

**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:

Banca Examinadora

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

*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. Meu agradecimento especial à Raquel Mattos Pimenta, ao Daniel Astone, Marcelo Chilvarquer, à Beatriz Kira, ao Henrique Castro e ao Pedro Salomon. Meu muito obrigado também aos 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. Agradeço aos dois pela leitura atenta e pelas contribuições.

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.

Aos meus amigos Dedé, Renan, Facci, Zé Paulo, Rapha, Frederico, Laio, João Arthur, Ellen, Ramiro, Amílcar, um grande obrigado.

Ao Renato e à Paula, pela amizade pra 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. À Giu, pelo cuidado e pelo apoio.

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, assim, 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 criação da Sociedade de Crédito Direto (SCD) e da Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Nesse novo arranjo, as Fintechs podem realizar intermediação financeira sem vinculação a bancos e com canal de acesso ao mercado de capitais. 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. Dessa forma, se, por um lado, o regulador fomenta a concorrência na oferta de crédito alternativo, por outro, aumenta o seu desafio diante do paradoxo jurídico-financeiro – o direito garante a solidez do sistema, mas, em momentos de crise, é justamente a elasticidade na execução das obrigações que impede o colapso. A análise jurídico-institucional evidencia as dipostas e a economia política subjacente ao processo.

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

## ABSTRACT

Ferreira, Alexandre Rebêlo. *Development amidst enforceability and elasticity: regulation of credit Fintech in Brazil*. 163 p. Masters' Degree – University of São Paulo Faculty of Law, São Paulo, 2019.

This research aims at developing an institutional-legal analysis regarding the regulation of credit Fintech in Brazil. I outline the ways in which private sector stakeholders interacted with the National Monetary Council (CMN) and the Brazilian Central Bank (BCB) in the establishment of a new regulatory regime aimed at addressing a relevant financial innovation transformation. Hence, I carry out a case study in regard of the the regulatory process that resulted in Public Consultation 55/2017 and in the creation of a Balance-Sheet lending society (SCD) and a Peer-to-Peer lending society (SEP). From then on, Fintechs may be granted a chart to operate independent of being licensed by a commercial bank. Furthermore, Fintechs were also allowed to develop capital-market money lending. The regulator has adopted a flexible regulatory technique throughout the process and the resulting financial interconnection points toward an expansion in periphery of an inherently hierarquichal and unstable system. To this matter, Law is both a means of validation and a source of instability. The regulator attempts to increase competition through alternative finance. In this regard, the legal-finance paradox is further stressed and the backstopping challenge during crises scales. The institutional-legal analysis method sheds light in the political economy underlying the process and its controversies.

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 .....	67
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

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>17</b>
<b>1. A INOVAÇÃO FINANCEIRA NO CONTEXTO DO DESENVOLVIMENTO: TENSÃO ENTRE GARANTIA E ELASTICIDADE.....</b>	<b>35</b>
1.1 As duas dimensões da inovação financeira .....	36
1.2 A construção jurídica do sistema financeiro.....	44
1.2.3 O paradoxo jurídico-financeiro: tensão entre garantia e elasticidade.....	52
1.3 Regulação 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
1.4 Dimensões da análise .....	66
1.4.3 Uma análise engajada.....	68
<b>2. O PROCESSO DE REGULAÇÃO DAS FINTECHS DE CRÉDITO NO BRASIL...71</b>	
2.1 Contexto regulatório: respostas do CMN e BCB às moedas virtuais e inovações no mercado de pagamentos .....	75
2.2 Regulando as Fintechs de crédito .....	81
2.3 Primeira etapa: adequação incremental e mapeamento de práticas .....	83
2.4 Segunda etapa: estruturação regulatória .....	88
2.4.1 Sociedade de Crédito Direto (SCD) .....	91
2.4.2 Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP).....	92
2.5 Análise da Consulta Pública nº 55/2017.....	94
2.5.1 Debate sobre o papel do regulador .....	94
2.5.2 Debate sobre as propostas da Minuta .....	100
2.6 Estímulo à nova regulação: interesse do governo brasileiro na participação estrangeira no capital social das SCD e SEP .....	114
2.7 Conclusões do estudo de caso .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
<b>3. RACIONALIDADE REGULATÓRIA E ECONOMIA POLÍTICA DAS REFORMAS NO MERCADO DE CRÉDITO.....</b>	<b>117</b>
3.1 Eixo 1 – A variedade de inserção das Fintechs de crédito no SFN.....	117
3.2 Eixo 2 – Estratégia regulatória: avanço incremental, experimentalismo e estímulos em busca de uma nova configuração do mercