essa linha/canal de accountability formal. Ainda que os otimistas reivindicem que essas redes instituíssem novas linhas/canais de accountability informal, a sua multiplicidade e informalidade dentro de uma rede complexa de atores e instituições prejudica a transparência global do processo, tornando difícil, senão impossível, identificar com clareza quem é responsável, a quem e pelo que responde. [tradução minha] (Yeung, 2010, pp. 79–80)

Yeung (2010) identifica o que considera um movimento de descrença do público nessa variedade de redes flexíveis e alternativas. Especialmente após a crise financeira de 2008, o pêndulo da confiança pública teria se afastado das soluções baseadas nas redes do

mercado e se reaproximado do estado para prover regimes regulatórios adequados. Apesar das transformações no papel do Estado no final do século XX, associadas aos processos liberalizantes e à ampliação dos efeitos da globalização, algumas questões essenciais permaneceram. De controlador de direto de indústrias e outros meios de produção, provedor de serviços e autoridade hierárquica garantidora do bem-estar e do emprego, o Estado passou a incidir sobre a organização econômica à distância, através de instrumentos de “arm’s length oversight”. Contudo, o Estado continuou sendo o administrador geral de riscos (“chief risk manager”), papel reforçado no contexto de crescente complexidade da globalização, em que aumentam as fontes e os tamanhos das externalidades. Os indivíduos continuavam confiando no Estado como protetor de última instância (Yeung, 2010, p. 81).

1.3.2 Dinâmica política e conflitos distributivos na regulação

Tanto as regras que definem os parâmetros de atuação de um órgão regulador, quanto a influência do contexto e da história da sua formação importam no seu resultado final e variedade de controle e accountability resultantes (Abrucio & Pó, 2006). Um dos principais reflexos institucionais das reformas do Estado para o modelo gerencial e regulador no Brasil foi a criação de um conjunto de agências reguladoras, modelo amplamente difundido no mundo em reformas institucionais ao longo dos anos 1990. Parte da literatura associa a ação regulatória na transição do “estado positivo” para o estado regulador, a uma dimensão mais técnica e apolitizada, quando comparada à atuação do estado feita por outros meios financiados pela tributação (Majone, 1997, 2010).

As agências reguladoras passaram a atuar em setores que até então eram monopólios naturais com serviços providos pelo estado. O papel do poder público na governança pós-privatizações passa a ser estabelecer normas e parâmetros para atuação das empresas privadas em setores como energia e telecomunicações. Além de uma função estritamente econômica, as agências também desempenharam papéis de regulação social (Majone, 2010, p. 15), em controle de parâmetros de vigilância sanitária (Anvisa) da prestação de serviços de saúde (ANS), além de ações administrativas relacionadas ao fomento de atividades, como na indústria audiovisual (Abrucio & Pó, 2006, p. 684). A história de cada um dos setores regulados e a configuração dos interesses em relação à

agência são fatores determinantes do seu padrão de atuação. Apesar do padrão institucional, os comportamentos seguem lógicas variadas (Abrucio & Pó, 2006, pp. 688, 695–696).

Reconhecendo a dinâmica política do estado regulador, Karen Yeung (2010) pondera que não há uma definição única e pacífica sobre o conceito, mas sim uma multiplicidade de estados reguladores com tamanhos e funções variáveis conforme a trajetória de cada realidade nacional. A autora, contudo, identifica a figura da agência reguladora independente como um elemento comum aos diversos tipos de estados reguladores. Considera que são órgãos que tomam decisões politicamente relevantes e realizam juízos de valor não-pacíficos na alocação de ônus e benefícios entre grupos sociais. Este cenário provoca uma crise de legitimidade democrática dentro do estado regulador, tendo em vista que não são corpos eleitos que realizam esses julgamentos com impacto político (Yeung, 2010, p. 76 e s.).

A criação das agências e a consolidação de uma dimensão institucional própria do estado regulador trouxe desafios centrais à democracia no contexto da reforma do estado (Abrucio & Pó, 2006, p. 680). O distanciamento entre o formato de atuação das agências e da estrutura ministerial não segrega a ação reguladora das disputas distributivas que permeiam o governo e a dinâmica política com um todo.

A disputa de interesses e agendas acontece com outra linguagem e em outra forma, mas com natureza similar. Em determinados casos, o regulador poderá definir se uma atividade será ou não permitida, os termos em que ela pode ser executada, os padrões de observância, o grau de concentração vertical ou horizontal em um determinado mercado, a proteção ao consumidor, limitações de contratações etc. Todas essas medidas geram efeitos que podem beneficiar uma parcela dos atores em detrimento de outra. A disputa pode ocorrer entre grandes conglomerados e grupos de pequenas empresas, órgãos de defesa do meio ambiente e grupos industriais, grupos nacionais e capital estrangeiro, atores incumbentes e novos entrantes, entre outros. A natureza da ação reguladora passa pela dimensão socioeconômica em que se insere. Haverá alguém que ganha e alguém que perde (Coutinho, 2016a, p. 233)

Ainda que, à primeira vista, os processos de privatização, associados ao crescimento do estado regulador, tenham sinalizado para o enfraquecimento de instrumentos de política industrial, como a seleção e fomento de “campeões nacionais”, evidências apontam em outro caminho. Os instrumentos regulatórios viabilizaram formas

adicionais e alternativas para a seleção e fortalecimento da posição de determinadas indústrias em mercados liberalizados, em âmbito nacional e internacional. Parte do papel desempenhado pelas instituições regulatórias é comparável e compatível aos objetivos de política industrial, considerando o papel das barreiras de entrada ao mercado, o controle tarifário, a indução a fusões e aquisições e arranjos financeiros e tributários de subsídios cruzados (Thatcher, 2014).

Para Yeung, avaliar o estado regulador como uma experiência neutra é acreditar que política e regulação são domínios separados. A autora considera que esse recurso seria uma fuga à necessidade de determinar desenhos que garantam a legitimidade democrática subjacente aos amplos poderes de regulação e, por consequência, retirar o debate regulatório da esfera política (Yeung, 2010, pp. 77-80).

Chang (1997, p. 706) indica que há uma diferença significativa entre os padrões de regulação observados nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Ao comparar a experiência dos Estados Unidos, país desenvolvido, com as de países em desenvolvimento, em especial os que passaram pela fase do desenvolvimento de *catch-up* ao longo do século XX⁴⁰, argumenta que há objetivos subjacentes às lógicas de regulação completamente diferentes nos dois casos. No regime regulatório do país desenvolvido, a ação regulatória está voltada essencialmente a manter os parâmetros estáticos de eficiência alocativa. Na realidade dos países em processo de desenvolvimento, ao contrário, a regulação está mais permeada por objetivos que reconhecem a natureza dinâmica da atuação estatal diante de desequilíbrios inerentes ao processo de desenvolvimento (H.-J. Chang, 1997, pp. 707–708).

A regulação, nos EUA, era administrada dentro de um cenário em que serviços públicos como água, gás, telefonia e luz já eram operados por atores privados. Buscava-se estabelecer, através da regulação, parâmetros para a prestação desses serviços, ampliar as eficiências produtivas na ausência de concorrência e mesmo evitar a cenários de concorrência que provocassem guerras de preços com efeitos desestabilizadores. Os controles concorrenciais e antitruste desempenhavam um papel relevante nesse cenário, de ação reguladora voltada a ampliar a eficiência alocativa (Chang, 1997, p. 705).

Coutinho (2005) aponta a dificuldade do equilíbrio entre eficiência e equidade na regulação de serviços públicos nos países em desenvolvimento. Os processos de

⁴⁰ Sobre o tema, ver Fiori (1999).

privatização nos países ricos ocorreram num contexto em que já havia um grande acervo de investimentos em infraestrutura, em que o acesso a serviços públicos como a telecomunicação estava praticamente universalizado (Coutinho, 2005, p. 138). Contudo, essa era uma “tarefa inacabada” nos países em desenvolvimento, de forma que a regulação assumiria um caráter distributivo, ao equilibrar os termos da concessão aos objetivos de política pública (Coutinho, 2005, pp. 149–150)

Nesse sentido, o equilíbrio entre regulação econômica, risco regulatório e bem-estar social nos países em desenvolvimento é uma tarefa ainda mais complexa que na realidade de países desenvolvidos (Parker & Kirkpatrick, 2004). Além da proteção aos investidores e à propriedade privada, o contexto institucional, a trajetória histórica e os objetivos regulatórios importam para a ação regulatória (Lodge & Stirton, 2010; Parker & Kirkpatrick, 2004; Pistor, 2009). A dimensão da eficiência econômica, pura e simples (i.e., correção de falhas de mercado, assimetrias informacionais e concorrência perfeita), não será a única meta do arranjo regulatório, visto que também estará permeado por objetivos redistributivos (H.-J. Chang, 1997).

1.3.3 Perspectiva histórica e desafios atuais

Nos países em desenvolvimento, em especial no período após a Segunda Guerra Mundial, parte das ações governamentais de estímulo industrial passava por proteções, incentivos e garantias extra-mercado aos investidores. Do contrário, o investimento seria naturalmente canalizado para retornos mais seguros que a atividade industrial, que envolvia um grau de tomada de risco. O regime regulatório incorpora a dimensão do estímulo governamental à industrialização (H.-J. Chang, 1997). Assim, durante o período da “era de ouro” do capitalismo (Eichengreen, 2000), ou “era da regulação”, havia um entendimento razoavelmente consensual de que os regimes regulatórios “ativistas” foram fundamentais para promover o crescimento, aumentar a eficiência e dividir os ganhos do progresso, dentro de uma dinâmica classicamente desenvolvimentista (H.-J. Chang, 1997, p. 708; Trubek et al., 2013, p. 4).

Os anos 1970 marcaram um período de transição, em que a economia global passou por um período de crescimento menos robusto, impactado pelas crises do petróleo e pela crise da dívida. Em paralelo, o período também foi marcado pelo crescimento de forças

políticas à direita em diversos países, com a consequente instalação de governos menos identificados à intervenção estatal e mais afeitos às regras do livre mercado (H.-J. Chang, 1997). A eleição dos governos Carter, nos EUA, e Thatcher, no Reino Unido, são simbólicos do que viria a ser o início de uma era de desregulação, com paradigmas que desafiaram o padrão de ação governamental no período pós-guerra. Na América Latina, o regime neoliberal autoritário de Augusto Pinochet, no Chile, foi a expressão radical do processo de reformulação do papel do estado.

O período entre as décadas de 1970 e 1980 foi marcado pelo surgimento de teorias econômicas que apontavam para as falhas de governo (em contraposição às falhas do mercado), em que se defendia que a ação governamental seria inevitavelmente fruto da captura de grupos autointeressados. Nesse contexto, a teoria da “captura regulatória” ganhou espaço ao defender que agências e órgãos reguladores seriam invariavelmente objeto de captura de grupos de interesse – o que incluía grupos ativistas em defesa do meio ambiente, dos direitos dos consumidores e outras formas de interesses difusos (Peltzman, 1976; Posner, 1974; Stigler, 2002). A ação regulatória acabaria por beneficiar algum desses grupos em detrimento do interesse verdadeiramente público, expresso na realização plena dos direitos de propriedade, por exemplo (Coase, 1960).

O reflexo nos países em desenvolvimento foi o surgimento de uma série de esforços políticos e intelectuais em denunciar que políticas de proteção industrial, combinando proteção comercial a subsídios como garantia ao retorno dos investimentos, gerava retornos falsamente valorizados. Em complemento, as políticas de valorização salarial tornavam a força de trabalho excessivamente cara. O resultado seriam grandes ineficiências alocativas decorrentes da interferência excessiva do estado no controle dos preços (H.-J. Chang, 1997).

Os anos 1980 consolidaram a tendência de descrédito na ação governamental. O período foi marcado por uma extensa revisão da relação entre estado e economia, que passou por políticas de ajustes orçamentários, privatizações e reformas regulatórias. Houve um desengajamento do estado em políticas econômicas, o que passou pela redução do escopo dos regimes regulatórios. As políticas industriais dos países em desenvolvimento seriam novamente colocadas em xeque a partir da argumentação de que a ação estatal estaria necessariamente capturada por grupos de interesse formados por industriais, categorias de trabalhadores organizados e agricultores poderosos (Stigler, 2002). Nessa

leitura, a saída da atuação direta do estado e a desregulamentação dos setores da economia, portanto, seriam uma solução para o problema da captura. Os resultados que seguiram à desregulação nos países em desenvolvimento não foram animadores. Ainda que a análise setorial estrita de alguns setores da economia possa ter indicado ganhos de eficiência de curto prazo, o quadro geral de crescimento dos países não foi impactado – ou foi impactado de forma negativa (H.-J. Chang, 1997, p. 715).

De forma geral, muitos países passaram por processos de liberalização econômica entre as décadas de 1970 e 1990, marcadas pelo recuo na atuação direta do estado na economia (H.-J. Chang, 1997), com adesão de governos latino-americanos em algum grau à política do Consenso de Washington (Trubek et al., 2013). Por outro lado, os processos de desregulação setoriais foram acompanhados pelo fortalecimento de outras formas de regulação que buscavam o funcionamento eficiente do mercado. Houve um aumento relativo do papel desempenhado pela proteção ao consumidor e pelo direito antitruste (H.-J. Chang, 1997, p. 717).

Trubek, Coutinho e Schapiro (2013) associam a primeira década do século XXI a uma retomada do ativismo estatal no Brasil, fortalecido principalmente após a crise financeira de 2008. A nova variedade de ação do estado envolvia a reinvenção e o resgate de instrumentos que no passado haviam sido importantes canais de investimentos públicos, como o BNDES e a Petrobrás. A retomada da política industrial, contudo, não ocorreu na forma do dirigismo estatal que marca o período desenvolvimentista do pós-guerra. Contou com sinergias público-privadas que buscavam simultaneamente fortalecer a posição dos atores de mercado e coordená-la com a agenda governamental de reativação do mercado interno, redução da pobreza e distribuição de renda (Trubek et al., 2013). Esse padrão institucional também se estendeu a outros países na América Latina.

Apesar da inflexão desenvolvimentista, os desafios em torno da ação reguladora e da sua expressão institucional em agências reguladoras, bancos centrais e outros arranjos não saíram de cena. Ganharam novo contexto e foram colocados ao lado de novos arranjos e padrões institucionais de coordenação público-privada, que evidenciaram as questões distributivas e a racionalidade política também subjacente à ação reguladora. Formam diferentes padrões institucionais que coexistem na estrutura pública, fruto de diferentes momentos históricos e que cumprem papéis ora de complementaridade, ora de sobreposição, ora de disputa (Schapiro, 2018).

Essa breve narrativa indica que a expressão jurídico-institucional da regulação oscila conforme os objetivos de determinados contextos históricos. A sua construção institucional é determinada pela forma como o direito incorpora objetivos políticos e é instrumentalizado como tecnologia institucional na construção de arranjos institucionais “efetivos e politicamente responsivos” (Coutinho, 2016a, pp. 220, 228–229). O direito confere uma utilidade funcional à ação regulatória e influencia o seu grau de legitimidade democrática, a depender dos procedimentos e agendas que a constroem – e que se confundem com o próprio papel do direito econômico no desenvolvimento democrático:

Ao direito econômico cumpre, entre outras, as tarefas de moldar e ajustar arranjos institucionais *efetivos* e *legítimos* em políticas das quais depende, de forma significativa, o desenvolvimento econômico. Em uma palavra, o direito econômico pode ser um indutor da mudança institucional. Vê-lo desse ângulo, defendo, traz ganhos não apenas para o próprio campo, como também para os estudos multidisciplinares do desenvolvimento econômico. (Coutinho, 2016a, p. 224).

As mudanças recentes no contexto político global apontam para o aumento no apelo dos regimes de democracia pós-factual (Lodge, 2016), associados à corrosão da verdade (Bucci, 2018). Está em curso a consolidação uma nova variedade de populismo nacionalista, reativo à agenda liberal de globalização econômica e com fortes contornos autoritários (Rodrik, 2018). Nesse contexto, organizar os instrumentos regulatórios em torno de arranjos com capacidade distributiva, que formem redes de proteção social e sejam democraticamente legitimados, como defendido por Coutinho (2013, 2016a), parece ser um desafio cada vez maior para o direito econômico.

1.4 Sínteses das dimensões da análise

1.4.1 Síntese do eixo 1 – variedade de interconexão e hierarquia

Analisar a relação do investidor na dimensão da firma ou considerar o mercado, em sua totalidade de relações contingenciadas por liquidez restrita, não só indica metodologias concorrentes, como aponta para soluções individuais ou coletivas e compreensões distintas sobre as dimensões do risco moral e da instabilidade sistêmica. O paradoxo jurídico-financeiro implica que haverá situações em que a aplicação do direito será modulada e administrada. O fator diferencial que definirá o padrão dessa aplicação é o poder e o exercício da discricionariedade, que deve ser levando em consideração na transformação de regimes regulatórios (Pistor, 2013).

Tabela 1 - Implicações regulatórias da L&F e da LTF

	L&F	LTF
Dimensão da análise	Micro, Relação entre investidor e firma	Macro: posição relativa na hierarquia do sistema
Racionalidade	Ortodoxa, eficiência estática	Heterodoxa, eficiência dinâmica
Fatores de influência	Risco de expropriação, <i>common law</i> garante ambiente para investimentos mais seguro que <i>civil law</i>	Incerteza, liquidez restrita, instabilidade inerente ao sistema financeiro
Relação Direito-Finanças	Externa, direito é fator de influência que deve ser direcionado para a garantia da propriedade	Interna, direito é elemento constitutivo das finanças, determina dinâmica dos IOUs e a hierarquia de um sistema instável
Mercados	Modelo ideal, tamanho do mercado de capitais e propriedade pulverizada são indicadores de desenvolvimento	Expressões institucionais variadas
Implicações regulatórias	Rigidez. Propriedade será garantida diante da tendência à expropriação	Elasticidade. Poder define acesso aos canais de liquidez. Diferencial entre base e topo define paradoxo entre garantia e elasticidade.
Aplicação do direito em crise	A aplicação plena do direito em momentos de crise	A aplicação plena do direito em momentos de crise

protegerá os investidores e
validará o sistema

destruirá o sistema, tendo
em vista sua instabilidade
inerente.

Fonte: elaboração própria.

1.4.2 Síntese do eixo 2 – Estratégia regulatória

Parker e Kirkpatrick (2004, p. 105-106) apontam que a análise do processo regulatório no contexto de um país em desenvolvimento não deve se ater meramente ao que classificam como a literatura da economia da regulação. Indicam que os parâmetros clássicos de análise, incluindo incentivos a investimentos, efetividade e eficiência, concorrência, captura regulatória e política e assimetrias informacionais, desenvolvidos principalmente no âmbito do Reino Unido e dos EUA, devem ser incorporados ao contexto institucional em que o regime regulatório específico está inserido.

Assim, a análise deve conferir o peso adequado ao contexto institucional, de forma a avaliar: (i) os objetivos regulatórios; (ii) o contexto institucional; (iii) a natureza das assimetrias informacionais e a sua relevância para os processos regulatórios adequados; (iv) o escopo para a efetividade da regulação (tamanho do mercado, existência de monopólio natural, participação do capital privado, existência de política concorrencial efetiva); e (v) implicações para a reforma regulatória e capacitação das capacidades regulatórias. As etapas não são sequenciais e alimentam o feedback para a compreensão sobre o processo (Parker & Kirkpatrick, 2004, p. 107).

Tabela 2 – Governança econômica e estratégia regulatória

Governança econômica		
Estratégia regulatória	Estado regulador	Estado Desenvolvimentista
Rígida (Comando e Controle)	Legalidade impessoal	Garantias extra-mercado
	Legalismo e captura	Dirigismo e hierarquia
Flexível (New Governance, Experimental Governance)	Legalismo participativo	Discricionabilidade e Experimentalismo
	Permeabilidade de agendas pouco transparentes	participativo com geração de sinergias
		Risco ao compromisso regulatório
Vertente	Regulação como processo técnico e autônomo	Relação associada a políticas públicas e papel do estado na política industrial
	Eficiência estática	
		Eficiência dinâmica

Fonte: elaboração própria

1.4.3 Uma análise engajada

Ao analisar o cenário da evolução das Fintechs na África Subsaariana dentro dos preceitos da L&F, Yermack (2018) compara as heranças dos sistemas jurídicos de cada país, classificados entre common law e civil law. Uma vez que a penetração do modelo de negócios das Fintechs é muito superior nos países da família common law, conclui que a origem jurídica desempenha um papel fundamental em proporcionar o ambiente adequado para o crescimento através do empreendedorismo em mercados emergentes (Yermack, 2018, pp. 2, 15–16). Para Yermack:

As boas práticas para a regulação de Fintechs no mundo em desenvolvimento continuam largamente desconhecidas, em parte devido à imaturidade das instituições políticas locais, e em parte por causa da novidade da tecnologia, que colocou desafios para os reguladores mesmo nas economias muito avançadas. Os sandboxes regulatórios que oferecem um porto seguro tem sido a abordagem preferencial de muitos governos, ao passo em que diversas formas de autorregulação privada começaram a desempenhar um papel importante também. [tradução minha] (2018, p. 19)

O trecho selecionado no trabalho de Yermack, no conjunto da análise que desenvolve, aponta – ainda que sutilmente – para dois principais achados. O primeiro, que Fintechs tendem a encontrar ambiente jurídico-institucional mais favorável nos países de common law. Estes, tendo em vista a racionalidade da L&F, estão propícios a maior desenvolvimento, visto que conferem maior garantia aos interesses dos investidores. O segundo achado de Yermack, mais sutil, é uma segunda hierarquização, subordinada à primeira: da mesma forma como a common law garante mercados mais prósperos, o sandbox regulatório seria a solução ideal para que Fintechs se estabeleçam e prosperem. A análise não se detém sobre aspectos relativos à instabilidade ou ao padrão de composição socioeconômico de cada caso.

Pistor (2009) argumenta que o debate sobre barreiras de entrada e demais dispositivos regulatórios não podem ser considerados regras meramente técnicas, mas sim opções políticas que refletem até onde uma determinada sociedade está disposta a arcar com os custos de possíveis danos, seja se prevenindo – por maior que seja o custo de oportunidade –, ou seja atuando de forma corretiva, quando o dano já tiver sido causado.

Essas opções políticas, argumenta Pistor, estão diretamente associadas (i) à forma como se dá a entrada de novos atores e (ii) à consequente mudança na composição do mercado. Os novos atores criam forças que virão a influenciar a produção normativa no futuro e, conseqüentemente, afetar as bases do sistema jurídico ao longo do tempo (Pistor, 2009, p. 1647-1659). É o que a autora chama de “feedback loops”:

Thus, if the basic premise is correct – that well functioning markets produce socially desirable outcomes – the experience of these benefits, and perhaps even more importantly, the changing political economy that results from such changes should leave an imprint on legal origin. Perhaps path dependence is simply too strong. Yet, if those feedback loops do not operate, why would anyone expect any lasting effect from changing a couple of formal rules even in the selected areas of research on the political economy of legal change, which could ultimately prove to be more fruitful for policy considerations than the ideological battle about legal origin. (Pistor, 2009, p. 1659)

Considerando os pontos apresentados neste capítulo, há duas formas de analisar os desdobramentos jurídico-institucionais de um processo de inovações financeiras de elevada

complexidade, como no caso das Fintechs. A primeira forma, que classifiko como análise estática, associa o seguintes elementos: (i) viés funcional-evolutivo; (ii) L&F; e (iii) a regulação é um domínio essencialmente técnico. A segunda forma, que classifiko como análise dinâmica, se referencia em leitura concorrente dos mesmos processos: (i) risco de arbitragem; (ii) LTF; e (iii) economia política.

Tabela 3 - Variedades de análise

	Análise estática	Análise dinâmica
Inovação financeira	Viés funcional-evolutivo	Risco de arbitragem regulatória
Direito e sistema financeiro	L&F	LTF
Estratégia regulatória	Neutra, caráter eminentemente técnico	Relacionada à economia política e às transformações do Estado

Fonte: elaboração própria

Cada viés representa uma determinada relação com a papel do direito como tecnologia aplicada a objetivos de desenvolvimento democraticamente concebidos (Coutinho, 2016a) e até que ponto o direito deve ter um papel distributivo e engajado do processo de desenvolvimento, inerentemente desequilibrado (H.-J. Chang, 1997; H. Chang, 2001). A análise aplicada ao processo de regulação das Fintechs de crédito no Brasil realiza neste estudo seguirá a segunda variedade. As consequências analíticas ficarão evidenciadas ao final do trabalho.

2. O PROCESSO DE REGULAÇÃO DAS FINTECHS DE CRÉDITO NO BRASIL

A estruturação regulatória das Fintechs de crédito é, sem dúvida, um dos processos de transformação regulatória mais interessantes e paradigmáticos em curso no país e na experiência comparada. As respostas jurídico-institucionais apontam para caminhos variados, com soluções regulatórias que indicam diferentes níveis de adesão ou distanciamento do regulador em relação à agenda Fintech e às inovações financeiras em debate⁴¹.

O caso brasileiro é particularmente rico. A avaliação do impacto dessas inovações financeiras na dinâmica do Sistema Financeiro Nacional vem sendo desenvolvida, gradativamente, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), através do Banco Central do Brasil (BCB), e por outros órgãos reguladores e supervisores como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Superintendência de Seguros Privados (Susep). A agenda regulatória das Fintechs ganhou força ao longo dos últimos anos a partir de interações formais e informais entre regulador e agentes de mercado. Transformações normativas como a edição da ICVM nº 588/2017, que regula as formas de captação coletiva pela internet mediante a emissão de valores mobiliários – o *equity crowdfunding* – ocorreram nesse ensejo (Ragil, 2017).

Classificar as Fintechs, seja pelo ramo de atividade ou pela tecnologia em si, em categorias regulatórias existentes ou a partir de nova regulação terá consequências relevantes para a organização e o possível desenvolvimento do mercado. Impactará, por exemplo, na eventual necessidade de autorização prévia para funcionamento, na existência de um órgão supervisor que fará o controle prudencial de suas atividades, além da extensão dos deveres de conformidade a serem observados durante a operação. Conforme analisado no capítulo anterior, a regulação aplicável acompanha e define a variedade de interconexão e a posição dos novos entrantes dentro de um sistema hierárquico. O estudo de caso desenvolvido neste capítulo trata do processo de regulação das Fintechs de crédito,

⁴¹ Ver o capítulo introdutório.

relacionado à forma da sua inserção no sistema financeiro – causa e consequência desse processo.

Os serviços financeiros prestados pelas Fintechs de crédito são oferecidos em plataformas de crédito digitais ou aplicativos, voltados tanto a consumidores quanto empresas. As operações ocorrem com ou sem garantias exigidas dos tomadores dos empréstimos e financiamentos, e são oferecidas em duas principais modalidades. Na primeira, a Fintech emprega recursos próprios ou de bancos ou outras instituições financeiras para realizar a operação de crédito com o cliente, tomador. Na segunda modalidade, a Fintech cria as condições para a canalização de recurso diretamente entre um mais investidores-credores e um ou mais tomadores, em modelo de crédito essencialmente privado conhecido como Peer-to-Peer (P2P) (You, 2018).

As Fintechs que oferecem crédito P2P operam como plataformas que criam redes de conexão entre investidores e tomadores de empréstimos, arranjo conhecido como “marketplace”. A dinâmica das duas modalidades, com destaque para a segunda, aproxima as Fintechs de outros modelos de negócios da economia de compartilhamento em rede (Benkler, 2004, 2006), ou do “capitalismo de plataforma” (Langley & Leyshon, 2017), ao mesmo tempo em que as afasta da lógica bancária tradicional.

Dessa forma, os arranjos financeiros, jurídicos e tecnológicos das Fintechs que operam com capital próprio ou na modalidade P2P podem ter diferentes níveis adesão ao regime regulatório existente. Ao se deparar com essas práticas de mercado, que, a princípio, indicam novas variedades de prestação de serviços financeiros, o regulador estará diante de quatro abordagens e entendimentos possíveis:

- a) Abordagem indiferente. Não há adesão à regulação existente e tampouco é necessário criar novas regras: as Fintechs não precisam entrar no perímetro regulatório (Yazbek, 2015). Mesmo se existente, a inovação financeira não será objeto de regulação (Herrera & Vadillo, 2018).
- b) Abordagem conformada. A regulação existente contempla os novos arranjos de forma adequada, bastando aplicá-la: as Fintechs já estão dentro no perímetro regulatório, suficiente para as suas atividades. Não há inovação financeira.
- c) Abordagem proativa. A regulação existente não contempla adequadamente os novos arranjos – que, contudo, devem ser trazidos para o perímetro regulatório: Fintechs devem ser contempladas dentro perímetro regulatório, deverá ser

transformado. A inovação financeira deve ser regulada (Herrera & Vadillo, 2018).

- d) Abordagem vigilante. Não há adesão à regulação existente e as práticas identificadas devem ser evitadas: o perímetro regulatório não deve contemplar as Fintechs, que devem ter suas atividades coibidas. As inovações financeiras são nocivas ao sistema (Herrera & Vadillo, 2018).

Este capítulo explicará o desenrolar do processo que resultou na regulação das Fintechs de crédito, considerando a atuação do regulador em relação às estratégias apresentadas acima. Busca-se explicar *o que foi feito, como foi feito e o que mudou no caminho* nas interações entre regulador e atores de mercado. A sequência de interações moldou tanto soluções incrementais quanto respostas estruturantes, em movimentos que transformaram o perímetro regulatório do CMN e do BCB e sinalizaram para novos padrões de desenvolvimento no SFN.

Seguindo a dinâmica dessas interações, o processo regulatório está organizado em dois momentos principais. No primeiro, o momento classificado como adequação incremental e mapeamento de práticas, o uso do correspondente bancário, regulado pela Resolução CMN nº 3.594, de 24 de fevereiro de 2011, é adaptado para dar respaldo jurídico às atividades das Fintechs de crédito. Nesta etapa, o BCB assiste ao que se classifica como subversão silenciosa do uso do correspondente bancário pelas Fintechs, que resultará na inversão da lógica principal-agente originalmente presente no instituto. Em paralelo, o regulador mapeia o mercado e identifica as novas práticas.

No segundo momento, o de estruturação regulatória, o Banco Central lança o Edital de Consulta Pública nº 55/2017 (ECP 55/2017), que levará ao engajamento de diversas contribuições, pessoais e institucionais, com diferentes viéses e agendas que estarão refletidas, de forma concreta, no debate em torno dos dispositivos que configuram a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), instituídas pela Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018 para contemplar as duas modalidades de Fintechs de crédito – recursos próprios e marketplace.

O estudo de caso evidenciará como os principais pontos da regulação, como a securitização e o tipo de hierarquia entre credores e devedores, definem novas redes de

obrigação e IOUs⁴² que configuram juridicamente a forma atuação das Fintechs no Sistema Financeiro Nacional. O caso também será analisado de forma conclusiva no terceiro capítulo, em que ficará claro o caminho trilhado pelo Banco Central e sua mudança de postura quando diante do mesmo tipo de inovação financeira, porém em períodos diferentes.

I. Nota sobre o Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil opera como prestador de última instância, supervisor e regulador financeiro. Trata-se de órgão que reúne alguns dos poderes de discricionariedade do Estado, classificados por Jean-Paul Veiga da Rocha (2004) como poder normativo de conjuntura⁴³ e que devem ser analisados dentro do arsenal de opções na coordenação pública do arranjo institucional do financiamento. O órgão concentra, assim, poderes de regulação sistêmica e prudencial que definem a organização do SFN, as formas de interconectividade dentro dele e a relação da regulação com a política monetária e cambial do país. Opera nos controles macro e microeconômicos sobre moeda, câmbio, organização do mercado, índices de concentração econômica – poderes estruturantes e determinantes para o desenvolvimento (Rocha, 2004).

Bruno Salama (2010) pontua que, desde os anos 1990, a disciplina jurídica bancária evoluiu em grande medida a partir de atos normativos emitidos pelo CMN e pelo Banco Central, que tiveram relevância superior às decisões do CRSFN e aos atos da própria Presidência da República. A lógica insulada e parcialmente autônoma do corpo técnico do BCB contribui para uma regra de opacidade do interesse público subjacente (Salama, 2010, p. 19). É caracterizado por exercer um dos poderes de maior vulto e menor accountability (Duran, 2013).

⁴² Ver o capítulo anterior.

⁴³ O manejo regulatório e as opções políticas subjacentes às decisões de autoridades como o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BCB), nesse ponto, são centrais na ponderação entre inovação e risco no mercado financeiro brasileiro. Conforme Jean-Paul Veiga da Rocha (2004), trata-se, em conjunto – e reconhecida a prevalência do BCB nesse desenho institucional – de uma somatória de poderes que leva a questionar os cânones do direito do Estado e do direito administrativo liberal em torno da separação estanque de poderes conforme concebidos por Montesquieu. A natureza dinâmica e peculiar do mercado financeiro, especialmente do dinheiro e da moeda, demandam, conforme Rocha, que o Estado exerça o *poder normativo de conjuntura* para regular as relações entre as finanças e os demais campos da vida social.

2.1 Contexto regulatório: respostas do CMN e BCB às moedas virtuais e inovações no mercado de pagamentos

Provocado pelas novas práticas em curso no mercado e pelas recomendações de órgãos internacionais (FSB, 2016, 2017), o Banco Central estabeleceu internamente, por meio da Portaria BCB nº 89.399, de 3 de junho de 2016, um Grupo de Trabalho interdepartamental (Grupo de Trabalho) com o objetivo de elaborar estudos sobre inovações tecnológicas digitais relacionadas às atividades no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). O pano de fundo era avaliar os potenciais impactos das Fintechs em geral sobre o funcionamento desses sistemas⁴⁴. Esse período coincide com o início do crescimento acentuado da quantidade de Fintechs em operação (Fintechlab, 2016).

Entre os desafios colocados, a equipe do órgão regulador reconhecia a centralidade de tratar a regulação de forma integrada, para que a introdução de uma inovação não colocasse riscos maiores do que os benefícios pretendidos. O regulador buscava assimilar as tendências do mercado e da evolução tecnológica e responder com resposta que não sufocasse a inovação. Tratava-se de movimento para dimensionar a vanguarda e implementar ações indutoras ou viabilizadoras da evolução do mercado e seus processos de negócio.⁴⁵

O entendimento sobre a necessidade de elaborar um marco regulatório próprio para as Fintechs de crédito em específico se insere no âmbito desse trabalho desenvolvido internamente pelo BCB. O órgão, contudo, já vinha apresentando outras respostas na forma de comunicados e transformações normativas direcionadas a outras inovações financeiras mediante uso intensivo de tecnologia e novos arranjos comerciais.

Uma das respostas não normativas do BCB às inovações financeiras foi uma sequência de alertas sobre o risco do uso das moedas virtuais, também conhecidas como

⁴⁴ Conforme conversas exploratórias e entrevistas informais com pessoas-chave na equipe do BCB e membros do GT, entre dezembro de 2016 e julho de 2018.

⁴⁵ Essa observação é resultado de conversas exploratórias realizadas com representantes do GT de inovação financeira do Banco Central (comunicações pessoais realizadas entre dezembro de 2016 e maio de 2017). Os resultados dos trabalhos do GT não foram publicados pelo BCB.

moedas digitais ou criptomoedas⁴⁶. Um dos entendimentos preliminares do Banco Central sobre a questão foi publicado através do Comunicado Bacen n. 25.306, de 19 de fevereiro de 2014, que trata dos riscos decorrentes da aquisição das chamadas “moedas virtuais” ou “moedas criptografadas” e da realização de transações através delas.⁴⁷

A moeda virtual mais conhecida é a Bitcoin, criada em 2009 e gerada através de processo chamado de *mineração*. A mineração é o esforço técnico realizado por um computador para resolver a equação-base da Bitcoin, que tem um número delimitado de respostas e cuja solução ou quebra fica gradualmente mais difícil e consome mais energia e capacidade operacional à medida em que as soluções da equação vão se esgotando e mais Bitcoins são mineradas (Nakamoto, 2009). As unidades ou frações de Bitcoins ficam custodiadas em carteiras virtuais e cada novo usuário que adere a uma carteira virtual de Bitcoins recebe um endereço que será usado para realizar as transações. Bitcoins podem ser convertidas em moedas convencionais como dólar americano, euro, libra e real em marketplaces de câmbio virtual.

A existência, o uso e o controle das moedas virtuais, em especial no caso da Bitcoin, envolve um sistema específico de registro e validação: o Blockchain, um tipo específico de “Distributed Ledger Technology” (DLT). O DLT é composto por uma lista, sempre em expansão, de registros de transações realizadas, certificadas digitalmente e compartilhadas por todos os participantes de uma determinada rede. Cada registro está localizado no tempo e fica vinculado às transações anteriores, de forma que todos os integrantes da rede podem rastrear todas as transações⁴⁸.

Trata-se de uma forma de organização em rede que permite a transação de valores diretamente entre as partes. Cada transação é realizada a partir de uma carteira digital, validada por um dos “mineradores” e, em seguida, registrada para comum acesso no

⁴⁶ Para maiores detalhes sobre essa diferenciação à luz do estudo de caso da Bitcoin, ver pesquisa jurídica desenvolvida por Nicole Fobe (2016).

⁴⁷ BACEN, Comunicado n. 25.306, de 19 de fevereiro de 2014. Disponível em:

<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=114009277>

⁴⁸ O Blockchain é a aplicação desse princípio à lógica monetária das transações de valores realizadas nas redes de moedas virtuais. Cada bloco de transação fica ligado ao bloco anterior de maneira irrevogável e imutável através de uma rede difusa com mecanismos de verificação e criptografia pulverizados entre os usuários, em uma cadeia de blocos de registros. Todas as transações são incluídas nessa cadeia, de forma que é possível verificar que cada nova transação contém um valor em Bitcoin com equivalência nas Bitcoins que efetivamente existem na carteira virtual de quem realiza a transferência (Nakamoto, 2009).

Blockchain⁴⁹. A tecnologia se baseia no uso de criptografia e sua governança confere a moedas virtuais como o Bitcoin um caráter supostamente descentralizado, apátrida e independente de autoridade monetária central. Não há, portanto, contraparte em moeda real ou escriturária garantidas por um banco central⁵⁰. Diante desse cenário, o BC (2014) alertou o mercado para os riscos de não haver garantia de convertibilidade da moeda virtual em qualquer ativo real.

O Banco Central destacou ainda a volatilidade a que estão sujeitas as criptomoedas e que, por não haver mecanismo governamental que garanta o valor em moeda oficial, o risco estaria alocado todo nas mãos dos usuários (2014). O BC voltaria a se pronunciar sobre o tema no Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017⁵¹, quando reiterou que as atividades envolvendo as “chamadas moedas virtuais” não são reguladas, autorizadas e tampouco supervisionadas pelo órgão. Ressaltou, contudo, que as manifestações de órgãos internacionais e outras autoridades ainda não apontavam para a necessidade de regulamentação desses ativos que, por um lado, carregavam um risco inerente por estarem fora do perímetro regulatório, mas cujo volume ainda não somava “riscos relevantes para o Sistema Financeiro Nacional” (BCB, 2017).

Se a postura do regulador foi de maior cautela em relação ao uso de moedas virtuais, a atitude adotada em relação ao mercado de pagamentos sinalizou em sentido oposto. Área em que atua o maior número de Fintechs (WEF, 2015; Vanini, 2016; McKinsey, 2015), o mercado de pagamentos é composto em torno de arranjos de pagamentos como as bandeiras de cartões de crédito e débito Visa e Mastercard, caracterizadas por um conjunto de regras para as realização das transações de pagamento. A interface dos arranjos com os estabelecimentos comerciais envolve a captura do pagamento, a sua transmissão dentro do arranjo, o processamento e a liquidação financeira das transações junto aos estabelecimentos. Essa interface é realizada por credenciadores, também conhecidos como adquirentes, como Cielo, Rede, Getnet e Stone, que fazem a interação entre, por exemplo o banco emissor, que autorizará a transação, as regras de liquidação dentro do arranjo e a

⁴⁹ Trevor Kiviat (2015) argumenta que o grande potencial da tecnologia blockchain está na possibilidade de facilitar a verificação, monitoramento e controle de transações digitais sem a atuação de instituições centrais (“trustless transactions”).

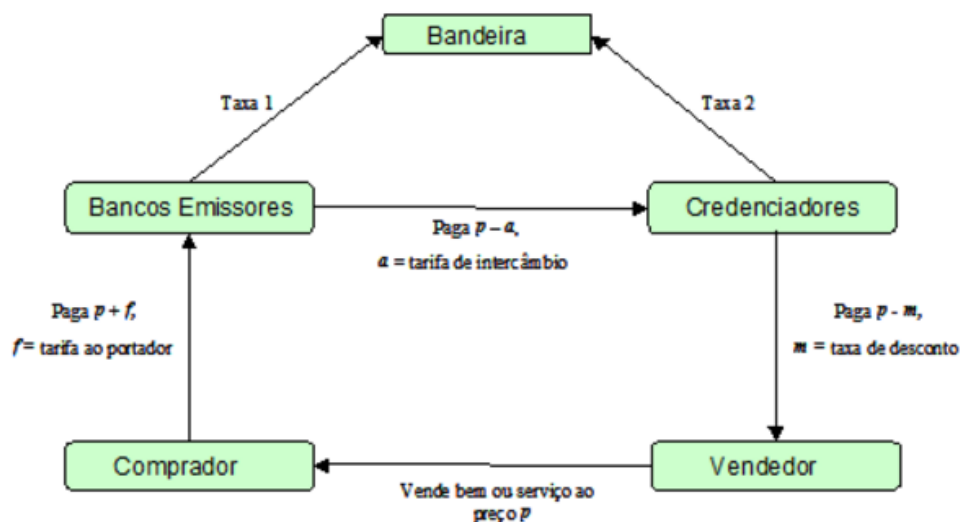
⁵⁰ Característica que coloca em xeque a qualificação das criptomoedas como *moedas*.

⁵¹ Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fnormativos%2Fbusca%2Fnormativo.asp%3Fnumero%3D31379%26tipo%3DComunicado%26data%3D16%2F11%2F2017>

transferência do recurso para o credor final. São credenciadores, ou adquirentes, um tipo de instituição de pagamento (IP). As IPs também operam na variedade de emissoras de moeda eletrônica ou de instrumento de pagamento pós-pago⁵².

Figura 2 - Estrutura do Mercado de Pagamentos



Fonte: CADE⁵³

As Fintechs atuam nesse mercado na oferta de serviços que estejam de alguma forma acoplados à estrutura dos arranjos e IPs, que são em sua maioria atores incumbentes com grande participação no mercado. Nesses casos, prestam os serviços como subadquirentes, ou subcredenciadores⁵⁴ licenciados pela IP para operarem como elo adicional na cadeia de pagamentos, dentro das regras de um determinado arranjo. Em outra variedade de atuação, as Fintechs de pagamento operam de forma independente, em arranjos de pagamento de compra ou transferência próprios, fechados ou abertos, em que ofertam serviços relativos a contas de pagamento e emissão de moeda eletrônica.

⁵² Ver Circular Bacen nº 3.886, de 16/3/2018

⁵³ Voto do Conselheiro Paulo Burnier da Silveira no Ato de Concentração n.º 08700.009363/2015-10.

Disponível em:

http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?VEy58P_xDT6Rtp7tp7qlV0M05h9T6NUdlhYLkQeuZkjcWwjxVtjOBuN6IwYnylWl4FSw965qp5fVmZ5W-vIggA,

⁵⁴ O BC pela primeira vez firmou o entendimento de que o subcredenciador habilita o usuário final receptor para a aceitação de instrumento de pagamento emitido por IP ou instituição financeira participante de um mesmo arranjo de pagamento, mas não participa do processo de liquidação das transações de pagamento como credor perante o emissor. Art. 2º, caput, Regulamento Anexo à Circular Bacen nº 3.782, de 4 de novembro de 2013. Incluído pela Circular nº 3.886, de 16/3/2018.

O Banco Central diagnosticou uma série de ineficiências no mercado (BCB, 2005, 2010) que culminaram na reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro realizada através da Lei nº 12.865/2013. A reforma legislativa ampliou os perímetros regulatório do CMN e de supervisão do BCB, para que incluíssem as figuras dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento.

Por ocasião da reforma, o legislador instituiu princípios a serem observados para o bom funcionamento do mercado, tais como a interoperabilidade ao arranjo de pagamento⁵⁵, acesso não discriminatório aos serviços e infraestruturas e promoção da inclusão financeira⁵⁶. A Resolução CMN n.º 4.282/2013⁵⁷ indicou que caberia ao Banco Central o papel de assegurar a inovação e a diversidade dos modelos de negócios, além de conferir ao órgão a prerrogativa de disciplinar os arranjos (Circular BCB n.º 3.682/2013) e autorizar e supervisionar as instituições de pagamentos (Circular BCB n.º 3.886/2018, que revoga a 3.683/2013). O BC passou a contar com prerrogativas de amplas de supervisão sobre a atividade das IPs, incluindo o controle sobre cargos estatutários e governança corporativa⁵⁸.

A lógica da regulação girava em torno da governança do arranjo de pagamento. Nesse sentido, o BC previa inicialmente que, para ser integrante do SPB – e, conseqüentemente, estar sujeito aos procedimentos para autorização e controle – o arranjo

⁵⁵A disciplina da interoperabilidade, contudo, foi objeto de debate na consulta pública 63/2018, em que o BC apresentou proposta de restringir a interoperabilidade entre arranjos abertos e fechados. Ver: <https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetailharAudienciaPage?3>

⁵⁶Nos termos do art. 7º: I - interoperabilidade ao arranjo de pagamento e entre arranjos de pagamento distintos; II - solidez e eficiência dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento, promoção da competição e previsão de transferência de saldos em moeda eletrônica, quando couber, para outros arranjos ou instituições de pagamento; III - acesso não discriminatório aos serviços e às infraestruturas necessários ao funcionamento dos arranjos de pagamento; IV - atendimento às necessidades dos usuários finais, em especial liberdade de escolha, segurança, proteção de seus interesses econômicos, tratamento não discriminatório, privacidade e proteção de dados pessoais, transparência e acesso a informações claras e completas sobre as condições de prestação de serviços; V - confiabilidade, qualidade e segurança dos serviços de pagamento; e VI - inclusão financeira, observados os padrões de qualidade, segurança e transparência equivalentes em todos os arranjos de pagamento.

⁵⁷A resolução n.º 4.282/2013 do Conselho Monetário Nacional preparou o terreno para a atuação regulatória do BCB que, desde então, vem editando uma série de normas que organizam a autorização, o funcionamento e a supervisão dos arranjos e instituições de pagamentos. Vale ressaltar que, conforme argumenta Veiga da Rocha (2004) – e conforme fica claro ao se observar a prática corrente -, não se pode deixar enganar pelo formalismo: em muitos casos, as decisões do CMN são meras chancelas de pautas formuladas e debatidas no próprio BCB.

⁵⁸A supervisão do BCB sobre os arranjos e IPs passou a incluir as prerrogativas de (a) conceder ou dispensar a autorização para o funcionamento, e (b) realizar a vigilância e a supervisão constantes dos autorizados nessas categorias. Em relação às IPs, supervisão do BCB inclui: (i) controle da origem dos recursos para o empreendimento e para o capital social mínimo; e (ii) concessão de autorização para alterações de controle e reorganizações societárias (Circular BCB nº 3.683/2013, nos termos do art. 9º, inciso XII, da Lei nº 12.865/2013)

de pagamento deveria apresentar um total de transações de R\$ 20.000.000,00 no período de um ano⁵⁹. Posteriormente, em 2014, o BC aumentou esse volume para R\$ 500.000.000,00, com previsão de que o limite de relevância sistêmica seria reduzido a R\$ 250.000.000,00 (50%), em 2016 e R\$ 50.000.000,00 (10%), em 2017⁶⁰. Tratava-se de uma ampliação gradativa do perímetro regulatório, em regra de transição para que o mercado se adaptasse à nova regulação. Essa previsão, contudo, foi revogada em 2016⁶¹ e, na última reforma ao texto, feita em 2018, o critério de volumetria foi definido novamente em R\$ 500.000.000,00, em valor total de transações, ou 25 milhões de transações acumuladas ao longo de um ano⁶².

Nessa racionalidade, estariam sujeitas à autorização prévia para constituição e funcionamento as IPs que pretendessem operar em arranjo integrante do SPB. A entrada no perímetro regulatório era definida pela adesão a um arranjo cujos limites operacionais fossem superiores aos mencionados acima. O critério, portanto, era a qualidade do arranjo. Após reforma regulatória em 2018, o foco da regulação e do controle do perímetro regulatório a partir da volumetria se dividiu e se voltou também aos volumes de transações processados e de recursos mantidos em contas de pagamento pré-pagas, pelas IPs, independente do arranjo ao qual esteja credenciada a operar⁶³.

A racionalidade, portanto, mudou. Antes, todas as instituições de pagamento que pretendessem aderir a um arranjo deveriam pedir autorização ao BC, independente do volume transacionado. Hoje, a regulação também se volta de forma mais detida à figura da IP, não mais como mera integrante do arranjo. Pode parecer uma ampliação do perímetro regulatório, mas quando se constata que, agora, o BC estipula limites mínimos de relevância sistêmica para que a IP tenha de submeter pedido de autorização, ele cria uma exceção regulatória a IPs menores que queiram operar em arranjos consolidados. Assim, uma IP pode aderir a um grande arranjo existente, sem ter de aguardar a autorização do BC para constituição e funcionamento – fator ao qual se reputava alguma limitação ao ingresso de novos entrantes e à concorrência no mercado de credenciadores.

A mudança da lógica regulatória confere um tratamento concorrencial mais favorável aos novos entrantes que, até então, estavam sujeitos à entrada nos grandes

⁵⁹ Circular Bacen nº 3.682, de 4/11/2013.

⁶⁰ Redação dada pela Circular Bacen nº 3.705, de 24/4/2014.

⁶¹ Circular Bacen nº 3.815, de 7/12/2016.

⁶² Redação dada pela Circular Bacen nº 3.886, de 26/3/2018.

⁶³ Circular Bacen nº 3.885, de 26/3/2018.

arranjos através das IPs. Contudo, o BC sinalizou recentemente com uma proposta de alteração regulatória que restringe a interoperabilidade – fator que facilita à IP e ao subcredenciador transitarem entre arranjos – considerando que a regra, favorável às Fintechs, estaria gerando situação de anormalidade concorrencial no sistema. A proposta foi submetida à consulta pública, mas o regulador ainda não editou o ato normativo relacionado.

Ao se deparar com as criptomoedas, o Banco Central emitiu alertas que se aproximam do quarto caminho regulatório descrito no início do capítulo, o de que não há adesão à regulação existente e as práticas devem ser coibidas. Diante das Fintechs de pagamentos, contudo, o órgão transitou do terceiro para o primeiro entendimento: os requisitos regulatórios foram ampliados sobre o mercado de pagamentos e, uma vez que se estendiam às Fintechs, foram flexibilizados para reduzir o perímetro regulatório a partir da constatação de que os novos entrantes estariam sujeitos à mesma carga regulatória de grandes instituições de pagamentos e arranjos incumbentes. Bastaria, para o BCB, regulá-las indiretamente a partir das regras de cada arranjo de pagamento a que aderissem. A regulação, contudo, segue em revisão.

2.2 Regulando as Fintechs de crédito

Até o final de 2016 o regulador havia feito dois gestos principais relacionados ao ecossistema das Fintechs: um alerta grave sobre a natureza e os riscos das moedas virtuais, e uma reforma normativa ampla que, planejada para promover a concorrência no mercado de pagamentos, seria ajustada ao longo do processo para calibrar o perímetro regulatório do BC e sua relação com uma parcela relevante dos novos entrantes no mercado de pagamentos. Nesse sentido, o Banco Central (2016) explicitou que buscava acompanhar os movimentos no mercado, equilibrando o potencial das inovações financeiras com o risco que apresentavam à solidez do sistema:

O Banco Central do Brasil (BCB) reconhece a importância tanto do emprego de novas tecnologias, cuja aplicação pode se estender por toda a indústria, incluindo métodos de pagamentos, de compensação e de liquidação, como também a importância de formas inovadoras de prestação de serviços. De maneira consoante, encoraja o

desenvolvimento dessas novas tecnologias no mercado financeiro, pois isso pode estimular a concorrência no mercado, o que impacta sua eficiência e possibilita a oferta de produtos a preços menores aos clientes, atingindo maior parcela da população. Por outro lado, o BCB se mostra vigilante em relação à introdução de inovações na medida em que elas possam ter consequências sobre a solidez do sistema financeiro. Novas formas de prestação de serviços implicam a necessidade de métodos atualizados de acompanhamento de seu emprego e de um marco regulatório tempestivamente aprimorado, de forma a garantir o regular funcionamento do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e das infraestruturas do mercado financeiro. (BCB, *Relatório de Estabilidade Financeira*, 2016, p. 51)

Em maio de 2017, o Diretor de Regulação do BCB afirmou em entrevista que o regulador se mostrava propenso a pautar ainda naquele ano um regime normativo específico para as Fintechs de crédito, conciliando o potencial da inovação a um tratamento jurídico que conferisse respaldo adequado às atividades⁶⁴. A sinalização pública foi seguida pelo lançamento do ECP 55/2017, em novembro de 2017, e pela edição de Resolução 4.656, em abril de 2018.

Essa etapa, documentada, foi precedida por diversas interações entre agentes de mercado e Banco Central. Antes do engajamento efetivo do órgão, houve um momento de experimentação, em que as soluções jurídicas apresentadas pelos novos entrantes no foram aceitas pela supervisão do BCB de forma gradativa, até que a pauta ganhasse espaço a ponto de ser incorporada no planejamento estratégico do órgão. A regulação das fintechs de crédito passou, assim, de agenda experimental a solução estruturante e integra hoje o pilar SFN Mais Eficiente, na ação Fintechs de crédito e segurança cibernética da Agenda BC+⁶⁵.

⁶⁴ “BC estuda regulação para Fintechs ainda esse ano, diz diretor” (reportagem – Reuters, 16 de maio de 2017). Disponível em: <http://br.reuters.com/article/internetNews/idBRKCN18C2KG-OBRIN?sp=true>

⁶⁵ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais>

2.3 Primeira etapa: adequação incremental e mapeamento de práticas

O uso do correspondente bancário como forma regulatória para os novos entrantes no mercado de crédito foi uma solução jurídica apresentada pelas Fintechs e aceita de forma provisória pelo BCB. Regulado pela Resolução CMN nº 3.954, de 24 de fevereiro de 2011, o correspondente bancário é definido pelo Banco Central como a empresa contratada por instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BCB para a prestação de serviços de atendimento aos seus clientes e usuários. Realizam a mediação descentralizada de relações entre uma ou mais instituições financeiras e os seus clientes.

Instituído em 2002 pela Empresa de Correios e Telégrafos (ECT) e adaptado em 2011 para operar como correspondente do Banco do Brasil, o Banco Postal é um dos correspondentes bancários mais conhecidos e com maior alcance de atuação. Tem como objetivos “levar serviços de correspondente à população desprovida de atendimento bancário e proporcionar acesso ao Sistema Financeiro”⁶⁶. O Banco Postal utiliza a rede altamente pulverizada dos Correios para promover a inclusão bancária e atingir o segmento da população com menor renda, agenda compartilhada pelo Banco do Brasil⁶⁷. Oferece serviços de pagamentos e transferências eletrônicas, encaminhamento de propostas de abertura de contas de depósito à vista e à prazo, solicitação de cartões de débito e crédito, análise de crédito, recepção e encaminhamento de propostas referentes a operações de crédito, entre outros.

Assim como ocorre na relação entre Banco Postal e Banco do Brasil, a lógica operacional do correspondente exige algum grau de alinhamento com as diretrizes da instituição financeira contratante. Funciona como uma espécie de birô ou posto avançando que segue a política de crédito e executa uma parte das etapas das operações antes da aprovação final, que fica a cargo da contratante. O correspondente bancário está vinculado, portanto, aos padrões, normas operacionais e tabelas definidas pela instituição contratante, o que inclui taxa de juros e outras tarifas.

⁶⁶ Ver: <https://www.correios.com.br/servicos-financeiros/banco-postal>

⁶⁷ Objetivos do Banco do Brasil para o desenvolvimento regional sustentável: Promover a inclusão socioprodutiva, por meio da geração de trabalho e renda; Fortalecer a agricultura familiar e o empreendedorismo urbano; Impulsionar o associativismo e o cooperativismo; Ampliar a inclusão financeira e os negócios sociais; Estimular o protagonismo local. Disponível em: https://www.bb.com.br/portalbb/page3.8305.4916.0.0.1.6.bb?codigoNoticia=28555&codigoMenu=15244&codigoRet=15313&bread=1_3

Dessa forma, o CMN estipula uma série de deveres de controle e corresponsabilidade da instituição financeira em relação ao correspondente. A contratante assume inteira responsabilidade pelo atendimento prestado pelo correspondente aos clientes e usuários e deve garantir a integridade, a confiabilidade, a segurança e o sigilo de todas as transações. Também se responsabiliza de forma integral pelo cumprimento da legislação e da regulamentação relativa às transações⁶⁸. A instituição financeira contratante deve ainda verificar a existência de fatos que possam desabonar a entidade contratada, além de estabelecer medidas de caráter preventivo e corretivo para caso de eventual irregularidade. A política de remuneração dos correspondentes deve ser compatível com a política de gestão de riscos da contratante, de forma a mitigar o risco moral de operações encaminhadas pelos correspondentes que possam estar na contramão da sua estratégia.

É vedado ao correspondente realizar adiantamento, ao cliente, por conta de recursos a serem liberados pela instituição contratante⁶⁹. Também é vedada a prestação de garantia e coobrigação, pelo correspondente, nas operações que encaminha à contratante. O correspondente pode realizar a liberação de recursos a favor do beneficiário, por conta e ordem da instituição contratante, desde que, diariamente, o valor total dos pagamentos realizados seja idêntico ao dos recursos recebidos da instituição contratante para esse fim⁷⁰.

A contratação do correspondente bancário não depende, em regra, de autorização prévia do Banco Central. A regulação do CMN está centrada na relação contratual entre a instituição financeira e o correspondente bancário: este, em uma espécie de adesão, se sujeita à política operacional da contratante, que será regulada e supervisionada pelo Banco Central⁷¹. A lógica regulatória original, portanto, prevê que a supervisão e a regulação incidem de forma indireta sobre os correspondentes, posicionados de forma clara no papel de agente em relação a uma instituição financeira tida como principal.

Entre as 14 Fintechs que integram a Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD)⁷², 12 oferecem com empréstimos nas modalidades de capital próprio e P2P na forma de correspondentes bancários. Em levantamento feito no site de cada Fintech e na relação de correspondentes bancários em operação no Brasil, publicada pelo BCB, constam

⁶⁸ Res. 3.954/2011, art. 2º

⁶⁹ Res. 3.954/2011, art. 10, inciso VII

⁷⁰ Res. 3.954/2011, art. 11, inciso IV

⁷¹ Lógica similar à do mercado de pagamentos. Ver relação do instituidor do arranjo de pagamento em relação ao Subadquirente.

⁷² Ver: <http://www.creditodigital.org.br/>

na maior parte dos casos como correspondentes de (a) sociedades de crédito, financiamento e investimento – as “financeiras” -, além de (b) bancos comerciais, em menor escala, e (c) sociedade de crédito ao microempreendedor e empresa de pequeno porte (SCM), em um dos casos⁷³.

Tabela 4 - Fintechs integrantes da Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD)

Fintech	Área de Atuação	Correspon- dente bancário	Aviso no site	Instituições Financeiras contratantes
Mercado Pago	Pagamentos e empréstimos	Sim	Sim	Banco Topázio S.A. Money Plus Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e Empresa de Pequeno Porte Ltda.
Empréstimos.com.br / Wecash	Empréstimos	Sim	Sim	Omni S.A. - Crédito Financiamento e Investimento Portocred S.A. - Crédito, Financiamento e Investimento
Nexoos	Empréstimos	Sim	Sim	Socinal Financeira S.A. - Crédito, Financiamento e Investimentos
MoneyMan	Empréstimos	Sim	Sim	Socinal S.A. - Crédito, Financiamento e Investimento
Creditas	Empréstimos	Sim	Sim	Família Paulista Companhia Hipotecária Companhia Hipotecária Piratini - CHP Santana Financeira Sorocred Crédito Financiamento e Investimento S/A
Adianta	Antecipação de recebíveis	Não	-	-
Noverde	Empréstimos	Sim	Sim	Lecca - Crédito, Financiamento e Investimento S.A.
BizCapital	Empréstimos	Sim	Sim	Socinal - Crédito, Financiamento e Investimento S.A.

⁷³ Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Ffis%2Finfo%2Fcorrespondentes.asp>

Just.	Empréstimos	Sim	Sim	Sorocred - Crédito; Financiamento e Investimento S.A. Banco Semear S.A. Portocred S.A. - Crédito Financiamento e Investimento; Banco CBSS S.A.
Biva	Empréstimos	Sim	Sim	Socinal - Crédito, Financiamento e Investimento S.A.
Simplic	Empréstimos	Sim	Sim	Sorocred - Crédito; Financiamento e Investimento S.A.
Lendico	Empréstimos	Sim	Sim	Banco BMG S.A. Banco CBSS S.A.
Geru	Empréstimos	Sim	Sim	Banco AndBank (Brasil) S.A. Banco CBSS S.A.
Trigg	Pagamentos	Não	-	-

Fonte: elaboração própria.

Na visão dos participantes do mercado e de consultorias especializadas, o funcionamento das Fintechs de crédito se diferencia das demais instituições financeiras pelo uso intensivo de tecnologias e dados, em modelos de negócio mais eficientes que os dos incumbentes (ABFintechs & PWC, 2018; Fintechlab, 2016). Os atores de mercado identificam seu modelo como disruptivo e altamente inovador justamente pelos ganhos de eficiência através de processos de mapeamento de dados e perfis de clientes, em muitos casos com uso de algoritmos e programas mais sofisticados do que os executados por instituições financeiras autorizadas a operar. A interface com os clientes é realizada através de portais na internet e aplicativos com novas funcionalidades, em que se desenvolvem interações complexas a partir de planos de negócios próprios.

Assim, ainda que formalmente as Fintechs de crédito no formato de correspondente bancário recebam e encaminhem os pedidos de operações de crédito para validação final junto à instituição financeira contratante, há uma diferença no padrão de operação. Ao contrário do que ocorre com o correspondente “clássico”, o centro gravitacional das relações e interconexões com clientes e demais integrantes do mercado está ancorado nas Fintechs, mais do que nas instituições contratantes. As informações a que têm acesso e controle, os mecanismos operacionais, as interfaces de comunicação e captação e a

tecnologia de controle e *compliance*, entre outras, colocam a Fintech no centro das relações. Este é o propósito original dos novos entrantes no mercado (ABFintechs & PWC, 2018; Fintechlab, 2016).

Dessa forma, a partir do momento em que a Fintech se torna bem sucedida em suas operações, passa a necessariamente ser o centro cognitivo das relações em torno das operações de crédito que seguirá encaminhando às instituições financeiras para validação. A lógica dos papéis de principal e agente entre instituição financeira e correspondente bancário é então subvertida⁷⁴. Apesar da adequação formal, há um choque de racionalidades entre a atuação das Fintechs e o desenho regulatório original para o correspondente bancário, que deve fazer adesão à política operacional da contratante.

Apesar do choque de racionalidades, a posição contratual das Fintechs de crédito como correspondentes bancários foi tolerada tanto pelas instituições financeiras contratantes, quanto pelo próprio Banco Central. Mesmo não havendo se manifestado formalmente a respeito do arranjo específico, em momento algum o BC lançou mão de medidas punitivas próprias ou articuladas com a força policial e o ministério público para coibir as atividades das Fintechs.

Portanto, a solução jurídica dos correspondentes bancários foi uma adaptação institucional que permitiu a inserção das Fintechs de crédito na zona limítrofe e de regulação e supervisão indiretas do BC. É o que Salama classifica como negócio jurídico indireto, em que “a disciplina própria do instituto jurídico empregado permite às partes atingir o fim atípico e indiretamente objetivado” (2010b, p. 227). Essa subversão silenciosa no uso correspondente bancário, que poderia dar ensejo a maiores questionamentos do supervisor, ia, contudo, ao encontro dos pilares “SFN mais eficiente” e “Crédito mais barato” da Agenda BC+.

O BC reconheceu que a acomodação jurídica era legítima pelo menos em parte, dando ensejo ao que Salama classifica como “dinamização nos processos de mobilização de poupança, alocação de riscos financeiros e crescimento econômico lastreado na expansão do crédito e do financiamento” (2010b, p. 236).

⁷⁴ É o que a Secretaria de Política de Informática do Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações -MCTIC virá a classificar como modelo de correspondente bancário “invertido” (Contribuição 31 ao ECP 55/17 – p. 3).

Apesar da acomodação razoavelmente bem sucedida por parte das Fintechs, o regulador intensificou os estudos e interações com o mercado em busca de soluções regulatórias definitivas, que viabilizassem o crescimento ordenado das Fintechs de crédito. A criação do Grupo de Trabalho em inovações digitais relacionadas ao SFN, em junho de 2016, seria então seguida da formação de interlocutores institucionais dos novos entrantes, como a Associação Brasileira de Fintechs (ABFintechs), em outubro, e pela da ABCD, em novembro do mesmo ano⁷⁵.

2.4 Segunda etapa: estruturação regulatória

Lançado pelo Banco Central em 30/08/2017, e Edital de Consulta Pública 55/2017 tornou pública a Minuta de resolução para disciplinar as Fintechs de crédito e deu início à etapa de estruturação regulatória. A consulta pública foi encerrada em 17/11/2017, quando contava com o envio de 85 contribuições públicas registradas⁷⁶. Em 26 de abril de 2018, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução nº 4.656, em que foram instituídas as figuras da Sociedade de Crédito Direto (SCD), da Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), novas instituições financeiras. SCD e SEP buscam contemplar as atividades de financiamento com capital próprio e o empréstimo P2P, respectivamente.

As contribuições ao ECP 55/2017 foram sistematizadas, em primeiro lugar, pelo tipo de autoria. Os envios foram agrupados por autor, classificados como contribuições agregadas e numeradas de 1 a 53⁷⁷. Em seguida, os autores foram classificados por tipo de pessoa (física ou jurídica), por tipo de representação (individual ou institucional). O resultado são 23 representações individuais (envios de pessoas físicas) e 30 representações institucionais (envios de pessoas físicas representado instituições e envios de pessoas jurídicas). As representações institucionais foram organizadas por área de atuação:

⁷⁵ O trecho a seguir, extraído da contribuição feita pela ABCD à Consulta Pública 55/2017, é exemplificativo do processo de interlocução conduzido pelo Banco Central antes de lançar o edital da Consulta: “Gostaríamos de destacar que a iniciativa deste D. Banco Central em fomentar a discussão pública acerca da edição de uma regulamentação específica para as operações de empréstimo por meio de plataformas eletrônicas e empréstimos entre pessoas *em fóruns organizados tanto pelo mercado quanto por este próprio D. Banco Central, bem como pela divulgação do ECP 55/2017 para consulta pública, foi recebida de forma muito positiva pelo mercado*, especialmente em vista do avanço do movimento de Fintechs que se intensificou no Brasil nos últimos anos.” (contribuição 7 – ABCD, p. 1-2, grifos meus)

⁷⁶ Disponíveis em: <https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetailharAudienciaPage?6> último acesso em 31/07/2018

⁷⁷ Parte dos autores submeteu mais de um envio à consulta (ver Apêndice A).

escritórios de advocacia; associações que representam incumbentes no mercado financeiro (Bancos); associações que representam novos entrantes (Fintechs); governo; academia; outros.

Tabela 5 - Contribuições ao ECP 55/2017, por tipo de representação

Representação	Contribuições agregadas (identificadas)	Contribuições (quantidade)
Individual		
Pessoas físicas em representação própria	C3, C4, C13, C15, C16, C19, C21, C23, C25, C27, C28, C29, C32, C34, C36, C40, C41, C42, C43, C45, C50, C52	22
Pessoas físicas em representação própria, identificadas como integrantes de instituição	C30, C33	2
Total (A)		24
Institucional		
Escritórios de advocacia	C11, C14, C20, C38, C44, C48, C49	7
Associações de organizações incumbentes no mercado financeiro (crédito)	C1, C17	2
Associações de novos entrantes (Fintechs) no mercado financeiro	C7, C8	2
Outras associações com atuação no SFN	C6, C10, C18, C46, C47	5
Associações diversas	C9	1
Fintechs	C12, C24, C26, C53	4
Governamental	C31	1
Acadêmica	C37	1
Outros	C2, C5, C22, C35, C39, C51	6
Total (B)		29
Total (A+B)		53

Fonte: elaboração própria

As contribuições também foram classificadas em relação ao seu conteúdo, a partir das sugestões que trouxeram tanto em relação à organização ampla do mercado, quanto ao texto específico da Minuta e à racionalidade proposta para a SCD e para a SEP. Os vetores argumentativos das contribuições foram identificados de forma individualizada, assim

como a inclinação geral de cada texto em relação aos objetivos propostos pelo regulador (Apêndice A).

Tabela 6 - Contribuições ao ECP 55/2017, por inclinação em relação à Minuta

Inclinação em relação à Minuta	Qtd.	Contribuições agregadas	Comentários
Desfavorável	4	C2, C3, C32, C33	3 pessoas físicas; 1 representante de cooperativa bancária.
Desfavorável, com recomendações	4	C30, C31, C41, C50	MCTIC (governo federal) está nessa categoria; Único representante sindical.
Neutra, com ou sem recomendações	24	C1, C5, C8, C13, C15, C16, C17, C18, C19, C20, C23, C25, C27, C28, C29, C34, C35, C36, C40, C42, C45, C46, C47, C51	As duas entidades representativas de bancos (ABBC e Febraban) estão nessa categoria; ABFintechs, uma das maiores organizações do segmento.
Favorável, com recomendações	21	C4, C6, C7, C9, C10, C11, C12, C14, C21, C22, C24, C26, C37, C38, C39, C43, C44, C48, C49, C52, C53	6 dos 7 escritórios de advocacia se posicionaram favoráveis; A única contribuição acadêmica tem viés favorável; Todas as Fintechs individualmente representadas foram favoráveis; Associação de Cartões de Crédito (ABECS); Associação de Internet (ABRANET); ABCD (crédito digital).
Total	53		

Fonte: elaboração própria

A partir da sistematização das contribuições, montou-se um quadro identificando interações-chave entre:

- a. o texto original da Minuta do ECP 55/2017;
- b. as sugestões das ontribuições; e
- c. o texto final da Resolução n.º 4.656/2018.

A organização do procedimento em interações-chave permite identificar os principais pontos de questionamento, quem os questionou, se houve mudança no dispositivo (alteração, inclusão ou supressão), além do texto final, com comentário explicativo que sintetiza cada uma das interações (Apêndice B). As interações-chave selecionadas para análise neste ponto têm relação direta com os desdobramentos do tema do trabalho e dizem respeito a pelo menos uma das seguintes categorias de análise: (i) interconexão; (ii) hierarquia; e (iii) grau de flexibilidade do regulador.

Há diferenças relevantes entre o texto inicial da Minuta e o resultado do processo, refletido no texto da Resolução. Os modelos de instituições financeiras propostos na Minuta foram elaborados pelos departamentos do BCB no bojo do Grupo de Trabalho e a partir de interações com graus de formalidade variados com os atores de mercado (e.g.: reuniões, participações em eventos). As contribuições apresentadas à Minuta apontam para caminhos diferentes e trazem debates e questionamentos significativos sobre a SCD, a SEP e a lógica regulatória apresentada pelo órgão. Para situar o mapeamento dos argumentos, passa-se, a seguir, pelos principais pontos que caracterizam os desenhos finais da SCD e da SEP.

2.4.1 Sociedade de Crédito Direto (SCD)

A SCD é a instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo, financiamento e aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica. A nova instituição pode realizar operações somente com recursos financeiros que tenham como única origem o seu capital *próprio*. Ao contrário dos bancos, a SCD não pode operar com o capital financeiro de terceiros, pois é impedida de captar depósitos do público, exceto através da emissão de ações⁷⁸. Portanto, não tem como gerar moeda escritural, fator que restringe a sua capacidade de alavancagem e a afasta da dinâmica bancária e de intermediação financeira clássica.⁷⁹

O desenho normativo permite que a instituição atue na análise e cobrança de crédito para terceiros, assim como representante de seguros na distribuição de seguros

⁷⁸ Res. 4.656/2018, art. 5º, inciso I

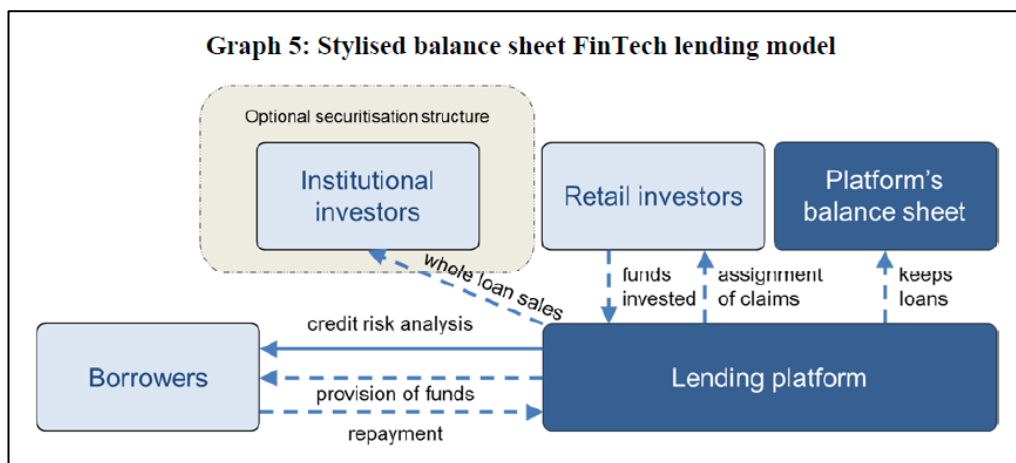
⁷⁹ Res. 4.656/2018, art. 3º, *caput*.

relacionados às operações de crédito que realiza. A SCD poderá também emitir moeda eletrônica nos termos da regulamentação do Sistema de Pagamentos Brasileiro. É vedado à SCD participar do capital social de outras instituições financeiras⁸⁰.

A Resolução permite que a SCD realize a venda ou a cessão dos créditos relativos à suas operações. A securitização, nesses termos, é permitida com instituições financeiras, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e Companhias Securitizadoras. Tanto as cotas negociadas pelos FIDCs quanto os ativos distribuídos pelas securitizadoras devem ser direcionados somente a investidores qualificados, nos termos da regulação da CVM⁸¹. A possibilidade de securitização e a negociação de cotas com os FIDCs, incluídas após a consulta pública, são elemento central no tipo de interconexão e inserção dessas instituições no mercado financeiro.

O Modelo da SCD se aproxima ao que CGFS & FSB (2017) classificam como modelo de “balance sheet”, popular nos EUA e no Canadá.

Figura 3 - O modelo de crédito "Balance Sheet"



Fonte: CGFS & FSB (2017, p. 15)

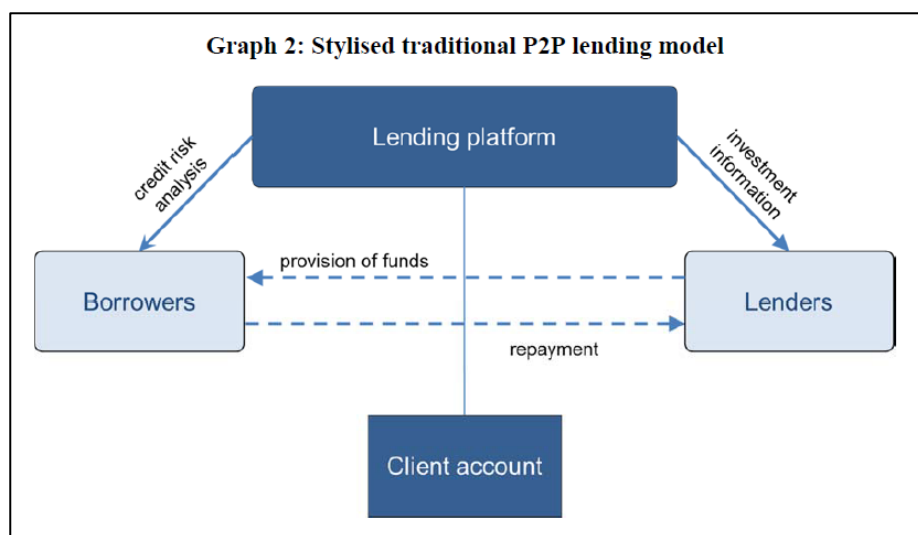
⁸⁰ Res. 4.656/2018, art. 5º, inciso II

⁸¹ Res. 4.656/2018, art. 6º

2.4.2 Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP)

A Sociedade de Empréstimos entre Pessoas (SEP), por sua vez, é a instituição financeira que desenvolve as atividades de mercado conhecidas como empréstimos Peer-to-Peer (P2P) em plataforma de crédito (“marketplace”). Realiza operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.

Figura 4 - Estrutura padrão do mercado de crédito P2P⁸²



Fonte: CGFS & FSB (2017, p. 11)

A relação da SEP com os recursos financeiros é central na sua definição: eles apenas passam por ela. As operações de empréstimo e financiamento entre pessoas realizadas por meio da plataforma são operações financeiras em que recursos financeiros coletados dos credores são direcionados aos devedores, após negociação em plataforma eletrônica – a SEP⁸³. Os credores dessas operações podem tanto ser pessoas físicas quanto jurídicas, além dos FIDCs e companhias securitizadoras, que, como no caso da SCD, são considerados fundamentais para viabilizar o modelo de negócios das Fintechs de crédito⁸⁴.

Da mesma forma como previsto para a venda ou cessão do crédito referentes às operações da SCD, os FIDCs e securitizadoras que sejam credores das operações feitas por meio da SEP devem negociar suas cotas e distribuir os ativos de suas operações,

⁸² Não há previsão de conta de cliente (“client account”), conforme consta na figura, no modelo atualmente regulado pelo CMN através da Res. 4.656/2018.

⁸³ Art. 8º, *caput*.

⁸⁴ Ver item de análise da consulta pública, a seguir.

respectivamente, somente a investidores qualificados. Pessoas jurídicas não financeiras também podem ser credoras das operações de empréstimo e financiamento, que somente poderão ser realizadas através de SEP⁸⁵.

O regulador veda que a SEP retenha o risco de crédito relativo às operações⁸⁶. A vedação à retenção do risco reforça que os recursos financeiros devem meramente transitar pela SEP. O regulador dispõe sobre como essa passagem deve ocorrer ao elencar os instrumentos obrigacionais que definem o fluxo do recurso entre credor, SEP e devedor. Determina que, em ordem, devem ser observados os seguintes procedimentos: (i) manifestação inequívoca de vontade dos credores e devedores, quando da contratação da operação; (ii) disponibilização dos recursos à SEP pelos credores; (iii) emissão ou celebração, da SEP com os devedores, de instrumento representativo do crédito; (iv) emissão ou celebração, da SEP com os credores, de instrumento vinculado ao instrumento mencionado anteriormente⁸⁷.

O instrumento que a SEP celebra com os credores, vinculado ao instrumento representativo do crédito da SEP com os devedores, é o que pavimenta a operação e vincula a circulação do recurso financeiro. Dessa forma, a SEP é o centro de passagem das metades da mesma relação entre as pontas da operação. A SEP administra o feixe de obrigações que traça o caminho do recurso financeiro entre credores e tomadores⁸⁸. A resolução reforça que esses instrumentos devem conter cláusulas assegurando que as operações sejam realizadas sem retenção de risco de crédito, direta ou indiretamente, por parte da SEP e de empresas controladas ou coligadas. Trata-se de lógica similar à das operações ativas vinculadas, reguladas pela Resolução CMN nº 2.921, de 17 de janeiro de 2002.

⁸⁵ Art. 9º, caput.

⁸⁶ “Art. 10. As operações de que trata o art. 8º devem ser realizadas sem retenção de risco de crédito, direta ou indiretamente, por parte da SEP e de empresas controladas ou coligadas.”

⁸⁷ Res. 4.656/2018, art. 11, caput

⁸⁸ Art. 11, § 1º - Os instrumentos previstos nos incisos III e IV do caput serão: I – emitidos pela SEP ou em favor desta; ou II – celerados tendo a SEP como parte.

2.5 Análise da Consulta Pública nº 55/2017

2.5.1 Debate sobre o papel do regulador

Parte das contribuições à Consulta Pública apresenta de forma mais ou menos evidente a expectativa dos autores sobre o papel do regulador diante da atuação das Fintechs de crédito. Entre a adesão completa ao propósito do ECP 55/2017 e a oposição radical à necessidade de se regular as inovações financeiras, oscilam entre quatro linhas argumentativas. As categorias guardam relação direta com as possibilidades de atuação do regulador diante do processo de inovação financeira, descritas no início do capítulo: indiferente, conformada, proativa e vigilante.

2.5.1.1 Regular para garantir o desenvolvimento das Fintechs, instituições financeiras “light” necessárias para a concorrência no mercado de crédito

Parte das contribuições reconhece que a iniciativa do regulador é fundamental para indicar o roteiro de desenvolvimento das Fintechs no mercado de crédito. Uma vez chanceladas pela regulação do CMN, as “iniciativas inovadoras e alternativas ao mercado de crédito”, como classificadas pelo escritório TozziniFreire Advogados (Contribuição 49), passarão a ter um caminho de atuação juridicamente garantido. É nesse sentido que a ABCD, representando uma parcela significativa das Fintechs de crédito, expõe que a divulgação do ECP 55/2017 foi recebida de forma positiva pelo mercado (C7, ABCD).

Nessa linha argumentativa, reputa-se que a definição da forma jurídico-regulatória das Fintechs não só confere maior segurança aos investidores e proprietários, como também fortalece a posição das Fintechs diante das instituições financeiras incumbentes, consolidadas no mercado. A previsibilidade aos novos entrantes e a proteção aos seus investidores ocorre sem prejuízo à inovação e ao empreendedorismo (C11, Baptista Luz Advogados; C9, Abranet; C10, CFA). Assim, o esforço do BCB é avaliado como fundamental, tendo em vista que o setor vem crescendo em relevância e constitui meio de diversificação tanto para tomadores quanto para poupadores de recursos (C10, CFA). O Centro de Estudos do Mercado Financeiro e de Capitais da Faculdade de Direito da USP argumenta:

Para que as Fintechs exerçam seu potencial, de promover mudanças significativas na intermediação financeira mediante inovação tecnológica, trazer a concorrência bancária a um nível que possa estimular a atividade econômica, a distribuição de renda e gerar benefícios aos consumidores sem trazer excessiva instabilidade e crises periódicas, *entendemos ser essencial que o arcabouço jurídico a ser construído se coloque como uma fonte de incentivo para o seu desenvolvimento.*

A atividade regulatória é importante para *trazer segurança jurídica e criar as bases mínimas para que o empreendedorismo* tecnológico intrínseco às Fintechs possa aflorar e trazer todos os ganhos que promete. Ao mesmo tempo, cabe ao Estado garantir que o desenvolvimento da atividade seja seguro e traga benefícios de forma igualitária para os consumidores, poupadores, tomadores e todos os interessados no bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional. [grifos meus] (C37, CEM, p. 18)

Parte das contribuições manifesta apoio à iniciativa do BCB por considerar que o seu impacto na economia será positivo. A linha mais favorável à atuação do BCB, nos termos propostos, sugere que a regulação ampliará as oportunidades de acesso dos agentes econômicos ao mercado, aumentando o alcance do crédito no país. Ao permitir que as Fintechs se desenvolvam nas linhas de negócio da SCD e da SEP, o BCB contribui para ampliar as condições de concorrência e aumentar a eficiência do mercado (C6, ABECS; C12, Banco Maré; C9, Abranet).

O ingresso de novos participantes na modelagem proposta também é visto como fator que pode fomentar um sistema de crédito alternativo e concorrente ao atual. É como argumenta a Afluenta Holdings quando expõe que participou da Consulta Pública para contribuir com “(...) comentários para poder implementar um sistema de financiamento coletivo robusto, sustentável no tempo e que possa ser um concorrente digno do sistema financeiro, facilitando a inclusão financeira.” (Contribuição 24).

Contribuições como as do Pinheiro Neto Advogados, da ABCD e da Afluenta Holdings argumentam que, apesar de necessária, a regulação deve compreender a SCD e a SEP como instituições financeiras “light” (C7, C24, C38). Dessa forma, além de permitir o uso de termos “banco” ou “bank” em seus nomes (C38, C48), as Fintechs de crédito

autorizadas a operar na estrutura proposta não deveriam estar sujeitas a todas as outras regras aplicáveis às demais instituições financeiras autorizadas a operar no SFN. A CFA argumenta, portanto, que a motivação de criação da SCD seguiria lógica similar à Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e ao Empresário de Pequeno Porte. No mesmo sentido, expõe a ABCD:

No que diz respeito ao ramo de atividade da SCD, assim como as Sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte [SCM], a SCD vem para atender as pessoas físicas e pequenas empresas que atualmente não têm acesso a crédito ou não têm condições de arcar com as elevadas taxas de juros e demais custos aplicados pelas instituições financeiras de maior porte. *A SCD busca justamente, num primeiro momento, exercer junto à sociedade o papel das sociedades de crédito ao microempreendedor e da empresa de pequeno porte que, infelizmente, não vingaram no país. (...) A fim de evitar que o mesmo insucesso se repita com o modelo de instituição financeira da SCD, reiteramos a necessidade de haver proporcionalidade na aplicação das normas prudenciais. [grifos meus] (C7, ABCD, pp. 8-9)*

Assim, em diversas contribuições nesse segmento argumentativo será solicitado que o regulador tenha uma postura parcialmente liberalizante em relação à aplicação das regras gerais do SFN. Recomenda-se, em resumo, que o BCB amplie o seu perímetro regulatório para compreender as Fintechs de crédito, mas flexibilize a intensidade desse novo perímetro ao afastar a incidência de regras referentes à política de remuneração de administradores (Res. CMN 3.921/2010), e à política tarifária para remuneração das operações (Res. CMN 3.919/2010) (C8, ABFintechs), entre outras. O escritório de advocacia CPBS recomenda ainda que o regulador disponha, de forma taxativa, as normas aplicáveis às instituições financeiras em geral e que não serão aplicáveis às SCD e SEP (C14).

2.5.1.2 Ressalva moderada: a regulação deve equalizar o tratamento regulatório entre Fintechs e demais instituições financeiras

A Associação Brasileira de Bancos (ABBC) e a Federação Brasileira de Bancos (Febraban), principais representantes de bancos comerciais a participarem da consulta, desenvolvem linha argumentativa que adere parcialmente à proposta do BCB, em grau de

moderação maior que o do conjunto argumentativo anterior. Ponderam que os avanços da tecnologia da informação no sistema financeiro estimulam sinergias entre as Fintechs e a atividade bancária, assim como dão ensejo a oportunidades para que os novos entrantes atuem no sentido de melhorar e expandir o atendimento de forma “salutar para o equilíbrio competitivo”, com aumento do acesso ao sistema de crédito (C1, ABBC; C17, Febraban).

Ressaltam, contudo, que o processo implica em novos riscos e desafios ao facilitar “a migração de atividades financeiras para ambientes não regulados”. Nesse sentido, consideram que a ampliação do perímetro regulatório e de supervisão do BCB, com a criação da SCD e da SEP, é relevante para garantir a segurança necessária aos investidores e mitigar riscos aos consumidores e ao SFN (Contribuições 1 e 17). Se aproximam à linha argumentativa apresentada no item anterior quando consideram que a regulação servirá como canal de diversificação do SFN. Se distanciam, contudo, ao centrarem sua argumentação não no potencial disruptivo das Fintechs e nos ganhos eventuais ao mercado, mas ao defenderem que a regulação dos novos entrantes é uma medida necessária para barrar a arbitragem regulatória.

Recomendarão que o regulador mantenha as condições de competitividade decorrentes da elevada carga regulatória a que as demais instituições financeiras estão sujeitas, o “level playing field”. ABBC e Febraban se posicionam, nesse aspecto, em sentido contrário à linha argumentativa anterior. Defendem que o dever de observância às regras do sistema financeiro deve ser geral. A Febraban expõe que “para assegurar que não exista dúvida quanto à aplicação dessas normas, entendemos que deve ser inserido dispositivo que traga de forma expressa esse esclarecimento” (C17). As regras incluem: divulgação de custo efetivo total, requisitos para eleição de administradores e capital mínimo entre outros requisitos.

2.5.1.3 Oposição à proposta: a regulação sufocará a inovação.

Em linha mais crítica à proposta do BCB, a Secretaria de Política de Informática do Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações (SEPIN-MCTIC) argumenta que criação da SCD e da SEP inibirá o surgimento de modelos de negócio inovadores. Apesar da independência em relação aos bancos, considerada um avanço dentro no novo modelo, o órgão do governo federal avalia que seria mais vantajoso que as Fintechs de crédito continuassem a operar no modelo de correspondente bancário

“invertido”⁸⁹. Reconhece a adaptação regulatória, mas não a reputa como um problema (C31, MCTIC, p. 3).

O MCTIC ainda pondera que os modelos de negócios “não deveriam ser criados pelo regulador”. Defende que a flexibilização das exigências regulatórias aplicáveis às Fintechs deve servir como contrapartida a equilibrar algumas prerrogativas exclusivas a outras instituições financeiras e que não se estendem às SCD e SEP:

A SEPIN compartilhamos as preocupações do Banco Central em relação à estabilidade do sistema financeiro. Esta contribuição apenas almeja trazer para discussão outros pontos que valem a pena serem considerados. Entendemos que o setor financeiro estabelecido é fortemente regulado e está submetido a tradicionais custos regulatórios. *Por outro lado, os bancos também têm duas prerrogativas que não estão acessíveis às Fintechs atuantes no segmento de crédito. São elas: a criação de moeda por meio da captação de depósito à vista e as operações de redesconto.* Essas prerrogativas fazem com que esse setor seja o mais produtivo e lucrativo dentre os setores de serviços.⁹⁰ [grifos meus] (Contribuição 31 – MCTIC, p. 4)

Em crítica ao processo regulatório, a contribuição individual de Nildson Ávila, identificado como servidor do BCB, defende que a atuação do órgão não deveria ser voltada a conformar as atividades da iniciativa privada. Ao contrário, o Banco Central deveria se voltar para dentro de sua própria estrutura regulatória, antiquada, argumenta, por estar lastreada em leis ultrapassadas. Ávila pondera que a lógica regulatória do órgão como um todo é incompatível com a uma sociedade democrática e “que vise a liberdade e responsabilidade individual” (Contribuição 33).

2.5.1.4 Oposição à proposta: as Fintechs serão nocivas ao mercado e não devem integrar o perímetro regulatório

A quarta linha argumentativa identificada também se opõe à regulação proposta pelo BCB. Ao contrário do bloco argumentativo anterior, associa a atuação das Fintechs

⁸⁹ O órgão avalia que a lógica original entre principal e agente no correspondente foi invertida. Ver descrição da inversão da lógica regulatória do correspondente bancário na descrição da primeira fase do processo regulatório.

⁹⁰ As prerrogativas em destaque aproximam os bancos comerciais do topo da hierarquia do sistema, ao mesmo tempo em que afastam as SCD e SEP em direção à base.

no formato de SCD e SEP a práticas de mercado nocivas. A contribuição submetida pela cooperativa de crédito Cooperbant, representada por Adenor Machado (Contribuição 2), reputa que a regulação dará ensejo a atividades predatórias no mercado⁹¹.

A contribuição individual de Miguel Pereira, que se identifica como integrante do ContrafCUT, sindicato de trabalhadores do ramo financeiro, também apresenta viés desfavorável à proposta do Banco Central. Contudo, faz recomendações concretas no sentido de limitar o endividamento dos tomadores de recurso junto à SEP. Sugere que o BCB vede a contratação de terceiros pela SCD para realizar as suas operações de crédito e proíba qualquer possibilidade de financiamento público que se destine à formação de capital das SCD e SEP. Recomenda ainda que SCD e SEP devam estar sujeitas à política de remuneração de administradores previstas na Res. CMN 3.921/2010 (Contribuição 30).

2.5.2 Debate sobre as propostas da Minuta

2.5.2.1 Objeto de atuação da SCD e da SEP, securitização e estrutura de credores

No desenho original proposto pelo BCB, a SCD teria por objeto realizar operações de empréstimo exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tivessem como única origem o seu capital próprio. O dispositivo foi questionado em diversas contribuições (C1, C7, C22 C31, C46). Ao fim, o regulador expandiu o escopo de atuação na SCD para que, além das operações de empréstimos, também realizasse operações de financiamento e de aquisição de direitos creditórios.

O regulador adaptou o texto de acordo com contribuições em que se argumentava que a SCD deveria poder realizar a venda ou a cessão dos créditos relativos às suas operações para: (i) instituições financeiras; (ii) fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs); e (iii) companhias securitizadoras (C7, ABCD; C28, Luiz Paschoal). A Resolução manteve a vedação à captação de recursos do público pela SCD, mas excepcionou a captação feita mediante emissão de ações⁹². Foi incluída ainda a

⁹¹ “*prato cheio para quem quer lavar dinheiro*”

⁹² Inclusive para compatibilizar as restrições às atividades inerentes à sociedade anônima, forma societária exigida para autorização da SCD. Ver interação-chave relativa ao art. 5º.

possibilidade de atuar na cobrança de crédito para terceiros, criticada em contribuição da quarta linha argumentativa (C30, Miguel Pereira).

Assim como no caso da SCD, diversas contribuições questionaram o escopo limitado de atividades previstas para a SEP. Pleiteavam que, além das operações de empréstimo entre pessoas, já previstas, a SEP pudesse realizar operações de *financiamento*, (C6, C8, C9, C17, C28, C37). A recomendação foi incorporada ao texto da Resolução.

O BCB também delimitava na Minuta que os credores das operações da SEP poderiam ser pessoas naturais ou jurídicas, bem como fundos de investimento, concedentes da operação de empréstimo entre pessoas. O TozziniFreire advogados recomendou que os credores das operações de empréstimo entre pessoas feitas na SEP pudessem figurar, além de concedentes, como cessionários das operações de crédito realizadas através da plataforma. Tendo em vista que a concessão de empréstimo por fundo de investimento é vedada pela Instrução CVM n.º 555, de 17 de dezembro de 2014, o escritório sugeriu que a participação desses fundos ocorresse através da aquisição de créditos dos credores que originaram as operações de empréstimo através da SEP (Contribuição 49).

Contribuições como a submetida pela ABCD propuseram que tanto SCD como SEP pudessem ceder as suas operações a Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) ou companhias securitizadoras, sem direito de regresso. Os FIDC e Securitizadoras deveriam ter como investidores ou quotistas apenas investidores qualificados (C7, ABCD; C9, Abranet). No entendimento da ABCD, a nova possibilidade de interconexão não aumentaria o risco sistêmico:

Além disso, em relação à operação das SEPs e SCDs, deve-se destacar que não geram riscos para o sistema financeiro, uma vez que não realizam ou captam depósitos interfinanceiros. Ambas serão instituições financeiras de pequeno porte *sem a capacidade de produzir choques no sistema financeiro* ou de contaminar as demais instituições financeiras nacionais, pois *não haverá conectividade relevante com os demais participantes do sistema financeiro*. [grifos meus] (Contribuição 7 – ABCD, p. 28)

As estruturas da SCD e da SEP passaram por alterações entre Minuta e Resolução, de forma que o resultado final incorporou pontos defendidos pelas associações de Fintechs como fundamentais para viabilizar o modelo de negócios, baseados em novas formas de interconexão. A ampliação do escopo negocial da SCD e a entrada do FIDC e da companhia

securitizadora nas linhas de interconexão franquearam à SCD e à SEP o acesso ao mercado de capitais através (i) da cessão de créditos, no caso da SCD, e (ii) do aumento da complexidade na cadeia de operações da SEP.

2.5.2.2 Retenção de risco pela SEP

A proposta apresentada pelo regulador dispunha que as operações de empréstimo entre pessoas por meio de plataforma eletrônica deveriam ser realizadas sem retenção de riscos por parte da SEP, controladores e empresas controladas ou coligadas. O dispositivo foi questionado para que a SEP pudesse participar de cotas dos FIDC que sejam credores de operações realizadas através delas (C6, C7, C8, C9, C14, C26, C31, C37). O regulador flexibilizou o entendimento de que a SEP não deveria reter risco direto ou indireto das operações intermediadas. A Resolução permitiu a aquisição de cotas no FIDC que invista exclusivamente nos direitos creditórios derivados de suas operações.

A nova previsão criou uma exceção à regra de que a SEP não deve se coobrigar ou prestar qualquer tipo de garantia nas suas operações, em atendimento parcial às sugestões da linha *pró-Fintech*, bloco majoritário a participar da consulta⁹³. Foram suprimidas ainda as vedações a que a SEP (a) emitisse títulos ou celebrasse contratos representativos de depósitos com base nos recursos disponibilizados pelos credores, e (b) contratasse terceiros para realizar as suas operações.

2.5.2.3 Migração da cessão do crédito para uma variedade de operação ativa vinculada (SEP) e novos parâmetros de intermediação.

As mudanças na forma de interconexão da SCD e da SEP refletem uma nova lógica de intermediação financeira desenvolvida pelas Fintechs de crédito e incorporadas pelo regulador. Esses novos parâmetros de intermediação ficam refletidos nos questionamentos à racionalidade operacional proposta para a SEP, na Minuta, e na redação final da Resolução. O regulador previa inicialmente que a SEP realizaria as suas operações através da *cessão ou do endosso*, ao credor, do instrumento relativo ao empréstimo com o devedor.

⁹³ Ver interação-chave relativa ao art. 8º, parágrafo único, da Minuta; interação-chave relativa ao art. 12, caput.

Essa estrutura foi criticada ao longo de diversas contribuições (C1, C6, C7, C8, C9, C14, C17, C26, C37, C39, C48 C49).

O primeiro ponto de crítica diz respeito ao risco de limitação dos juros cobrados nas operações, caso seja interpretado que a operação da SEP origina o crédito dentro do SFN para, em seguida, repassá-lo, sem coobrigação ou garantia, para fora do sistema (C14, CPBS). O CPBS advogados indica que, nesse caso, as taxas de juros aplicadas nas operações entre pessoas poderiam estar limitadas nos termos dos artigos. 406 e 591 do Código Civil, quando determinam limites nos juros para o mútuo de fins econômicos (C14). De acordo com a Febraban, como “não se trata de uma operação em que a credora original é uma instituição financeira”, poderia ainda haver questionamento judicial sobre a aplicação dos limites da Lei da Usura⁹⁴ às operações nas SEP (C17).

O segundo ponto de crítica à estrutura da SEP é o risco de classificação das operações entre pessoas como ofertas públicas de valores, pela ausência de garantia ou coobrigação das SEP, entre outros fatores. No entendimento da CVM, as cédulas de crédito bancário (CCBs) objeto de oferta ao público (propaganda, marketing digital), e sem garantia pela instituição financeira que a emite – como na estrutura da SEP – constituem valores mobiliários. Diante desse risco, a Abranet recomendou ao regulador que legitimasse a SEP a (i) emitir um título representativo de depósito vinculado ao empréstimo, e (ii) emitir um título e/ou contrato representativo junto aos devedores (C9, Abranet, p. 3).

As dificuldades operacionais tanto em relação ao registro da cessão⁹⁵, quanto à cobrança do crédito, foram levantadas como terceiro ponto de entrave à estrutura apresentada pelo regulador. A Febraban alertou o Banco Central que o modelo traria dificuldades, por exemplo, na governança e nos mecanismos de consenso (a) entre os credores - muitos dos quais inexperientes – e (b) entre o conjunto de credores e a SEP no momento da cobrança ou renegociação de dívida de operação com o devedor (C17, Febraban). A possibilidade de cobrança direta do crédito pelos investidores-credores poderia, por um lado, expor os devedores a práticas de cobrança abusivas ou inadequadas

⁹⁴ Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933, veda a contratação de taxas de juros “superiores ao dobro da taxa legal” (atualmente, a taxa SELIC).

⁹⁵ A Febraban aponta a dificuldade considerando, de acordo com o Código Civil será necessário realizar o registro do instrumento de cessão nos cartórios das sedes das SEP e do credor. Considera ainda que será difícil implementar as interações necessárias entre os credores e a Central de Cessões de Crédito – C3, onde se requer que as operações de crédito relativas a empréstimos pessoais sejam registradas.

e, por outro, impor limitação infralegal aos direitos de propriedade dos credores (C17, Febraban)⁹⁶.

Uma vez que os investidores-credores serão os titulares dos direitos de crédito originados pela SEP, deverão ter acesso a todas as informações da operação, incluindo informações sensíveis dos devedores. Isso pode expor as informações dos devedores a pessoas físicas ou jurídicas que não serão instituições financeiras e que, portanto, não se sujeitam necessariamente à lei de sigilo bancário (C17, Febraban).

Mesmo com pontos de vista e objetivos distintos entre si, o bloco das contribuições de associações de Fintechs e escritórios, da primeira linha argumentativa, e da Febraban, a priori com menor adesão aos objetivos do regulador, convergiram na crítica ao modelo da cessão. Os questionamentos refletem as dificuldades na adequação regulatória em torno do novo padrão de intermediação.

Diante dos inconvenientes apontados, parte das contribuições propôs que, para garantir a segurança jurídica e a efetiva expansão do modelo proposto, as operações de empréstimo entre pessoas através da SEP deveriam ser realizadas em “dois passos”, na forma das operações ativas vinculadas (C14, CPBS; C9, Abranet). Nessa estrutura proposta, a SEP emitiria (i) um título representativo de depósito vinculado ao empréstimo, e (ii) um título ou contrato representativo junto aos devedores (C9, Abranet, p. 3).

Argumentou-se que essa estrutura mitigaria os riscos e inconvenientes apresentados, tendo em vista que: (i) os créditos seriam originados e se mantidos no SFN; (ii) a operação se distanciaria das ofertas públicas de valores mobiliários; (iii) não haveria cessão de crédito da SEP para o credor; e (iv) as eventuais cobranças seriam realizadas pela SEP, e não pelo cessionário (C14, CPBS).

Foi assim que o texto final da Resolução incorporou parte das sugestões e alterou a racionalidade operacional da SEP, aproximando o seu modelo às operações ativas vinculadas⁹⁷. Nessa lógica, a SEP deverá emitir ou celebrar, com os devedores, o instrumento representativo do crédito (instrumento A), para emitir ou celebrar, com os credores, instrumento vinculado (instrumento B) ao instrumento mencionado

⁹⁶ De forma complementar, a Febraban aponta argumenta que identificação do credor perante o devedor: (i) aponta as dificuldades em preencher o campo “beneficiário” no boleto de cobrança, (ii) indica dificuldade na definição da titularidade da conta corrente ou conta de pagamento que deverá ser indicada como destino para os recursos da operação, e (iii) argumenta que haverá dificuldades operacionais para eventual registro de devedor no SPC ou mesmo para cobrança judicial por parte de mais de um credor;

⁹⁷ De forma similar ao disposto na Resolução CMN nº 2.921, de 17 de janeiro de 2002.

anteriormente (instrumento A). A SEP figura assim figura como parte de duas relações independentes à primeira vista, uma com o credor e outra com o devedor, mas vinculadas por força da regulação⁹⁸.

Buscando prevenir o entendimento de que a SEP realiza oferta valores mobiliários, o BC definiu a ordem de procedimentos adotados pela SEP para concretizar uma operação. Dessa forma, prevê que (1) a disponibilização dos recursos à SEP pelos credores será anterior à (2) emissão ou celebração, com os devedores, do instrumento representativo do crédito, para que na sequência seja realizada a (3) emissão ou celebração, com os credores, de instrumento vinculado ao instrumento celebrado com os devedores. Nessa nova hierarquia, os credores só podem exigir, da SEP – e não diretamente dos devedores –, os recursos que forem pagos pelos devedores em relação àquela operação específica. Há, portanto, um impacto na dimensão da interconexão e do tipo de respaldo a esse credor.

Ainda que a lógica da operação seja através da SEP, o regulador incluiu a previsão de que a instituição financeira possa atuar na cobrança de crédito para terceiros (Contribuição 8). Dessa forma, a SEP pode atuar em nome dos credores na cobrança dos créditos vinculados às operações que intermedeia de forma semi-engajada, mitigando assim parte o risco da distância entre credor e devedor em modelo de governança descontínua. A SEP poderá tomar risco limitado em suas operações, mediante participação em cota subordinada do fundo credor, como sinal de garantia ao mercado. Contudo, conforme aponta a Kavod Lending, não terá responsabilidade plena sobre o risco de crédito ou inadimplência, uma vez que a hierarquia do crédito envolve a SEP apenas de forma tangencial. O novo padrão de intermediação implica em nova forma de distribuição do risco e no próprio entendimento sobre o risco sistêmico.

As contribuições apontam para caminhos variados quando se referem ao grau de envolvimento que a SEP deve ter nas operações. Contribuições como a do CPBS recomendam que a SEP seja responsável pela celebração dos instrumentos de garantia relativos aos instrumentos representativos do empréstimo (Contribuição 14). Em sentido oposto, a contribuição do escritório Tauil e Chequer propõe que o instrumento

⁹⁸ Ver interação-chave referente ao art. 10, caput e incisos. Conforme descrito no item “SEP”, acima, ao invés da cessão ou do endosso, a SEP deverá celebrar instrumentos (i) com os devedores (instrumento representativo do crédito) e (ii) com os credores (instrumento vinculado ao instrumento com os devedores). Estes instrumentos devem conter cláusulas em que se preveja: (a) que os recursos disponibilizados pelos credores à SEP são vinculados à operação de crédito correspondente com o devedor; e (b) que a exigibilidade dos recursos disponibilizados pelos credores à SEP é subordinada ao fluxo de pagamento da correspondente operação de crédito

representativo do empréstimo possa ser celebrado “diretamente entre o credor e devedor, sem necessidade de interveniência da SEP”. Argumenta que a possibilidade de celebração de contratação da operação de crédito diretamente entre as partes fortalece a noção de que a SEP não deve reter riscos da operação (Contribuição 48).

2.5.2.4 Aumento da interconectividade e nova hierarquia

O regulador fez um conjunto de concessões relevantes ao permitir o acesso das Fintechs ao mercado de capitais e incorporar parcialmente a lógica do “skin in the game” ou “eat your own cooking”, defendida principalmente para viabilizar o acesso das Fintechs ao mercado de capitais. As expressões são usadas para indicar que se está assumindo o risco da operação e que há algo a perder. Indicam uma forma de reduzir o custo de agência, ao compartilhar parte minoritária do risco do investidor. Os mecanismos de interconexão da Resolução permitem que a SCD realize novos empréstimos sem captar recursos do público em geral e sem estar limitada ao seu capital próprio, pois poderá gerar caixa com a operação de cessão do crédito a um FIDC (C7 – ABCD, pp. 3-5).

2.5.2.5 Peer-to-Peer não puro (N2N) e prazo de liquidação da operação

Inicialmente, a Minuta previa que os recursos financeiros relativos às operações da SEP deveriam ser transferidos em até um dia útil, tanto para credores quanto para devedores. O prazo foi apontado como um entrave às atividades das Fintechs que operam em Peer-to-Peer, pois não só inviabilizaria a operação, pelo prazo exíguo, como também deixaria de contemplar o modelo de P2P “não puro”. Nesse modelo, conhecido como N2N, diferentes credores podem financiar frações da operação com um mesmo devedor. O modelo N2N também permite que o credor, ou investidor, indique destinações diferentes para um mesmo aporte de recursos na plataforma, de forma a poder direcioná-lo para mais de uma operação, com diferentes devedores. (C7, C8, C10, C14, C17, C24, C26).

A Febraban expôs que o texto da Minuta fazia sinalizações contraditórias quanto ao N2N. Em primeiro lugar, indica, a Minuta previa que a cessão de crédito ou endosso do instrumento de crédito com o devedor (instrumento representativo do crédito) seria formalizada entre a SEP e o credor, em “modelo 1 para 1”. Em outro momento (art. 10), o texto proposto aponta em sentido contrário ao exigir que a SEP garantisse “condições de

igualdade entre credores” para uma mesma operação, indicando ser possível que vários credores compartilhassem uma mesma operação (C17, Febraban).

Parte das contribuições argumentou que nenhum sistema sólido permitiria o funcionamento do modelo de crédito P2P “puro”. Os casos norte-americano e europeu foram citados como exemplos em que o modelo P2P permite à Fintech abrigar portfólios com investimentos “em frações distintas de diversas solicitações de créditos” (C24, Afluenta; C39, Bompracredito). A regulação deveria assim contemplar a possibilidade de que o investidor-credor mantivesse os seus recursos em conta segregada, dentro da plataforma⁹⁹. A Fintech então ofereceria aos investidores as oportunidades para investimentos em operações disponíveis e ficaria responsável por administrar os pagamentos (C14, CPBS; C24, Afluenta).

Defendeu-se, nesse sentido, que permitir mais de um credor em uma mesma operação de crédito seria uma forma de diversificar os riscos da operação com um mesmo devedor. Viabilizar o N2N, portanto, não só distribuiria os riscos de forma atomizada, como também ofereceria resultados mais estáveis aos investidores¹⁰⁰ (Contribuição 39).

Assim, diante da complexidade em administrar um número maior de variáveis, o modelo N2N incorreria em possível descasamento entre os momentos das disponibilizações de recursos provenientes de cada um dos credores para a operação com um mesmo devedor. Esse descasamento poderia se somar ainda a uma necessidade de tempo adicional para a formalização de operação com garantias, pelo tomador. O escritório CPBS propôs que o prazo de transferência de recursos da SEP ao devedor fosse ampliado para 10 dias úteis e, ao credor, para 5 dias úteis (C14, CPBS).

O texto final da Resolução dispõe que a SEP deverá transferir os recursos aos devedores em até 5 dias úteis após a disponibilização dos recursos pelos credores¹⁰¹. A alteração, longe de ser uma mudança burocrática no texto, viabiliza o modelo N2N e aumenta o patamar de engajamento da SEP nas atividades, ampliando o seu papel gerencial

⁹⁹ Ver o modelo da Figura 4.

¹⁰⁰ Nesse sentido, questiona ainda se a manifestação inequívoca da vontade deverá correr (a) a cada operação, de forma pontual, ou (b) em única manifestação – o que pressuporia parâmetros bem definidos (juros, montante etc.) por parte do credor e devedor. Recomenda que seja adotado o segundo modelo. Manifesta a vontade de poder parametrizar as declarações de vontade em predefinições por parte do credor e do devedor que permitam “um match automático sempre que aparecerem solicitações de crédito dentro do perfil pré-definido”. Trata-se de modelo que se aproxima ao que o LendingClub opera em lógica similar à dos investimentos automatizados.

¹⁰¹ Ver interação-chave em torno do Art. 11, caput, da Minuta.

e a aproximando do centro cognitivo das operações. O feixe de relações suportadas e administradas pela Fintech que opere como SEP se torna mais complexo, pois representativo de possibilidades negociais mais elaboradas.

Ainda que os recursos das operações devam ser segregados dos recursos próprios da SEP, caso a operação de crédito entre pessoas não seja constituída nos termos previstos, os recursos deverão ser devolvidos aos credores dentro de um dia útil¹⁰². Dessa forma, o regulador não incorpora a recomendação para viabilizar um portfólio de investimento dentro da SEP.

2.5.2.6 Controle da exposição dos investidores em operações na SEP

O regulador previu inicialmente na Minuta que caberia à SEP estabelecer e controlar os limites de valores das operações, tanto para credores quanto para devedores. O dever de controle prudencial exigia que a SEP, antes de contratar com o potencial credor, verificasse o saldo das operações desse investidor em relação a todas as SEPs em operação no mercado. O limite máximo de R\$ 50.000,00 seria apurado, pela SEP, a partir de declaração do credor e consulta ao Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR)¹⁰³. O limite não seria aplicável aos investidores qualificados, conforme definidos pela CVM. A regra proposta foi alvo de várias críticas (C7, C8, C9, C11, C17, C26, C31, C38, C39, C48, C49).

Recomendou-se que o limite de exposição dos credores deixasse de ser calculado em relação à totalidade de SEPs em operação, para ser apurado individualmente, em relação a cada SEP (C8, ABFintechs). Parte das recomendações sugeriu flexibilizar a apuração do limite, de forma que, a partir de um determinado valor de patrimônio do credor, fosse calculado em termos proporcionais sobre esse patrimônio (C9, Abranet; C26, Kavod Lending). A apuração proporcional se aproximaria ao formato de controle de

¹⁰² Ver art. 13, §1º e §2º, da Resolução.

¹⁰³ 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. Alimentado mensalmente pelas instituições financeiras, mediante coleta de informações sobre as operações concedidas. Atualmente, são armazenadas no banco de dados do SCR as operações dos clientes com responsabilidade total igual ou superior a R\$ 200, a vencer e vencidas, e os valores referentes às fianças e aos avais prestados pelas instituições financeiras a seus clientes. Ver: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fbc_atende%2Fport%2Fscr.asp#1

exposição de investidores em veículos de “equity crowdfunding”, nos termos do art. 4, III, da ICVM nº 588/2017¹⁰⁴ (C11, Baptista Luz).

Outra parcela das recomendações indicou que a cessão do crédito, pelo credor, traria desafios operacionais adicionais ao controle da exposição¹⁰⁵. Ainda que a Minuta não entrasse no mérito, os credores poderiam ceder seus créditos a terceiros, o que traria desafios operacionais à SEP, tendo em vista a necessidade de monitoramento dessas operações (C14, CPBS).

O CPBS propôs que a redação da normativa determinasse que, entre o conteúdo mínimo do instrumento do empréstimo, constasse “a obrigação de o cedente comunicar prontamente a SEP acerca de eventual cessão do crédito e a faculdade de a SEP retirar a operação de sua plataforma caso o cessionário não seja aprovado em seu procedimento (...)”. Trata-se de proposta de aumento do controle sobre a interconexão, com restrições à liberdade plena para repassar o IOU em questão (Contribuição 14).

Outra vertente argumentativa foi além ao indicar que a possibilidade de cessão do crédito, pelo credor da operação na SEP, inviabilizaria na prática o controle de exposição. Recomendou-se que a cessão fosse ou (i) equiparada à operação de empréstimo, e controlada pela SEP que originou o título ao credor, ou (ii) simplesmente proibida (C42, Ramiro de Avila Peres). A proposta recomendou uma restrição relevante ou mesmo trava de interconexão a partir de um determinado ponto. Buscou a preservar o sentido original da Minuta, em que uma SEP deveria, a todo o momento, se corresponsabilizar pelo controle prudencial do sistema.

Diante de uma forma de apuração da exposição aparentemente inviável, a contribuição do Pinheiro Neto advogados propôs que o controle fosse feito em relação aos volumes operados dentro da SEP com a qual o potencial credor viesse a contratar. Dessa forma, não seriam consideradas mais as outras operações desse credor no mercado (C38,

¹⁰⁴ Em relação à Instrução 588/2017, esclarece a CVM: “A nova regulamentação permite que empresas com receita anual de até R\$ 10 milhões de reais realizem ofertas por meio de financiamento coletivo na internet com dispensa automática de registro de oferta e de emissor na CVM. Para proteger os investidores, uma das condições é que este tipo de oferta somente ocorra por meio de plataformas que passarão pelo processo de autorização junto à Autarquia.” Ver: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170713-2.html>

¹⁰⁵ Por uma lado, as contribuições mais favoráveis à regulação como estímulo às Fintechs defende que a SCD possa realizar a cessão de direitos creditórios para FIDC ou Securitizadora, de forma que consiga ampliar suas operações sem comprometer seu capital próprio. Trata-se de uma flexibilização ao controle pelo patrimônio. Por outro, recomendam que a SEP deixe de fazer o controle de exposição dos credores nos moldes previstos, tendo em vista que a possibilidade de cessão desses créditos dificulta o monitoramento.

Pinheiro Neto, p.9). Trata-se de proposta que representa uma inflexão no papel de controle da SEP, que estaria desonerada da corresponsabilidade pelo controle prudencial e passaria a apurar somente as operações no seu domínio.

O regulador, ao fim, dispôs que o credor da operação de empréstimo e financiamento não poderá contratar com um mesmo devedor, na mesma SEP, operações cujo valor nominal ultrapasse o limite máximo de R\$ 15.000,00. O limite não é aplicável a investidores qualificados. Houve, portanto, uma inflexão entre a lógica proposta na Minuta e o resultado final da Resolução. Em linha com a contribuição do Pinheiro Neto (C38), o controle da exposição migrou de uma lógica coletiva para um padrão individual, restrito às operações do credor com um mesmo devedor, dentro uma mesma SEP¹⁰⁶.

Vale ressaltar que a possibilidade de participação de investidores qualificados fora controle de exposição é identificada pela Febraban, independentemente da classificação da CVM, como um canal para a materialização do risco de que “entidades não financeiras (conseqüentemente não sujeitas à autorização dessa D. Autarquia [o Banco Central] para operar) passem a operar de modo significativo no mercado de crédito” (C17, Febraban, p.12).

2.5.2.7 Regra de transição e preservação das Fintechs em operação

Assim como ocorre em outros procedimentos do BCB¹⁰⁷, a Minuta previa que os interessados em operar como SCD ou SEP deveriam submeter pedido de autorização prévia para (i) constituição da pessoa jurídica e (ii) funcionamento¹⁰⁸. Dessa forma, os próprios atos societários para estruturação da empresa dependeriam da chancela do regulador.

Considerada prejudicial às Fintechs em operação no mercado de crédito, a regra foi questionada em diversas oportunidades por contribuições de viés favorável à regulação, mas que buscavam flexibilizá-la com a criação um regime de transição (C7, C9, C10, C11, C38). Argumentou-se que a necessidade de autorização para *constituição* levaria a um cenário em que a atuação das Fintechs no modelo atual, de correspondentes bancários, ficaria vedada no lapso temporal entre o momento do protocolo do pedido de autorização

¹⁰⁶ Ver interação-chave referente ao art. 14, caput e parágrafos

¹⁰⁷ Como no caso das Instituições de Pagamento.

¹⁰⁸ Ver interação-chave referente às disposições comuns às SCD e SEP – autorização para constituição e funcionamento (Apêndice II).

para SCD ou SEP e o momento da sua eventual autorização, pelo BCB. A situação fragilizaria a posição contratual dos novos entrantes que, constituídos como correspondentes bancários, estariam sujeitos a barganhas e situações comerciais desfavoráveis por parte das instituições financeiras contratantes, inclusive com eventual paralisação das operações em andamento (C7, ABCD, p. 29; C38, PNA, p.6).

Com o objetivo de garantir a flexibilização da entrada no regime regulatório, parte das contribuições defendeu que a possibilidade de uma transição sem ruptura com o modelo atual seria justificada tendo em vista o baixo risco que SCD e SEP representam ao SFN. Considerando que a SEP não será depositária de recursos coletados dos credores e tampouco poderá reter riscos oriundos das operações que realizar – ao menos não de forma significativa -, argumenta-se que a sua atuação não afetaria a poupança popular e não traria riscos ao SFN (C38, PNA, p.6; C39, Bompracredito)¹⁰⁹. De forma similar, uma vez que a SCD não poderá captar depósitos à vista do público em geral, a ABFintechs considera que a sua atuação não trará em incremento de risco sistêmico (Contribuição 8).

Recomendou-se ainda que, a partir da primeira manifestação favorável do Bacen no processo de autorização, o órgão concedesse uma licença inicial provisória para operação como SCD ou SEP, de forma temporária e dentro de limites estabelecidos pelo BCB. A ABFintechs argumenta que “durante este período, o regulador poderá conhecer melhor as operações das empresas que solicitaram aprovação para atuar como SCD ou SEP (riscos, modelo de negócios, etc.), permitindo que estas operem dentro de determinados limites” (Contribuição 8). O modelo seria, portanto, similar ao sandbox regulatório usado por reguladores em outros países.

Ainda que não tenha contemplado a proposta de licença provisória (C7, ABCD; C8, ABFintechs, C11, Baptista Luz) ou prazo máximo de duração da análise (C39, Bompracredito), o regulador derrubou o requisito de autorização prévia para *constituição*, mantida somente a necessidade de autorização para funcionamento. A redução de etapas no processo de autorização preserva a posição contratual das Fintechs de crédito

¹⁰⁹ A noção de que a SEP não representa risco ao sistema financeiro é reforçada em contribuições como a do Pinheiro Neto advogados. O escritório argumenta que, uma vez que a SEP não será depositária de recursos coletados de credores e não poderá reter riscos oriundos das operações que realizar, a sua atuação não afetaria a poupança popular e não traria riscos ao SFN (Contribuição 38).

correspondentes bancárias e facilita a sua operação no decorrer do processo de autorização junto ao BCB¹¹⁰.

2.5.2.8 Procedimento para autorização

A Minuta previa que, durante o processo para autorização, o BCB poderia convocar os futuros controladores da SCD ou SEP para entrevista técnica e exigir, da requerente, comprovação de capacidade econômico-financeira compatível com o empreendimento. As exigências foram questionadas por contribuições do bloco argumentativo mais próximo às Fintechs (C6, C39, C48), que chegaram a classificá-las como “barreira à entrada de pessoas e processos disruptivos” (C10, CFA). Em sentido oposto e em contribuição marcada pela defesa das garantias sistêmicas, a Febraban (C17) propôs que a verificação da capacidade econômico-financeira, nos termos do art. 24, inciso VI, deveria ser acompanhada por demonstração de que as sociedades são capazes de absorver prejuízos relacionados aos riscos operacionais decorrentes de suas atividades, evitando que o risco seja repassado aos credores.

A entrevista técnica foi suprimida, mas a demonstração de capacidade econômico-financeira foi mantida na Resolução. A Minuta também indicava que o BC poderia arquivar os pedidos relativos à SCD ou SEP quando houvesse descumprimento de quaisquer dos prazos previstos. O gatilho de arquivamento também foi suprimido. Dessa forma, as mudanças garantem maior flexibilidade aos procedimentos e proteção ao requerente, com redução de etapas no processo de autorização e simplificação do procedimento¹¹¹.

2.5.2.9 Deveres de observância

Inexistente de forma explícita na Minuta, a Seção III do Capítulo V da Resolução elenca, em caráter taxativo, os atos societários que dependem de autorização do BCB. A Resolução também inclui disposição sobre atos e deliberações societários que devem ser comunicados ao BCB. A inclusão de novos deveres de observância representa uma expansão dos instrumentos de controle do BC sobre a governança das SCD e SEP. A forma

¹¹⁰ Ver interação-chave referente aos: art. 23, caput; art. 24, caput, inciso II; art. 25, § 3º, inciso I; art. 26; e art. 27, caput, inciso I.

¹¹¹ Ver interações-chave referentes ao arts. 24 e 25, caput e parágrafos.

supervisão do BCB sobre os atos de organização e controle societários da SCD e da SEP se aproxima assim a lógica similar à do SPB¹¹².

A proposta do BC previa inicialmente que a SCD ou a SEP, uma vez autorizadas a operar, deveriam submeter demonstrações financeiras semestrais acompanhadas de relatório de administração. Nele, deveriam evidenciar a adequação das operações realizadas com a proposta de constituição e de funcionamento. A previsão foi retirada da Resolução, com redução do dever de observância e prestação de contas periódica frente ao supervisor¹¹³.

A Minuta também previa que o cancelamento da autorização para operar deveria ser *solicitado* ao BC, mediante requerimento. A Resolução flexibilizou a exigência ao indicar que a dissolução da SCD ou SEP ou a descaracterização do seu objeto social implicam no cancelamento da autorização para funcionamento. Incluiu assim uma hipótese de cancelamento "automático", reduzindo o controle do BC sobre a liberdade negocial e o funcionamento das novas instituições financeiras.¹¹⁴

A Minuta dispunha que SCD e SEP deveriam observar o limite mínimo de R\$ 1.000.000,00 em relação ao capital social integralizado e ao patrimônio líquido. A CFA propôs que o limite mínimo fosse reduzido de R\$ 1.000.000,00 para R\$ 200.000,00 ou para 2% do valor médio mensal do volume de recursos intermediados pela entidade, em relação ao capital social integralizado e ao patrimônio líquido. Equipara o novo limite mínimo proposto (i) em valores absolutos, ao aplicado às Sociedades de Crédito ao Microempreendedor e Empresa de Pequeno Porte (Resolução CMN n.º 3.567/2008) e (ii) em termos relativos percentuais, conforme se aplica às Instituições de Pagamento (Circular Bacen n.º 3.681/2013). A SEPIN-MCTIC (Contribuição 31) sugeriu que diminuir o requerimento reduziria as barreiras de entrada ao mercado e permitiria viabilizar a participação de pequenos empreendedores com potencial de risco sistêmico relativamente reduzido, assim como as outras instituições com as quais se faz paralelo (SCM e IP). O limite, contudo, foi mantido nos termos iniciais apresentados pelo regulador.

¹¹² Ver interações-chave referentes à autorização para transferência do controle societário e para reorganização societária.

¹¹³ Ver interação-chave referente ao Art. 28, caput e parágrafo único.

¹¹⁴ Ver interação-chave referente ao art. 29.

2.6 Estímulo à nova regulação: interesse do governo brasileiro na participação estrangeira no capital social das SCD e SEP

Ao lançar a Minuta no ECP 55/2017, o regulador previa que SCD e SEP pudessem ser controladas por fundos de investimentos, nacionais ou estrangeiros. A previsão foi alvo de questionamentos em mais de uma oportunidade e por contribuições com racionalidades variadas (C1, C6, C9, C17, C48)¹¹⁵.

A Febraban recomendou que a possibilidade de participação de fundos estrangeiros nas SCD e SEP não fosse uma exceção à regra geral aplicável no SFN. Argumentou que a normativa teria de destacar que a autorização ao controle das SCD e SEP por fundos de investimento ou instituições financeiras estrangeiras deveria ser feita de acordo com a legislação vigente, de forma que não “seja interpretada (a regulamentação) como uma dispensa da autorização do Poder Executivo para instituições financeiras estrangeiras operarem no País” (Contribuição 17).

De acordo com o art. 52, parágrafo único, do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, a aquisição por estrangeiros de participação acionária no capital de instituições financeiras brasileiras é vedada, a não ser que seja resultante de acordos internacionais, de reciprocidade, ou de interesse do Governo brasileiro. Os pleitos para participação ou aumento de participação estrangeira no capital de instituições financeiras são, via de regra, analisados pelo Banco Central com vistas ao encaminhamento de cada caso à deliberação do Presidente da República, nos termos da Circular Bacen nº 3.317/2006. A autorização é então concedida pelo Executivo Federal através de decreto que trata do caso específico, seja em relação à instituição nacional que pretende receber o investimento, seja à instituição estrangeira que pretende investir. Questionou-se, portanto, se, mesmo diante da permissão regulatória da Minuta, a participação estrangeira no capital das SCD e SEP não prescindiria da edição de decreto (C1, ABBC; C6, ABECS).

Diante dos questionamentos, o texto final da Resolução deixou de fazer referência à participação estrangeira nas SCD e SEP. Dispôs somente que fundos de investimento podem participar do grupo de controle das novas instituições financeiras e que, nesse caso, o BCB poderá exigir adicional de capital integralizado e patrimônio líquido¹¹⁶. A omissão

¹¹⁵ Ver interação-chave relativa ao art. 22, parágrafo único, da Minuta.

¹¹⁶ Ver interação-chave referente ao art. 22, parágrafo único.

do texto em relação à participação estrangeira sinalizava, a princípio, que não haveria exceção à regra geral aplicável às demais instituições financeiras no SFN, em recuo no desenho regulatório originalmente proposto pelo Banco Central.

A edição do Decreto nº 9.544, de 29 de outubro de 2018, contudo, reforçaria a proposta inicial do regulador. O ato normativo, editado pelo Presidente Michel Temer, pelo Ministro da Fazenda Eduardo Guardia, e pelo Presidente do Banco Central Ilan Goldfajn, reconhece como de interesse do Governo brasileiro a participação estrangeira de até cem por cento no capital social de SCDs e SEPs autorizadas a funcionar pelo Banco Central. Assim, no caso de Fintechs que venham a ser autorizadas pelo BCB, o interesse nacional em participações estrangeiras fica reconhecido de forma automática, com autorização genérica para que seja efetivado.

Para efeitos de comparação, o BCB identifica que, de um total de 1734 instituições financeiras autorizadas a operar no Brasil, 173 contam com participação estrangeira no seu capital votante. Entre os 21 Bancos Comerciais, 4 contam com participação estrangeira; entre as 56 Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento – “financeiras”, são 6; entre as 1023 Cooperativas de Crédito, somente 3; e, entre as 38 Sociedades de Crédito ao Microempreendedor e Empresa de Pequeno Porte (SCM), apenas 2¹¹⁷. A participação estrangeira, portanto, é minoritária no SFN.

Ainda que não evidenciado de forma explícita nas contribuições mais favoráveis à proposta de regulação do BCB, a participação estrangeira no capital das Fintechs já em operação é reputada como fundamental para o seu funcionamento e viabilidade¹¹⁸. Assim, o novo regime de autorização automática não só cria uma vantagem comparativa relevante das Fintechs em relação às demais instituições financeiras no mercado de crédito, como inova e flexibiliza a forma como Banco Central e Governo Federal tratam a questão.

¹¹⁷ BCB, Relatório Anual de Evolução do SFN (dezembro de 2017). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioevolucosfnano/31122017>

¹¹⁸ Se, por um lado, contribuições como a ABCD aproximam o propósito das Fintechs de crédito ao das SCM, é possível traçar uma diferença no padrão de atuação das duas a partir de dados como o apresentado acima.

3. RACIONALIDADE REGULATÓRIA E ECONOMIA POLÍTICA DAS REFORMAS NO MERCADO DE CRÉDITO

Este capítulo coloca a narrativa do estudo de caso em perspectiva com as categorias desenvolvidas no primeiro capítulo. O objetivo é relacionar o processo de regulação das Fintechs de crédito, conforme narrado, ao eixo de análise que explora a variedade de inserção das Fintechs de crédito no SFN, em primeiro lugar e, em seguida, abordar a estratégia regulatória adotada pelo Banco Central ao longo do processo. Por fim, o texto desenvolve as principais questões colocadas ao regulador como consequência do processo em análise, especificamente em relação ao controle e “backstop” no sistema de shadow banking.

3.1 Eixo 1 – A variedade de inserção das Fintechs de crédito no SFN

De forma geral, o processo apresentado no segundo capítulo aponta para um fortalecimento institucional e para a ampliação das possibilidades de atuação das Fintechs de crédito como SCD e SEP. Uma vez autorizadas a operar pelo BC, a posição negocial e a segurança de atuação no mercado estarão garantidas de forma muito mais perene do que na condição de correspondente bancário.

Foi possível observar ao longo das interações-chave uma barganha relativa às concessões e restrições nos quesitos de processo de autorização e deveres de observância, acompanhada de mudança no de mecanismos de controle de exposição de risco dos credores na SEP. Há diversas situações em que os interesses dos grupos associados diretamente às Fintechs são antagônicos à agenda das associações de bancos, como em relação à criação de exceções para as Fintechs em relação à aplicação de outras regras do SFN (“level playing field”).

A Resolução criou um procedimento de autorização sem dúvida mais complexo que a assinatura de um contrato de correspondente bancário, porém menos rígido que nos casos de outras instituições financeiras. Diante da demanda apresentada pelo grupo pró-Fintechs, o BC flexibilizou a rigidez do processo de autorização e viabilizou a transição das Fintechs em operação para as novas formas reguladas sem que precisem interromper suas atividades.

Tabela 7 - Comparação de características: Correspondente bancário, SCD e SEP

Desenho regulatório	Centro Cognitivo	Interconexão	Hierarquia	Governança
Correspondente Bancário	Limitado (subvertido)	Instituição financeira contratante	Franja do mercado bancário Crédito subordinado à contratante	Contínua
SCD (Minuta)	Parcialmente Ampliado	Capital próprio	Acionistas (empresa e crédito)	Contínua
SCD (Resolução)	Parcialmente Ampliado	Capital próprio Securitização Participação estrangeira	Acionistas (empresa) FIDC e Securitizadora (mercado de capitais)	Parcialmente contínua (securitização, cobrança para terceiros)
SEP (Minuta)	Limitado	Cessão e endosso	Acionistas (empresa) Não há (crédito)	Absolutamente descontínua
SEP (Resolução)	Ampliado (N2N), <i>skin in the game</i>	Operação vinculada com vistas à securitização Participação estrangeira	Acionistas (empresa) Credores das operações vinculadas (incluindo mercado de capitais)	Parcialmente descontínua (participação em FIDC, cobrança para terceiros)

Fonte: elaboração própria

O desenho original da SCD e da SEP já representava um avanço para as Fintechs em relação à figura do correspondente bancário. O desenho final incorporou a proposta do bloco argumentativo das Fintechs e permitiu uma nova variedade de interconexão com o mercado de capitais. A SCD, que segue sem poder captar recursos do público, poderá securitizar a sua carteira de operações diretamente com FIDCs e Companhias Securitizadoras. A SEP, através de sua variedade de operação vinculada própria, terá instrumentos para viabilizar o P2P tendo FIDC e Securitizadora como cessionários de créditos originados através dela. Estes, por sua vez, poderão distribuir cotas e negociar títulos referentes às operações originadas pela nova instituição financeira, que poderá se expor indiretamente ao risco, participando em cotas subordinadas dos FIDC.

O relatório do GCFS e FSB associa o processo de securitização a potenciais implicações na estabilidade financeira:

A Securitização de títulos de crédito das Fintechs em grandes pacotes potencialmente disponibiliza, aos tomadores dos empréstimos financiamento de diferentes classes de investidores institucionais, e permite que os investimentos em Fintechs sejam negociados ativamente.

Contudo, a depender da sua natureza, o uso crescente da securitização pode impor alguns riscos de estabilidade financeira *distintos de outros canais para financiamento em plataformas Fintech*. Primeiramente, o processo de securitização aumenta a interconectividade entre as plataformas Fintech, bancos e mercado de capitais; se o mercado das Fintechs de crédito continuar a expandir, isso pode criar novos canais de transmissão através dos quais os riscos gerados na indústria de crédito Fintech podem se espalhar para o resto do sistema financeiro, e vice-versa. Em segundo lugar, na ausência de requisitos para retenção ‘skin in the game’, o potencial para o desalinhamento de incentivos pode ser maior do que caso os empréstimos não fossem securitizados, tendo em vista que, em perspectiva reputacional, os empréstimos são removidos da plataforma [mercado secundário]. Por fim, o agrupamento e o ‘tranching’ de títulos de crédito pode levar a uma maior opacidade para os investidores e reguladores. (2017, pp. 32-33)

Apesar da exposição indireta da SEP, a tomada de risco continuará largamente nas mãos dos credores, que estarão quase diretamente expostos aos riscos de liquidez da operação com os tomadores. Essa variedade de intermediação foge à lógica bancária tradicional e tangencia a racionalidade da oferta pública de valores mobiliários. A mudança de padrão indica que as Fintechs não irão incorporar risco ao captar recursos do público ou ao alavancar recursos através da criação de moeda escritural, como na lógica bancária. Isso não significa, contudo, que serão operações livres de risco sistêmico. Pelo contrário, o risco deverá ser avaliado a partir de processos de intermediação semi-engajada na base hierárquica do sistema financeiro.

O padrão de governança que se desenha para o financiamento no mercado das Fintechs parece seguir lógica alternativa à do mercado bancário: ao contrário do que ocorre com os bancos comerciais, a relação da SCD e SEP com os clientes é caracterizada por ser esporádica (C7, ABCD, p.25). Trata-se de uma novo padrão de intermediação em linha com as quebras de fronteira entre as lógicas bancária e do mercado de capitais, características da evolução recente do mercado financeiro (Yazbek, 2015, pp. 279–280). Apresenta, assim, desafios adicionais de coordenação na variedade brasileira de economia de mercado coordenada.

Também ao contrário do mercado bancário, como aponta a SEPIN-MCTIC (C31), as Fintechs não criam moeda a partir de depósitos à vista e não têm acesso às operações de

redescuento do BC – linha de resgate fundamental em momentos de restrição de liquidez. Ainda que os achados do estudo não apontem para o regulador ter incorporado a argumentação do bloco pró-Fintech, de que as atividades desenvolvidas não representam risco sistêmico (C7, ABCD; C9, ABFintechs; C9, Abranet), o modelo de regulação resultante se aproxima do shadow banking e traz um desafio adicional à atuação do BC em momentos de crise.

Parte dos questionamentos e recomendações de alinhamento de padrão regulatório com a CVM, especialmente diante da ICVM 588/2017, refletem esse conflito de lógicas. As dúvidas sobre caracterizar valor mobiliário, questões tributárias e demais matérias relacionadas, contudo, não foram completamente endereçadas e refletem parte da dificuldade de adesão da racionalidade regulatória existente e um padrão de intermediação que transita entre a lógica bancária e a do mercado de capitais. Não pode ser descartado um conflito com a racionalidade definida na ICVM 588/2017.

A regulação também sinaliza para novas formas de governança entre principal e agente no sistema financeiro. Apesar de incorporar a cobrança em nome de terceiros, a lógica de pulverização e governança descontínua das operações de P2P, no caso da SEP, e da securitização do crédito, no caso da SCD, as aproxima de uma dinâmica de financiamento pulverizado e em que o problema de agência entre principal e agente são administrados de forma descontínua¹¹⁹.

Em resumo, o movimento regulatório sinaliza (i) para a expansão do crédito na base da hierarquia do sistema, onde as linhas de garantia sistêmica estão mais distantes, acompanhada (b) de estímulo a padrões de governança descontinuada. As consequências desse movimento, considerando as categorias da LTF e a variedade de economia coordenada de mercado no caso brasileiro, trazem novos desafios ao regulador.

¹¹⁹ Ver, por exemplo, os alertas da Febraban ao BC em relação à dificuldade de consenso entre os credores de uma mesma operação, quando da eventual necessidade de cobrança ou negociação com um mesmo devedor.

3.2 Eixo 2 – Estratégia regulatória: avanço incremental, experimentalismo e estímulos em busca de uma nova configuração do mercado

Menos de uma década após mobilizar seu poder repressivo e provocar o encerramento da Fairplace¹²⁰, o Banco Central teve uma postura completamente diferente diante das Fintechs de crédito. A compreensão do uso “invertido” dos correspondentes bancários e a sequência de movimentos para incorporar os modelos de negócios das Fintechs à lógica regulatória marcam, portanto, uma mudança de paradigma do órgão diante da mesma variedade de inovação financeira.

Ao contrário do caso Fairplace, o comportamento recente do BC se aproxima da terceira estratégia regulatória: avaliou que a regulação existente não contemplava os novos arranjos de forma adequada e o perímetro regulatório foi, então, transformado para incorporar inovações agora desejáveis e positivas para o sistema financeiro.

Tabela 8 - Postura do Banco Central do Brasil diante de inovações financeiras relacionadas a Fintechs.

Estratégia	Criptomoedas	Pagamentos	Crédito
1 – Indiferente. Fomento à inovação, mantida fora do perímetro regulatório	-	Estratégia adotada na etapa intermediária do processo	-
2 – Conformada. Regulação existente contempla e não há inovação	-	-	Postura parcialmente adotada diante do uso dos correspondentes bancários
3 – Proativa. Regulação e perímetro regulatório devem ser adaptados para contemplar a inovação	-	Estratégia parcialmente adotada na etapa mais recente do processo	Postura que resultou na criação das SCD e SEP
4 – Vigilante. Não há adesão à regulação e a inovação deve ser reprimida	Adotada em 2014, porém suavizada na atual etapa	-	Estratégia adotada no caso Fairplace

Fonte: elaboração própria

A Minuta ao ECP 55/2017, que já é fruto interações positivas com as Fintechs, o teor das interações-chave e a versão final da Resolução apontam todos para um processo

¹²⁰ Caso descrito na introdução do trabalho.

regulatório com desfecho favorável ao bloco argumentativo que representa a maioria das Fintechs. As variedades de interconexão e hierarquia refletidas nas Resoluções indicam que o BC pavimentou o caminho para que instituições financeiras “light” fomentem a concorrência no mercado de crédito.

Formalmente, o BC não criou mecanismos de incubação regulatória próprios dos sandboxes da experiência comparada. Portanto, uma leitura superficial poderia indicar, à primeira vista, que o processo regulatório seguiu um modelo rígido de comando-e-controle, em que o regulador determina um modelo de negócios a ser usado pelos regulados¹²¹. As evidências reunidas no estudo de caso, contudo, apontam em sentido contrário.

A administração discricionária do poder repressivo do BC foi seguida por interações com o mercado em que o órgão procurou mapear e absorver novas práticas que viriam a ser propostas, alteradas e referendadas ao longo da consulta pública nº 55/2017. Trata-se de uma forma clara de *testar o que funciona*:

“Cumpramos ressaltar que o ECP 55/2017 é uma espécie de *sandbox* regulatório e como tal permite ao Banco Central alterar as regras se com o passar do tempo entender que há abuso por parte das SEPs e SCDs.”
(Contribuição 7, ABCD, p. 26)

O desenrolar do processo descrito no capítulo anterior indica um padrão de experimentalismo e flexibilidade na atuação do Banco Central, em que a agenda das Fintechs foi assimilada de forma gradativa no bojo da Agenda BC+, planejamento de ações estratégicas do Banco Central entre 2016 e 2018, período em que o órgão foi presidido por Ilan Goldfajn, durante o governo Michel Temer.

As ações prioritárias da Agenda BC+ foram estruturadas em quatro pilares: Mais cidadania financeira; Legislação mais moderna; SFN mais eficiente; e Crédito mais barato¹²². Os pilares se desdobraram em uma série de medidas concretas. Parte delas incluiu ações de ampliação da transparência ativa, como divulgação das atas do COPOM e do CMN. Passaram também por movimentos para a reforma de determinados marcos regulatórios, como a defesa da aprovação da lei de autonomia do BC (PLP 32/2003) e pela extinção da taxa de juros de longo prazo (TJLP), usada até 2017 para indexar as operações

¹²¹ A SEPIN-MCTIC entende que os modelos de negócios “não deveriam ser criados pelo regulador”, ao contrário do que estaria sendo feito no caso em questão.

¹²² Ver: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais>. Último acesso em 05/01/2019.

realizadas pelo BNDES. A taxa foi substituída pela taxa de longo prazo (TLP), calculada de forma mais próxima à prática do mercado¹²³.

Medidas de simplificação de procedimentos e regras do BC também estiveram na ordem do dia. O BC aprovou medidas que estabeleceram a segmentação da carga regulatória aplicável às instituições financeiras autorizadas a operar no SFN¹²⁴. A depender do tamanho do grau de exposição, calculado em relação ao sistema, as instituições financeiras passaram a estar sujeitas a um entre cinco segmentos prudenciais (S1, com exposição maior, a S5, com exposição menor). A aplicação proporcional da regulação prudencial determina ainda uma estrutura de gerenciamento de riscos e capital para bancos e instituições financeiras que varia conforme o seu porte¹²⁵ - mais rígidas para o S1 e mais flexíveis para o S5.

Dentro desse contexto mais amplo de reformas, houve um movimento claro por parte do regulador em estabelecer os parâmetros para o desenvolvimento das Fintechs e a sua variedade de inserção no SFN. O processo de assemelha ao padrão do sandbox, conforme descrito pelos estudos que têm se detido sobre essa solução regulatória (Herrera & Vadillo, 2018), e aponta para um processo de mudança institucional no BC (Coutinho, 2016a, p. 223).

A flexibilidade do Banco Central é complementada, ao fim, por um processo liberalizante que cria uma vantagem comparativa às Fintechs por meio da permissão genérica à participação estrangeira em até 100% no capital das SCD e SEP. Essa previsão indica que a política do BC se insere em um contexto mais amplo, em que transformações regulatórias como essa seguem uma agenda política coordenada e estimulam, de forma deliberada, novos arranjos jurídico-institucionais na organização do sistema financeiro.

3.3 Shadow Banking e desafios relacionados

Como resultado, o regulador sinaliza para o fortalecimento do sistema de shadow banking como alternativa aos altos índices de concentração de crédito bancário no país. Trata-se de um incentivo para a migração do crédito para fora do sistema bancário e em

¹²³ Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017.

¹²⁴ Resolução CMN nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017.

¹²⁵ Resolução CMN nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017.

direção aos fundos de investimento e à securitização. É possível definir shadow banking como, genericamente, mercados ou instituições financeiras que lidam com transformação de crédito, maturação ou liquidez fora do sistema bancário formal (Awrey, 2015, p. 4).

Para Mehrling et. al. (Mehrling, Pozsar, Sweeney, & Neilson, 2013) o shadow banking não é necessariamente um problema ou uma fonte incalculável de instabilidade para o sistema. A visão majoritária, afirmam, descreve a atividade como sendo principalmente uma fuga regulatória, em tempos de bonança, que não tem acesso autorizado aos fundos públicos, nos momentos de crise – carecendo, portanto, da legitimidade do sistema bancário tradicional, como descrito no Turner Review (FSA, 2009).

For us, by contrast, shadow banking is simply ‘money market funding of capital market lending’, sometimes on the balance sheets of entities called banks and sometimes on other balance sheets. As such, shadow banking is not some troubling excrescence on the healthy body of traditional banking. Rather, it is the centrally important channel of credit for our times, which needs to be understood on its own terms. From this vantage point, the question of appropriate oversight and regulation requires us to abstract from what we know about traditional banking, and to start instead by imagining a world in which shadow banking is the only banking system.” (Mehrling et al., 2013, p. 2)

Mehrling et al. apontam que a dificuldade de compreender a missão dos Bancos Centrais em endereçar os riscos do mercado de shadow banking deve ser dirimida comparando o moderno sistema de crédito de mercado à prática comercial de descontos e redescontos das letras de crédito (“bills”) na Inglaterra durante o final do século XIX (2013, p. 7). Nesse sentido, os bancos centrais devem identificar a instituição onde está o problema de financiamento no sistema de shadow banking (na contraparte emissora do CDS, etc). A liquidez deve ser garantida à instituição com dificuldade em honrar os compromissos: “É necessário uma entidade capaz de transformar os ativos da contraparte em fluxo real de dinheiro” (2013, p. 9). Além de prestamista de última instância, o banco central deve atuar como “dealer” de última instância para poder endereçar os desafios dessa configuração de mercado específica:

Ultimately we need a central bank, but that is just the ultimate backstop. Well before this, what we need is a dealer system that offers market

liquidity by offering to buy whatever the market is selling. Only in crisis time does the central bank backstop become the market; in normal times, the central bank backstop merely operates to support the market. (p. 9)

Os movimentos de expansão e contração no mercado de shadow banking tem efeitos na expansão e contração da oferta de dinheiro e repercutem, portanto, na estabilidade macroeconômica. A oscilação não ocorre em depósitos bancários, mas em outros títulos substitutos do dinheiro:

Just as the ‘boom’ character of expansion can be understood as a consequence of the dealer balance sheet expansion producing plentiful market liquidity, so too can the ‘bust’ character of contraction be understood as a consequence of dealer balance sheet contraction producing scarce market liquidity. Simply put, it is hard to survive, much less actually to make money, by continuing to make markets when faced with powerful reversal, so the wisest course of action is simply to hold back. As a consequence, the supply of money substitutes that was sufficient to meet demand during the boom no longer proved sufficient once contraction began, simply because quasi-Treasury bills shed their moneylike aspect. Even without much actual contraction of the money supply broadly measured, and even with quite aggressive expansion of base money, the effective money supply plummeted, taking it real economic activity. (p. 16)

As observações de Mehrling et al. não lançam um olhar necessariamente negativo sobre o processo do shadow banking, como o Turner Report (FSA, 2009), e tampouco estão em linha com uma visão que dissocia a prática do risco de liquidez (CGFS & FSB, 2017). Ponderam que o aumento desse mercado requer uma adaptação jurídico-institucional que o inclua na rede de proteção do soberano. Esse padrão de atuação é um sinal da importância relativa crescente do crédito de mercado sobre o crédito bancário. Se, no cenário de prevalência do crédito bancário, a atuação do banco central é voltada a garantir a liquidez das instituições financeiras (*funding liquidity*), no cenário de prevalência do crédito do mercado de capitais a sua atuação deve ser diferente. Neste caso, além de garantir a solvência, deve atuar para manter a liquidez dos ativos em negociação – públicos e privados (*Market liquidity*) (Mehrling, 2012, p. 108).

3.4 Regulador em movimento

A atuação do CMN e do Banco Central foi pautada pelo estímulo a novas formas de intermediação no desenho do mercado de crédito. O regulador atuou de forma discricionária (Pires, 2010), criando redes de interações que aumentam a permeabilidade e a flexibilidade dos processos (Trubek & Trubek, 2006) em torno de uma agenda clara. Diante de interesses adversariais entre o grupo dos bancos e o grupo das Fintechs – e dos advogados –, o regulador sinalizou em direção ao último. A estratégia modernizadora da Agenda BC+, nesse ponto específico, envolve promover a concorrência no mercado de crédito não a partir do modelo bancário e com grande presença do capital público, mas sim a partir de organizações atomizadas e interconectadas ao mercado de capitais. É um desafio à lógica de economia coordenada com participação pública (Pistor, 2005; Schapiro, 2009), em movimento que sinaliza ao mercado de capitais como alternativa ao oligopólio bancário, em paralelo à redução gradual do papel do Estado como agente financeiro direto.

CONCLUSÃO

O processo de regulação das Fintechs remonta aos processos transformação do capitalismo em curso. Os apontamentos sobre o caso brasileiro podem contribuir para um debate mais amplo sobre as nuances da flexibilização regulatória em torno da agenda Fintech. O resultado desse processo de inovação financeira e seus reflexos nos arranjos jurídico-institucionais implicam em variedades de interconectividade e riscos ainda não completamente conhecidos – e parte do movimento regulatório em curso pode não estar levando isso em conta. O paradoxo jurídico-financeiro e sua administração discricionária, tensionada entre garantia e elasticidade, evidenciam que o sistema financeiro é tudo, menos um campo apolítico.

Nesse sentido, este trabalho buscou, através da dimensão jurídico-institucional, explorar a economia política de um procedimento complexo envolvendo alterações no sistema financeiro. Em primeiro lugar, a opção por centrar a análise na categoria da inovação financeira, em seus dois eixos – variedade de interconexão e hierarquia, e técnicas regulatória – procurou assimilar as correlações de forças por trás das mudanças institucionais (Coutinho, 2016a, p. 234).

A ação reguladora do estado para a configuração da rede de regras altamente densa que disciplina o Sistema Financeiro Nacional é um desafio jurídico-institucional significativo no capitalismo contemporâneo. Ainda que tenha caráter altamente especializado e intensivo, a atuação dos reguladores financeiros e bancos centrais – a regulação financeira, o controle monetário e as atividades de supervisão e controle do mercado financeiro – também se inserem no contexto da evolução e do papel da regulação, estudo fundamentalmente aplicado, que muda conforme o contexto de economia política e a variedade de capitalismo em análise (Coutinho, 2016b).

A análise jurídico-institucional engajada, nos termos que apresento ao final do primeiro capítulo, permite evidenciar os conflitos distributivos e aproximar o debate regulação financeira à agenda do desenvolvimento. Portanto, expor as imbricações entre o direito e a economia política para compreender o papel da regulação no caso apresentado (Coutinho, 2016a) tem um papel analítico sobre esse caso. O papel da regulação não se restringe às “regras do jogo”, mas também define o tabuleiro, as peças, os dados e o ritmo das rodadas (Awrey, 2015, pp. 2; 15-16).

Tabela 9 - Matriz analítica da pesquisa

	Concreto	Abstrato
Específico	Processo regulatório das Fintechs de crédito no Brasil	Regulação e desenvolvimento Estratégia regulatória Construção jurídica de novas hierarquias financeiras
Geral	Respostas regulatórias às inovações financeiras Interconectividade no mercado financeiro	Novos padrões institucionais do capitalismo contemporâneo (plataformização, desintermediação)

Fonte: elaboração própria (ver Lund, 2014).

A crise financeira de 2007-2008 é considerada um marco no debate sobre regulação e a crise do estado regulador (Lodge, 2016; Lodge & Wegrich, 2012). Diante das consequências, Lodge e Wegrich propõem que a regulação tem a ganhar com uma lente ampliada para outras circunscrições, no que chamam de “momento de administração pública” (p. 6). Apesar das particularidades do sistema financeiro e da ampla margem de poderes de regulação e supervisão do Banco Central, os processos de formulação jurídico-institucionais são tão relevantes quanto em outras áreas do estado. Assim, tratar da atuação do BC, por mais específica que seja, não foge ao debate sobre os conflitos redistributivos e a dinâmica política subjacente à regulação.

Para Block e Evans, as economias de mercado estão inseridas dentro de uma sociedade civil que tanto é estruturada quanto ajuda a estruturar o estado. Nesse sentido, refutam a análise centrada unicamente no papel das forças de mercado ou do tamanho do estado. Propõem, ao contrário, que o sucesso ou fracasso do desenvolvimento deve ser avaliado a partir de uma análise triangular, que leva em conta a sinergia – ou falta dela – entre sociedade civil, economia e estado. Ao fim, será essa interação que dará forma ao tipo de inserção social, “embeddedness”, da economia (2015, pp. 506-507).

Dessa forma, este trabalho buscou ampliar a lente de análise sobre o processo de regulação das Fintechs, evidenciar a dimensão jurídico-institucional, central e constitutiva (Coutinho, 2016a), e apresentar a agenda das transformações financeiras como parte integrante do debate sobre políticas públicas (Omarova, 2018, pp. 4–5). Apresentei de forma minuciosa os contornos de um debate técnico especializado, cuja consequência

concreta e imediata foi a edição de uma normativa do CMN que abre o caminho para o desenvolvimento de um novo modelo de negócio na intermediação financeira. Ao mesmo tempo em que adotou uma postura experimentalista, reconhecendo ajustes incrementais em arranjos provisórios e atuando de forma seletiva, o Banco Central incorporou a agenda Fintech, transformando a racionalidade regulatória analisada. Se, neste momento, fica evidenciado o impacto da onda Fintech na transformação regulatória do SFN, as consequências institucionais futuras e a extensão da transformação na economia política das finanças ainda ficam em aberto, pendentes de novos levantamentos e análises.

REFERÊNCIAS

- ABFintechs, & PWC. (2018). *Brazil Fintech Deep Dive 2018*.
- Abrucio, F. L., & Pó, M. V. (2006). Desenho e funcionamento dos mecanismos de controle e accountability das agências reguladoras brasileiras : semelhanças e diferenças. *Revista de Administração Pública*, 40(4), 679–698.
<https://doi.org/10.1590/S0034-76122006000400009>
- Arguelhes, D. W., & Leal, F. (2011). O argumento das “capacidades institucionais” entre a banalidade, a redundância e o absurdo. *Direito, Estado e Sociedade*, 38, 6–50.
- Arner, D. W., Barberist, J., & Buckley, R. (2015). The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? *Geo. J. Int'l L.*, 47, 1271–1319.
- Awrey, D. (2012). Complexity, Innovation, and the Regulation of Modern Financial Markets. *Harvard Business Law Review*, 2(2), 235–294.
- Awrey, D. (2015). Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System. *Cornell International Law Journal*, 48(1), 1–49. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2381171>
- Awrey, D., & Pistor, K. (2014). An Overview of the Legal Theory of Finance Dan. In *CINET2013 Conference Proceedings*. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.09.019>
- Baldwin, R., & Cave, M. (1999). *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. Oxford: Oxford University Press.
- Barbosa, R. R. (2018). *Fintechs: a atuação das empresas de tecnologia de serviço financeiro no setor bancário e financeiro brasileiro*. Dissertação de Mestrado. UFRGS.
- BCB. (2005). *Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo do Brasil*.
- BCB. (2010). *Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos*.
- BCB. (2016). *Relatório de Estabilidade Financeira - Setembro/2016*.
- BCB. (2017). Relatório de Economia Bancária 2017. Retrieved from https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf

- Brenner, R. (2003). *O Boom e a Bolha: os Estados Unidos na economia mundial*. Rio de Janeiro: Record.
- Bucci, E. (2018). Pós-política e corrosão da verdade. *Revista USP*, 116(janeiro/fevereiro/março), 19–30.
- Carvalho, F. J. C. (2005). Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. In R. Sobreira (Ed.), *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas.
- CCAF. (2017). *Crowdfunding in East Africa: Regulation and Policy for Market Development. Report*. Retrieved from https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-05-eastafrika-crowdfunding-report.pdf
- CCAF. (2018). *Reaching New Heights: the third Americas Alternative Finance Industry Report*.
- CCAF, POLSKY, & Chicago Booth. (2017). *The Americas Alternative Finance Industry Report: Hitting Stride*. Cambridge Center for Alternative Finance. <https://doi.org/10.1029/2006JC003581>
- CGFS, & FSB. (2017). *FinTech credit*.
- Chang, H.-J. (1997). The Economics and Politics of Regulation. *Cambridge Journal of Economics*, 21, 703–728.
- Chang, H. (2001). *Breaking the Mould: an institutionalist Political Economy of the Market and the State* (Social Policy and Development Programme Paper No. 6). *Social Policy and Development Programme*. Geneva.
- Chiu, I. H.-Y. (2016). Fintech and Disruptive Business Models in Financial Products, Intermediation and Markets - Policy Implications for Financial Regulators. *Journal of Technology Law & Policy*, 21, 55–112.
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, 3, 1–44.
- Coutinho, D. R. (2005). Entre eficiência e equidade: a universalização das telecomunicações em países em desenvolvimento. *Direito GV*, 1(2), 137–160.

<https://doi.org/10.3868/s050-004-015-0003-8>

- Coutinho, D. R. (2013). *Direito, Desigualdade e Desenvolvimento*. São Paulo: Saraiva.
- Coutinho, D. R. (2016a). O Direito Econômico e a Construção Institucional. *Revista Estudos Institucionais*, 2(1), 214–262.
- Coutinho, D. R. (2016b). *Regulation and Its Crisis* (LSE-CARR Discussion Paper No. v. 84).
- Coutinho, D. R., & Mouallem, P. S. B. . (2015). Gargalos jurídico-institucionais à inovação no Brasil. In D. R. Coutinho, M. G. Schapiro, & J.-P. C. V. da Rocha (Eds.), *Direito Econômico Atual* (pp. 85–119). São Paulo: Método.
- Duflo, E., Greenstone, M., Pande, R., & Ryan, N. (2014). The Value of Discretion in the Enforcement of Regulation: Experimental Evidence and Structural Estimates from Environmental Inspections in India, 1–47.
- Duran, C. V. (2010). *Direito e Moeda: o controle dos planos de estabilização monetária pelo Supremo Tribunal Federal*. São Paulo: Saraiva.
- Duran, C. V. (2013). *A moldura jurídica da política monetária: um estudo do Bacen, do BCE e do FED*. São Paulo: Saraiva.
- Eichengreen, B. (2000). *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. (trad. S. Blum, Ed.) (2. ed.). São Paulo: 34.
- Epstein, L., & King, G. (2013). *Pesquisa empírica em direito: as regras de inferência*. (V. Tradutores, Ed.). São Paulo: Direito GV.
- Fintechlab. (2016). *Report Fintechlab: Brasil 2016*.
- Fiori, J. L. (1999). Estados, moedas e desenvolvimento. In Fiori; José Luís (Ed.), *Estados e moedas no desenvolvimento das nações* (pp. 49–85). Petrópolis: Vozes.
- Fobe, N. J. (2016). *O Bitcoin como moeda paralela - uma visão econômica e a multiplicidade de desdobramentos jurídicos*. Fundação Getúlio Vargas.
- FSA. (2009). *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*.
<https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- FSB. (2016). FSB Chair Letter To G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.

Retrieved from <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Chair-letter-to-G20-Ministers-and-Governors-February-2016.pdf>

FSB. (2017). *Financial Stability Implications from Fintech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*. Retrieved from <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>

FSB, FMI, & BIS. (2009). *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*.

Gagnin, R. F. (2009). Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. *Revista de Economia Política*, 29(3 (115)), 156–173.

Goodhart, C. (2008). The Boundary Problem in Financial Regulation. *National Institute Economic Review*, 206, 48–55.

Hall, P., & Soskice, D. (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.

Hendrikse, R., Bassens, D., & VanMeeteren, M. (2018). The Appleization of finance: Charting incumbent finance's embrace of FinTech. *Finance and Society*. EarlyView, 4(2), 1–22.

Herrera, D., & Vadillo, S. (2018). *Regulatory Sandboxes in Latin America and the Caribbean for the FinTech Ecosystem and the Financial System* (BID Invest No. IDB-DP-573).

HM Treasury. (2017). *Regulatory Innovation Plan*. Her Majesty's Treasury. Retrieved from <https://www.gov.uk/government/publications/hm-treasury-regulatory-innovation-plan>

IOSCO. (2017). *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. International Organization of Securities Commissions.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection

- and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27.
- Langley, P., & Leyshon, A. (2017). Platform capitalism: The intermediation and capitalisation of digital economic circulation. *Finance and Society*, 3(1), 11–31.
- Lodge, M. (2016). *Regulation Scholarship in Crisis?* (CARR - Centre for Analysis of Risk and Regulation Discussion Paper No. 84). *Is Regulation Scholarship in Crisis?*
- Lodge, M., & Stirton, L. (2010). Accountability in the Regulatory State. In R. Baldwin, M. Cave, & M. Lodge (Eds.), *Oxford Handbook of Regulation* (pp. 349–370). Oxford University Press.
- Lodge, M., & Wegrich, K. (2012). *The Regulatory State in Crisis: a public administration moment?* (LSE Department of Government and Centre for Analysis of Risk and Regulation).
- Lund, C. (2014). Of What is This a Case?: analytical movements in qualitative social science research. *Human Organization*, 73(3), 226–234.
- Machado, M. R. (2017). O estudo de caso na pesquisa em direito. In M. R. Machado (Ed.), *Pesquisar empiricamente o direito* (pp. 357–390). São Paulo: Rede de Estudos Empíricos em Direito.
- Majone, G. (1997). From the Positive to the Regulatory State: Causes and Consequences of Changes in the Mode of Governance. *Journal of Public Policy*, 17(2), 139–167.
- Majone, G. (2010). The Transformations of the Regulatory State. *Osservatorio Sull'Analisi D'Impatto Della Regolazione*.
- Malady, L., Buckley, R. P., & Tsang, C.-Y. (2015). *Regulatory Handbook: The Enabling Regulation of Digital Financial Services*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2715350
- Mehrling, P. (2012a). *The Inherent Hierarchy of Money* (Duncan Foley festchrift volume and conference).
- Mehrling, P. (2012b). Three Principles for Market-Based Credit Regulation. *The American Economic Review*, 102(3), 107–112.
- Mehrling, P., Pozsar, Z., Sweeney, J., & Neilson, D. H. (2013). *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the future of Global Finance*

- (Financial Stability Research Program of the Institute for New Economic Thinking).
- Minsky, H. P. (1977). The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard.” *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16(1), 5–16.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven and London: Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1995). Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions II. *Journal of Economic Issues*, 29(1), 83–96.
- Minto, A., Voelkerling, M., & Wulff, M. (2017). *Separating apples from oranges: Identifying threats to financial stability originating from FinTech*. *Capital Markets Law Journal* (Vol. 12). <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmx035>
- Nakamoto, S. (2009). Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System.
- Omarova, S. T. (2018). *New Tech v. New Deal: Fintech as a Systemic Phenomenon* (Cornel Law School research paper No. 18–39).
- Parker, D., & Kirkpatrick, C. (2004). Economic regulation in developing countries: a framework for critical analysis. In P. Cook, C. Kirkpatrick, M. Minogue, & D. Parker (Eds.), *Leading Issues in Competition, Regulation and Development, The CRC Series on Competition, Regulation and Development* (pp. 92–113). Edward Elgar.
- Paulani, L. M., & Braga, M. B. (2013). *A Nova Contabilidade Social - Uma Introdução à Macroeconomia* (4^a). São Paulo: Saraiva.
- Peltzman, S. (1976). *Toward a More General Theory of Regulation* (NBER Working Paper Series No. 133).
- Pires, R. R. C. (2010). Beyond the fear of discretion: Flexibility, performance, and accountability in the management of regulatory bureaucracies. *Regulation & Governance*, 27.
- Pistor, K. (2002). The Standardization of Law and Its Effect on Developing Economies. *The American Journal of Comparative Law*, 50(1), 97–130. <https://doi.org/10.3868/s050-004-015-0003-8>

- Pistor, K. (2005). *Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies* (ECGI Working Paper Series in Law No. 30).
- Pistor, K. (2009). Rethinking the “Law and Finance” Paradigm. *Brigham Young University Law Review*, 6, 1647–1670.
- Pistor, K. (2013). *Towards a Legal Theory of Finance* (ECGI Working Paper Series in Law No. 196/2013).
- Posner, R. A. (1974). *Theories of Economic Regulation* (NBER Working Paper Series No. 41).
- Ragil, R. R. F. (2017). *A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário. Dissertação de Mestrado*. UFMG.
- Rocha, J.-P. C. V. da. (2004). *A capacidade normativa de conjuntura no direito econômico: o déficit democrático da regulação financeira*. Universidade de São Paulo.
- Rodrik, D. (2018). Populism and the economics of globalization. *Journal of International Business Policy*. <https://doi.org/10.1057/s42214-018-0001-4>
- Salama, B. M. (2010a). *Como interpretar as normas emitidas pelo Bacen e CMN? Uma resposta a partir da evolução do modelo de estado brasileiro* (Artigos DIREITO GV No. 52). São Paulo.
- Salama, B. M. (2010b). Rumo a uma teorização jurídica da inovação financeira: os negócios bancários indiretos. *Revista Da PGBC*, 4(1), 225–245.
- Schapiro, M. G. (2009). *Novos Parâmetros para a intervenção do Estado na Economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. USP.
- Schapiro, M. G. (2011). *Estado, economia e sistema financeiro: banco de desenvolvimento como opção regulatória e como estrutura de governança* (No. 68).
- Schapiro, M. G. (2015). Inovação como falha de mercado e as respostas do direito. In D. R. Coutinho, M. G. Schapiro, & J.-P. C. V. da Rocha (Eds.), *Direito Econômico Atual* (pp. 65–84). São Paulo: Método.
- Schapiro, M. G. (2018). Do Estado desenvolvimentista ao Estado regulador?

- Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. *Revista de Estudos Institucionais*, 4(2).
- Schumpeter, J. A. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy* (2008th ed.). New York: Harper Perennial.
- Silva, T. C., Guerra, S. M., Silva, M. A. da, & Tabak, B. M. (2018). *Interconnectedness, Firm Resilience and Monetary Policy* (Trabalhos para Discussão BCB No. 478).
- Stein, P., & Aggarwal, R. (2016). *The Complex Regulatory Landscape for FinTech: an Uncertain Future for Small and Medium-Sized Enterprise Lending*. *World Economic Forum*. <https://doi.org/10.1163/156854002321629790>
- Stigler, G. J. (1964). Public regulation of the securities market. *Journal of Business*, 37, 117–142.
- Stigler, G. J. (2002). A Teoria da Regulação Econômica. In P. Mattos (Ed.), *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. 34.
- Sunstein, C. R., & Vermeule, A. (2002). *Interpretation and Institutions* (Public Law and Legal Theory Working Paper No. 28). <https://doi.org/10.2139/ssrn.320245>
- Thatcher, M. (2014). From old to new industrial policy via economic regulation. *Rivista Della Regolazione Dei Mercati*, (2), 6–22.
- Trubek, D. M. (1986). Max Weber's Tragic Modernism and the Study of Law in Society. *Law & Society Review*, 20(4), 573–598.
- Trubek, D. M., Coutinho, D. R., & Schapiro, M. G. (2013). Towards a New Law and Development: New State Activism in Brazil and the Challenge for Legal Institutions. *The World Bank Legal Review*, 4, 281–314.
- Trubek, D. M., & Trubek, L. G. (2006). *New Governance and Legal Regulation: Complementarity, Rivalry or Transformation*.
- U.S. Department of Treasury. (2018). *A Financial System that Creates Economic Opportunities: Nonbank Financials, Fintech, and Innovation*.
- WEF. (2015). *The Future of Financial Services*. *World Economic Forum*. Retrieved from http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future__of_financial_services.pdf

- Yazbek, O. (2009). *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. (Elsevier, Ed.) (2. ed.). São Paulo.
- Yazbek, O. (2015). Regulação financeira após a crise. In M. G. . Coutinho, Diogo R.; Rocha, Jean-Paul Veiga da; & Schapiro (Ed.), *Direito Econômico Atual* (pp. 275–295). São Paulo: Método.
- Yermack, D. (2018). *Fintech in Sub-Saharan Africa: what has worked well, and what hasn't* (NBER Working Paper No. 25007).
- Yeung, K. (2010). The Regulatory State. In M. Baldwin, R., Cave, M.&Lodge (Ed.), *Oxford Hand-book of Regulation* (pp. 64–81). Oxford University Press.
- You, C. (2018). Recent Development of FinTech Regulation in China: A Focus on the New Regulatory Regime for the P2P Lending (Loan-based Crowdfunding) Market. *Capital Markets Law Journal*, 13(1), 85–115. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmx039>
- Zhou, W., Arner, D. W., & Buckley, R. P. (2015). Regulation of Digital Financial Services in China: Last Mover Advantage? *Tsinghua China L. Rev.*, 25(8).

APÊNDICE A – Contribuições à Consulta Pública nº55/2017

Nº da contribuição agregada	Envios pelo autor	Autor do envio	Tipo de Pessoa	Instituição que representa	Área de atuação	Sugestões amplas à organização do mercado	Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)	Inclinação da contribuição (amplo)
1	1	Associação Brasileira de Bancos - ABBC	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (Bancos Comerciais)	Sim	Sim	Neutra
2	1	Adenor Severino Machado Junior	Pessoa Física	Cooperbant	Cooperativa de crédito	Sim	Não	Desfavorável
3	1	Alberto Gaidys junior	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Desfavorável
4	1	André Luiz Nogueira	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Favorável, com recomendações
5	2	Antonio Juarez Hanich	Pessoa Física	Uunio Pagamentos	Arranjo de Pagamentos	Não	Sim	Neutra
6	1	Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços - ABECS	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (mercado de pagamentos)	Sim	Sim	Favorável, com recomendações

[1/7]

Nº da contribuição o agregada	Envios pelo autor	Autor do envio	Tipo de Pessoa	Instituição que representa	Área de atuação	Sugestões amplas à organização do mercado	Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)	Inclinação da contribuição (amplo)
7	1	Associação Brasileira de Crédito Digital - ABCD	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (Fintechs de crédito)	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
8	1	Associação Brasileira de Fintechs - ABFintechs	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (Fintechs)	Sim	Sim	Neutra
9	1	Associação Brasileira de Internet - ABRANET	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (empresas de internet)	Não	Sim	Favorável, com recomendações
10	1	Associação CFA do Brasil - CFA Society	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (setor financeiro)	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
11	1	Baptista Luz Advogados	Pessoa Jurídica	A própria	Escritório de advocacia	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
12	1	Benjamim Jacques Charles Drouin	Pessoa Física	Maré Digital	Fintech (crédito)	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
13	1	Bruno de Oliveira Fernandes	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Neutra

[2/7]

Nº da contribuição agregada	Envios pelo autor	Autor do envio	Tipo de Pessoa	Instituição que representa	Área de atuação	Sugestões amplas à organização do mercado	Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)	Inclinação da contribuição (amplo)
14	1	Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados	Pessoa Jurídica	A própria	Escritório de advocacia	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
15	5	Ciro Magalhães de Melo Jorge	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Neutra
16	3	Eduardo Araujo Bruzzi Vianna	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Neutra
17	1	Federação Brasileira de Bancos (Febraban)	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (Bancos)	Sim	Sim	Neutra
18	1	Federação Nacional de Previdência e Vida - FENAPREVI	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (empresas seguros e previdência privada)	Não	Sim	Neutra
19	5	Francisco Gramicelli Matos	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Neutra
20	1	Gabriel de Freitas Melro Magadan	Pessoa Física	Magadan e Maltz advogados	Escritório de advocacia	Não	Sim	Neutra
21	1	Giuliano Tozzi Coelho	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Favorável, com recomendações

[3/7]

Nº da contribuição agregada	Envios pelo autor	Autor do envio	Tipo de Pessoa	Instituição que representa	Área de atuação	Sugestões amplas à organização do mercado	Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)	Inclinação da contribuição (amplo)
22	1	Ideal Invest S.A.	Pessoa Jurídica	A própria	Financiamento estudantil	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
23	1	Jean Cleber Lopes Scarmagnani	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Não	Neutra
24	1	Joaquim José Aceturi de Oliveira	Pessoa Física	Afluenta Holding (pp. Souza Cescon Advogados)	Fintech sediada na Espanha (crédito)	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
25	2	José Fontenelle Trannin Teixeira da Silva	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Não	Neutra
26	1	Kavod Lending Tecnologia e Serviços S.A.	Pessoa Jurídica	A própria	Fintech (crédito)	Não	Sim	Favorável, com recomendações
27	3	Luiz Alberto de Quadros	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Neutra
28	1	Luiz Mauricio Machado Paschoal	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Neutra
29	1	Marcio Alvarez Pintan	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Não	Neutra
30	9	Miguel Pereira	Pessoa Física	Não informada	ContraFUT* Entidade representativa (sindicato de trabalhadores do ramo financeiro)	Sim	Sim	Desfavorável, com recomendações

[4/7]

Nº da contribuição agregada	Envios pelo autor	Autor do envio	Tipo de Pessoa	Instituição que representa	Área de atuação	Sugestões amplas à organização do mercado	Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)	Inclinação da contribuição (amplo)
31	1	Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicação - MCTIC	Pessoa Jurídica	A própria	Governo Federal	Sim	Sim	Desfavorável, com recomendações
32	1	Murilo Castellano	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Não	Desfavorável
33	2	Nildson de Avila Silva	Pessoa Física	Não informada	Banco Central*	Sim	Não	Desfavorável
34	1	Olavo Paula da Silva Filho	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Não	Neutra
35	1	Pan Seguros S.A.	Pessoa Jurídica	A própria	Seguradora	Não	Sim	Neutra
36	1	Paulo Eduardo Pereira	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Não	Neutra
37	1	Pedro Duarte Pinho	Pessoa Física	Centro de Estudos do Mercado Financeiro e de Capitais da Faculdade de Direito da USP - CEM	Acadêmica	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
38	1	Pinheiro Neto Advogados	Pessoa Jurídica	A própria	Escritório de advocacia	Sim	Sim	Favorável, com recomendações

[5/7]

Nº da contribuição o agregada	Envios pelo autor	Autor do envio	Tipo de Pessoa	Instituição que representa	Área de atuação	Sugestões amplas à organização do mercado	Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)	Inclinação da contribuição (amplo)
39	1	PP Promotora de Vendas S.A. (Bompracredito)	Pessoa Jurídica	A própria	Crédito (agregador)	Não	Sim	Favorável, com recomendações
40	1	Rafael de Souza Torquato	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Não	Neutra
41	1	Rafael Dias dos Santos da Silva	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Não	Desfavorável, com recomendações
42	3	Ramiro de Avila Peres	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Sim	Neutro
43	1	Reginaldo Tome Jorge Parreiras	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
44	1	Ricardo Leme Menin	Pessoa Física	Menin Advogados	Escritório de advocacia	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
45	1	Roberto João Ferreira Freitas Rodrigues dos Reis	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Não	Sim	Neutra
46	6	Rubens de Andrade Neto	Pessoa Física	ABSCM / SOCIALCRE D	Entidade representativa (sociedades de microcrédito)	Não	Sim	Neutra

[6/7]

Nº da contribuição agregada	Envios pelo autor	Autor do envio	Tipo de Pessoa	Instituição que representa	Área de atuação	Sugestões amplas à organização do mercado	Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)	Inclinação da contribuição (amplo)
47	1	Sindicato das Sociedades de Fomento Mercantil - Factoring do Estado de São Paulo - SINFAC-SP	Pessoa Jurídica	A própria	Entidade representativa (Factoring)	Não	Sim	Neutra
48	1	Tauil e Chequer Sociedade de Advogados	Pessoa Jurídica	A própria	Escritório de advocacia	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
49	1	Tozzini, Freite, Teixeira e Silva Advogados	Pessoa Jurídica	A própria	Escritório de advocacia	Não	Sim	Favorável, com recomendações
50	1	Valdir dos Santos Neves	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Sim	Desfavorável, com recomendações
51	1	VG do Brasil Soluções de Telefonia IP Ltda.	Pessoa Jurídica	A própria	Telefonia IP	Não	Não	Neutra
52	1	Victor Soussa Peixoto	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Não	Favorável, com recomendações
53	3	Waldemar de Figueiredo Lima Neto	Pessoa Física	EuBanco	Fintech (crédito)	Não	Sim	Favorável, com recomendações

[7/7] Fonte: elaboração própria.

APÊNDICE B – Interações-chave na Consulta Pública nº55/2017

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Capítulo I - Do objeto e âmbito de aplicação							
Art. 1º, caput	A redação da Minuta previa que a resolução trataria da <i>constituição</i> e do funcionamento da SCD e da SEP. Ao incluir a constituição, pressupõe que é necessária autorização prévia do BCB para que a sociedade possa ser constituída.	[C7, ABCD]; [C8, ABFintechs] [C10, CFA] [C14, CPBS] [C31, MCTIC] [33, NAS]	Sim	Flexibilização	Art. 1º, caput	Previsão de que a Minuta dispõe sobre os requisitos e procedimentos relativos à <i>autorização</i> para funcionamento. Flexibilização permite que empresas em funcionamento submetam pedidos de autorização.	Procedimento de autorização flexibilizado, regra de transição
Capítulo II - Das definições							
Art. 2º	Definições para os efeitos da resolução.	[C26, Kavod]					
Inciso I	Trata dos instrumentos representativos do <i>empréstimo</i>	[C7, ABCD] [C10, CFA]	Sim	Alteração, complementa especificação	Art. 2º, II	O regulador substituiu <i>empréstimo</i> por <i>crédito</i> e, ao detalhar, complementou com <i>financiamento</i> , dando sequência à alteração do art. 1º	Balizamento das atividades no mercado. Aumento de possibilidades / evita restrições.
Inciso II	Define plataforma eletrônica como o sistema que conecta credores e devedores por meio da internet ou de aplicativos	[C8, ABFintechs]	Não				
Inciso IV	Define <i>grupo de controle</i> como: 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 da S.A.	Não	Sim	Restrição	Art. 2º, parágrafo único	Inclusão do parágrafo único, em que fica determinado que os fundos de investimento de que trata o inciso IV do caput somente poderão participar do grupo de controle em conjunto com pessoa ou grupo de pessoas.	Interconexão

[Continua]

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Capítulo III - Da SCD							
Art. 3º, caput	Dispõe que a SCD tem por objeto realizar operações de empréstimo exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tenham como única origem capital próprio	[C1, ABBC] [C4, ALN] [C5, Uunio] [C7, ABCD] [C14, CPBS] [C22, Ideal] [C31, MCTIC] [C43, RTJP] [C46, ABSCM] [C47, SINFAC]	Sim	Aumenta as atividades	Art. 3º, caput	SCD tem por objeto a realização de operações de empréstimo, <i>de financiamento e de aquisição de direitos creditórios</i> , exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos que tenham única origem capital próprio.	Papel a ser desempenhado no mercado. Expansão a partir de novas possibilidades. Mantida a restrição de operar somente com capital próprio - porém com acesso ao mercado de capitais.
-	-		Sim	Abrange, a partir de inclusão	Art. 3º, §1º, II	Incluída a possibilidade de atuar na <i>cobrança de crédito para terceiros</i> (inciso II).	Expansão do papel a ser desempenhado no mercado
Art. 3º, §1º, incisos	Atuação como preposto de corretor de seguros na distribuição de seguro relacionado com as operações da SCD	[C6, ABECS] [C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C9, Abranet] [C17, Febraban] [C15, CMMJ] [C35, Pan] [C49, TozziniFreire]	Sim	Altera redação	Art. 3º, §1º, incisos	Atuação como <i>representante de seguros</i> na distribuição de seguro relacionado com as operações da SCD.	Adequação à atuação como <i>representante de seguros</i> . Possibilidade de atuação na cobrança de crédito de terceiros permite que a SCD faça a cessão dos direitos creditórios e continue prestando os serviços relativos à operação. A cessão do título de crédito combinada à retenção do <i>servicing</i> configura uma variedade de intermediação.

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Art. 3º, §2º	Veda o uso de denominação ou nome fantasia que contenha termos característicos das demais instituições do Sistema Financeiro Nacional ou de expressões similares em vernáculo ou em idioma estrangeiro.	[C38, Pinheiro Neto] [C48, Tauil Chequer]	Não	-	Art. 3º, §2º	sem alterações.	Delimita o papel a ser desempenhado no mercado. Intuito de não se confundir com outros tipos de instituições financeiras, como os bancos ("banks")
Art. 5º	Veda que a SCD capte recursos do público	[C49, TozziniFreire]	Sim	Esclarece o sentido da vedação.	Art. 5º, I	Mantém, como regra, a vedação à captação em geral, mas excepciona a captação mediante emissão de ações.	Mitiga a possibilidade de canalizar recursos captados de poupadores para tomadores.
-	-	Não	Sim	Nova restrição	Art. 5º, II	Veda que a SCD participe do capital de instituições financeiras	Interconexão. Redução / restrição através da governança corporativa.
-	-	[C7, ABCD] [C28, LMMP]	Sim	Nova permissão	Art. 6º	Permite que a SCD realize a venda ou a cessão dos créditos relativos às suas operações, apenas para: (i) instituições financeiras; (ii) fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs); e (iii) companhias securitizadoras.	Interconexão. Ampliação relevante a partir de possibilidades negociais. Aumento da complexidade. "Skin in the game", mas em pequena proporção, a ponto de não integrar conglomerado prudencial (Res. 4.280/2013)

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Capítulo IV - Da SEP							
Seção I - Do objeto da SEP							
Art. 6º, caput	Define as atividades da SEP. Determina que seu objeto é realizar operações de empréstimo entre pessoas por meio de plataforma eletrônica	[C3, AGJ] [C6, ABECS] [C8, ABFintechs] [C9, Abranet] [C15, CMMJ] [C17, Febraban] [C18, Fenaprevi] [C28, LMMP] [C37, CEM-USP] [C50, VSN]	Sim	Abrange, ao complementar a especificação	Art. 7º, caput	Dispõe que a SEP realiza operações de empréstimo e <i>financiamento</i> entre pessoas <i>exclusivamente</i> por meio de plataforma eletrônica.	Balizamento das atividades no mercado. Adequação: atuação como <i>representante de seguros</i> na distribuição de seguro relacionado com as operações que desenvolve. Aumento de possibilidades.
-	-	[C8, ABFintechs]	Sim	Abrange, a partir de inclusão	Art. 7º, §1º, II	Incluída a possibilidade de atuar na <i>cobrança de crédito para terceiros</i> .	Balizamento das atividades no mercado. Aumento de possibilidades.
§2º	Veda o uso de denominação ou nome fantasia que contenha termos característicos das demais instituições do Sistema Financeiro Nacional ou de expressões similares em vernáculo ou em idioma estrangeiro.	[C38, Pinheiro Neto] [C48, Tauil Chequer]	Não	-	Art. 7º, §2º	sem alterações.	Delimita o papel a ser desempenhado no mercado. Intuito de não se confundir com outros tipos de instituições financeiras, como os bancos (" <i>banks</i> ")
Art. 7º, caput	Dispõe que as operações de empréstimo entre pessoas realizadas pela SEP são operações de intermediação	[C8, ABFintechs]	Sim	Especificação, detalhamento	Art. 8º, caput	Dispõe que as operações de empréstimo e <i>financiamento</i> entre pessoas realizadas pela SEP são operações de <i>intermediação financeira</i>	A SEP realiza intermediação financeira.

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
§1º	Delimita que os credores das operações da SEP podem ser: pessoas naturais ou jurídicas, bem como fundos de investimento, concedentes da operação de empréstimo entre pessoas	[C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C26, Kavod] [C49, TozziniFreire]	Sim	Especificação e novas permissões	§ 1º, incisos	Os credores das operações da SEP podem ser: pessoas naturais; <i>instituições financeiras; fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs); companhias securitizadoras; pessoas jurídicas não financeiras.</i>	amplia a interconexão
Seção II - Das operações de empréstimo entre pessoas por meio de plataforma eletrônica							
Art. 8º, caput e parágrafo único	Dispõe que as operações de empréstimo entre pessoas devem ser realizadas <i>somente pela SEP</i> , sem retenção de riscos por parte da SEP, controladores e empresas controladas ou coligadas	[C6, ABECS] [C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C1, ABBC4] [C23, JCLS] [C31, MCTIC] [C36, PEP] [C37, CEM-USP]	Sim	Especificação	Art. 10, caput	As operações devem ser realizadas sem retenção de risco de crédito <i>direta ou indiretamente</i> por parte da SEP e de empresas controladas ou coligadas	A SEP realiza intermediação financeira, mas não deve reter risco.
-	-	[C9, Abranet] [C13, BOF] [C31, MCTIC]	Sim	Criação de exceção	Art. 10, parágrafo único	A regra geral de não retenção de risco não se aplica à aquisição, pela SEP, de cotas subordinadas de FIDCs que invistam exclusivamente em direitos creditórios derivados das operações da própria SEP, desde que a aquisição represente, no máximo, 5% do patrimônio do fundo e não configure assunção ou retenção substancial de risco.	risco e interconexão - "skin in the game" ou "eat your own cooking".

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Art. 9º, caput e incisos	Dispõe sobre as etapas da operação pela SEP, incluindo (iii) a emissão ou celebração do instrumento representativo do empréstimo, e (iv) a cessão ou endosso do instrumento mencionado no inciso III, ou de instrumento que o represente, ao credor.	[C6, ABECS] [C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C9, Abranet] [C14, CPBS] [C26, Kavod] [C37, CEM-USP] [C39, Bompracredito] [C48, Tauil Chequer] [C49, TozziniFreire]	Sim	Alteração da racionalidade da operação	Art. 11, caput e incisos	(iii) a emissão ou celebração, <i>com os devedores, do instrumento representativo do crédito</i> , e (iv) <i>emissão ou celebração, com os credores, de instrumento vinculado ao instrumento mencionado no inciso III.</i>	Interconexão. Entrada dos FIDCs e das operações vinculadas no modelo da operação. Não se confundem com as operações ativas vinculadas, mas se assemelham a elas.
Art. 7º, §2º, II	Dispõe que a cessão e o endosso ao credor serão realizados pela SEP sem coobrigação ou qualquer tipo de garantia.	[C1, ABCD] [C7, ABCD] [C14, CPBS]	Sim	Alteração. Reforça que SEP não deve reter risco da operação.	Art. 11, §2º	Os instrumentos dos incisos III e IV do caput devem conter cláusulas que garantam que SEP, suas controladas e coligadas não retenham risco de crédito, direta ou indiretamente	SEP não deve, de forma alguma, reter risco de crédito da operação
Art. 10, caput e incisos	Dispõe sobre o conteúdo mínimo das cláusulas do instrumento relativo ao empréstimo (com o credor). Inicialmente, a Minuta previa que a SEP faria a cessão ou endosso desse instrumento ao credor.	[C1, ABBC] [C6, ABECS] [C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C9, Abranet] [C14, CPBS] [C49, TozziniFreire]	Sim	Inclusão. Esclarecem vinculação e subordinação dos recursos vinculados à operação. Altera a natureza do vínculo contratual entre SEP - devedor e SEP - credor	Art. 12, caput, incisos IV e V	Dispõe que os instrumentos celebrados pela SEP com os devedores (instrumento representativo do crédito) e credores (instrumento vinculado) tenha cláusulas prevendo que: (iv) a vinculação entre os recursos disponibilizados pelos credores à SEP e a correspondente operação de crédito com o devedor; e (v) a subordinação da exigibilidade dos recursos disponibilizados pelos credores à SEP ao fluxo de pagamento da correspondente operação de crédito.	Interconexão - muda a forma como a SEP se vincula ao devedor e ao credor. Hierarquia - credores só podem exigir da SEP os recursos que forem pagos pelos devedores em relação àquela operação específica.

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Art. 11, caput	Determina que os recursos financeiros relativos às operações de empréstimo entre pessoas deveriam ser transferidos pela SEP em até um dia útil (para credores e devedores)	[C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C1, ABBC] [C10, CFA] [C15, CMMJ] [C17, Febraban] [C20, Magadan Maltz] [C24, Afluenta] [C27, JAQ] [C26, Kavod] [C39, Bompracredito] [C53, WFL]	Sim	Alteração. Flexibilizaçã o com aumento do prazo.	Art. 13, caput e incisos	A resolução dispõe que, após a disponibilização dos recursos financeiros pelos credores, a SEP deverá transferir o valor aos devedores em até <i>5 dias úteis</i> . No caso da transferência para o credor, o prazo fica mantido.	Flebiliza o modelo de operação, permitindo o P2P "não-puro".
Art. 12, caput	Dispõe sobre as vedações à SEP		Sim	Redução das vedações	Art. 14, caput	Dispõe sobre as vedações à SEP	
	I - realizar operações de empréstimo entre pessoas com recursos financeiros próprios;	[C7, ABCD] [C8, ABFintechs]	Sim	Adequação redação		I - realizar operações de empréstimo e de <i>financiamento</i> com recursos financeiros próprios;	
	-	[C7, ABCD]	Sim	Inclusão de inciso		II - <i>participar do capital de instituições financeiras;</i>	Interconexão. Redução / restrição através da governança corporativa.
	II - coobrigar-se ou prestar qualquer tipo de garantia nas operações de empréstimo entre pessoas	[C7, ABCD] [C9, Abranet] [C26, Kavod] [C37, CEM-USP]	Sim	Alteração. Nova exceção.		III - coobrigar-se ou prestar qualquer tipo de garantia nas operações de empréstimo e de financiamento, <i>exceto na hipótese do art. 10, parágrafo único;</i>	A SEP realiza intermediação financeira, mas não deve reter risco. Contra a ideia de " <i>eat your own cooking</i> ", mas <i>exceção feita para viabilizar tomada de risco através de FIDC.</i>
	III - expor-se, direta ou indiretamente, inclusive por meio de fundos de investimento, ao risco de crédito das operações realizadas;	[C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C9, Abranet] [C1, ABBC] [C37, CEM-USP]	Sim	Supressão	-	-	

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
	IV - admitir que, em uma mesma operação de empréstimo entre pessoas, sejam estabelecidas taxas de juros diferentes para credores e devedores	[C7, ABCD] [C8, ABFintechs]	Sim	Supressão	-	-	Flexibiliza o modelo de operação.
	V - remunerar ou utilizar em seu benefício os recursos relativos às operações de empréstimo entre pessoas;	[C7, ABCD] [C9, Abranet]	Sim	Adequação redação		IV - remunerar ou utilizar em seu benefício os recursos relativos às operações de empréstimo e de financiamento;	Impede aplicação dos recursos - meramente <i>canalizados</i> , e impossibilita ganhos decorrentes da diferença entre o custo da captação e a remuneração.
	VI - transferir recursos aos devedores antes de sua disponibilidade pelos credores;		Não	-		V - transferir recursos aos devedores antes de sua disponibilidade pelos credores;	Risco. Controle. Evita <i>maturity mismatch</i> . Similar à regra geral do correspondente bancário.
	VII - transferir recursos aos credores antes do pagamento de cada parcela pelos devedores		Sim	Alteração. Adequação Redação.		VII - transferir recursos aos credores antes do pagamento pelos devedores;	Risco. Controle. Evita <i>maturity mismatch</i> .
	VIII - manter recursos dos credores e dos devedores em conta de titularidade da SEP não vinculados às operações de empréstimo entre pessoas;	[C7, ABCD]	Sim	Adequação redação		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 VII - vincular o adimplemento da operação de crédito a esforço de terceiros ou do devedor, na qualidade de empreendedor.	Risco. Reforça que a SEP <i>canaliza</i> .
			Sim	Inclusão de vedação			Risco

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
	IX - emitir títulos ou celebrar contratos representativos de depósito com base nos recursos disponibilizados pelos credores;	[C7, ABCD] [C8, ABFintechs]	Sim	Supressão	-	-	Interconexão
	X - contratar terceiros para a realização das operações de empréstimo entre pessoas; e	[C6, ABECS] [C7, ABCD] [C26, Kavod]	Sim	Supressão	-	-	Aumento da Interconexão
	XI - realizar operações de empréstimo entre pessoas com partes relacionadas conforme definição constante do Pronunciamento Técnico CPC 05 - Divulgação de partes relacionadas, aprovado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) em 30 de outubro de 2008.	[C7, ABCD] [C49, TozziniFreire]	Sim	Supressão	-	-	Interconexão
Art. 12, parágrafo único	A vedação de que trata o inciso X não se aplica aos serviços de pagamento relacionados às operações de empréstimo entre pessoas.	[C37, CEM-USP]	Sim	Supressão	-	-	Interconexão
Art. 13, caput	Veda que a SEP utilize os recursos financeiros dos instrumentos representativos <i>do empréstimo</i> vinculados às operações <i>de empréstimo entre pessoas</i> para garantir o pagamento de dívidas das SEP.	[C7, ABCD]	Sim	Adequação redação	Art. 15, caput	Substitui o primeiro termo "empréstimo" por <i>crédito</i> , e o segundo, por <i>empréstimo e financiamento</i> .	Baliza a interconexão. Veda que a SEP faça uso dos recursos financeiros que ela <i>canaliza</i> .

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Art. 14, caput e parágrafos	No texto da Minuta, dispunha que caberia à SEP estabelecer os limites de valores das operações, tanto para credores quanto para devedores. A SEP deveria assegurar que o total da exposição de um mesmo credor, considerando <u>os saldos devedores das operações realizadas por SEPs</u> fosse de, no máximo R\$ 50.000,00. Esse limite seria apurado por meio de declaração do credor e consulta ao SCR. O disposto não seria aplicável aos investidores qualificados.	[C7, ABCD] [C8, ABFintechs] [C9, Abranet] [C1, ABBC] [C11, Baptista Luz] [C14, CPBS] [C15, CMMJ] [C16, EABV] [C17, Febraban] [C19, FGM] [C24, Afluenta] [C26, Kavod] [C27, LAQ] [C38, Pinheiro Neto] [C39, Bompracredito] [C42, RAP] [C48, Tauil Chequer] [C49, TozziniFreire] [C53, WFL]	Sim	Mudança da racionalidade e flexibilização do controle.	Art. 16, caput e parágrafos	Dispõe que o credor da operação de empréstimo e financiamento <i>não pode contratar com <u>um mesmo devedor, na mesma SEP, operações cujo valor nominal ultrapasse o limite máximo de R\$ 15.000,00.</u></i> O limite não é aplicável a investidores qualificados.	Risco. Cálculo dos limites de exposição. Responsabilidade muda de (a) exposição no sistema de SEPs para (b) exposição com o mesmo devedor na mesma SEP.
Art. 16, caput	Em seu inciso II, dispunha que a SEP deveria informar aos potenciais credores a taxa de juros <i>pactuada</i> , tendo em vista tratar-se de fator que influencia na taxa de retorno esperada.		Sim	Mudança da racionalidade . Flexibilização do modelo negocial.	Art. 18, caput	Alterou a redação do inciso II, com referência à taxa de juros <i>pactuada com os devedores.</i>	Interconexão. Ampliação da capacidade negocial direta entre credor e devedor.
			Sim	Inclusão de artigo. Informar.	Art. 19, caput	Dispõe que a SEP deve divulgar mensalmente a inadimplência média, por classificação de risco, das operações de empréstimo e financiamento entre pessoas relativas aos últimos doze meses	Risco. Controle. Informação sobre inadimplência.

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
-	-	Sim	Sim	Inclusão de artigo. Informar.	Art. 20, caput	Dispõe que a SEP deve realizar análise do perfil dos potenciais credores, de modo a verificar se eles atendem ao perfil de risco das operações.	Risco. Controle. Filtro de credores.
Art. 17, caput	Dispõe que a SEP deve utilizar modelo de análise de crédito que reflita, aos credores, o risco dos devedores e das operações	[C1, ABBC] [C10, CFA]	Não	-	Art. 21, caput	sem alterações.	Mantida a vedação à terceirização da análise de crédito
Art. 18, caput	Dispõe que a SEP deve <i>selecionar</i> os potenciais devedores	[C10, CFA] [C39, Bompracredito]	Não	-	Art. 22, caput	sem alterações.	
Art. 19, caput e parágrafo único	Dispõe sobre a política de tarifas da SEP	[C7, ABCD] [C17, Febraban] [C26, Kavod]	Não	-	Art. 23, caput e parágrafo único	O regulador sujeita a SEP ao regime geral de cobrança de tarifas da Resolução CMN nº 3.929/2010	
Art. 20, caput	SEP deve prestar assistência aos credores e devedores	[C6, ABECS] [C7, ABCD] [C39, Bompracredito]	Sim	Alteração do dever	Art. 24, caput	A prestação de assistência é substituída por prestação de <i>informações</i>	delimita o escopo de atuação da SEP
Art. 21, caput	SCD e SEP devem ser constituídas em forma de sociedade anônima	[C10, CFA]	Não	-	Art. 15, caput	sem alterações.	

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Capítulo V - Disposições comuns às SCD e às SEP							
Seção I - Da autorização para constituição e funcionamento							
Art. 23, caput; Art. 24, caput, II; Art. 25, § 3º, I; Art. 26; Art. 27, caput, I;	Dispunham que tanto a SCD quanto a SEP precisam de autorização prévia do BCB para (a) <i>constituição</i> - da pessoa jurídica, e (b) funcionamento.	[C6, ABECS] [C7, ABCD] [C9, Abranet] [C10, CFA] [C11, Baptista Luz] [C12, Maré] [C14, CPBS] [C19, FGM] [C38, Pinheiro Neto] [C45, RJF]	Sim	Supressão parcial. Flexibilização.	Art. 28, caput; Art. 29, caput, I; Art. 31, caput;	Cai a necessidade de autorização prévia para <i>constituição</i> , mantida somente para <i>funcionamento</i>	Reduz etapas no processo de autorização.
Art. 21, caput	Dispõe que SCD e SEP devem ser constituídas na forma de sociedade anônima	[C6, ABECS] [C28, LMMP] [C44, Menin]	Não	-	Art. 25, caput	-	
Art. 22, caput	Dispõe que SCD e SEP devem observar o limite mínimo de R\$ 1.000.000,00 em relação ao capital social integralizado e ao patrimônio líquido	[C10, CFA] [C11, Baptista Luz] [C31, MCTIC] [C45, RJF] [C51, VG]	Não	-	Art. 26, caput	-	
Art. 22, parágrafo único	Permite que SCD e SEP sejam controladas por fundos de investimento nacionais ou estrangeiros	[C1, ABBC] [C9, Abranet] C17, Febraban] [C48, Tauil Chequer]	Sim	Supressão da possibilidade de participação de fundos estrangeiros.	Art. 27, caput e parágrafo único	Dispõe que fundos de investimento podem participar do grupo de controle da SCD e da SEP. Neste caso, o BCB poderá exigir adicional de capital integralizado e patrimônio líquido.	A alteração entre minuta e texto da resolução sugere uma restrição à conexão. A matéria, contudo, foi tratada oportunamente no Decreto nº 9.544/2018, com permissão <i>a priori</i> para que fundos estrangeiros possam participar do capital social da SEP e da SCD.

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Art. 24	Determina as informações que devem acompanhar o requerimento de autorização para <i>constituição</i> e funcionamento	[C1, ABBC] [C8, ABFintechs] C17, Febraban]	Sim	Flexibilizaçã o de alguns requisitos	Art. 31	Determina o que deve instruir o requerimento para <i>funcionamento</i> .	
Art. 25, caput e parágrafos	Prevê que, durante o processo para autorização, o BCB poderá convocar os futuros controladores da SCD ou SEP para <u>entrevista técnica</u>	[C6, ABECS] [C39, Bompracredito] [C48, Tauil Chequer]	Sim	Supressão. Simplificaçã o do procedimento para autorização.	-	-	Reduz etapas no processo de autorização.
Art. 28, caput e parágrafo único	Dispõe que a SCD ou a SEP, uma vez autorizadas, devem submeter ao BCB relatório de administração, que acompanha as demonstrações financeiras semestrais, evidenciando <i>a adequação das operações realizadas com a proposta de constituição e de funcionamento</i> .		Sim	Supressão. Redução de observância.	-	[ver art. 39, II]	Retira requisito referente a dever de observância e prestação de contas periódica frente ao supervisor.
Seção II - Do cancelamento da autorização							
Art. 29	Dispõe sobre como deve ser apresentado o <i>requerimento</i> ao BCB solicitando o cancelamento da autorização para funcionamento	[C1, ABBC]	Sim	Flexibilizaçã o.	Art. 32	Determina que a dissolução da SCD ou SEP ou a a descaracterização do seu objeto social implicam no cancelamento da autorização para funcionamento	inclui hipótese de cancelamento "automático". Essa, entre outras medidas, simplifica o cancelamento da autorização, bem como os requisitos que o BCB pode impor à SCD ou SEP no decorrer do processo.

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução		
Seção III -	Da autorização para transferência do controle societário e para reorganização societária -		Sim	Inclusão. Aumento de observância. Aumento <i>controle</i> do BCB sobre governança corporativa.	Art. 36; Art. 37	Inexistente de forma explícita na Minuta, a Seção III do Capítulo V da resolução elenca, em caráter taxativo, os atos societários que dependem de <i>autorização</i> do BCB.	Aumenta a supervisão do BCB sobre os atos de organização e controle societários da SCD e da SEP. <i>Controle</i> . Lógica similar à do SPB.
Seção IV -	Da comunicação de alteração em participação qualificada -		Sim	Inclusão. Aumento de observância. Aumento <i>monitoramento</i> BCB sobre governança corporativa.	Art. 38	Inexistente na Minuta, dispõe sobre atos e deliberações societários que devem ser <i>comunicados</i> ao BCB.	Aumenta a supervisão do BCB sobre os atos de organização e controle societários da SCD e da SEP. <i>Monitoramento</i> . Lógica similar à do SPB.
Seção III - Disposições complementares				Seção V	Disposições adicionais		
Art. 34, II	Faculta ao BCB dispensar, excepcionalmente e diante de interesse público justificado, o cumprimento das condições estabelecidas para o ingresso no grupo de controle da SCD ou da SEP, ou para o exercício dos cargos em órgãos estatutários dessas instituições		Sim	Supressão. Redução margem de discricionariedade do BCB como supervisor.	-	-	

Dispositivo Minuta	Aspecto regulado	Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.	Houve alteração, supressão ou inclusão?	Natureza	Dispositivo Resolução	Resultado final	Comentários
Art. 37, I	Dispõe que o BCB poderá arquivar os pedidos relativos à SCD ou SEP quando houver descumprimento de quaisquer dos prazos previstos.	-	Sim	Supressão. Flexibilizaçã o do procedimento .	Art. 41	Reduz as hipóteses de arquivamento de pedidos para quando <i>não forem atendidas solicitações de apresentação de documentos adicionais, ou prestação de informações, de comparecimento para a realização de entrevistas ou outras solicitações relativas ao processo, no prazo assinalado.</i> Mesma redação do art. 37, II, da Minuta	Garante maior flexibilidade aos procedimentos e proteção ao requerente, no caso de descumprimento de prazo.
Capítulo VI - Disposições finais							
Art. 38 - Art. 42	Harmonização com outras regras aplicáveis às instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BCB; Exceções a outras regras; questões diversas.	[C1, ABBC] [C6, ABECS] [C7, ABCD] [C11, Baptista Luz] [C14, CPBS] [C17, Febraban] [C30, MP] [C44, Menin]	Sim	Flexibilizaçã o parcial na aplicação das regras	Art. 42 - Art. 48		

Elaboração: própria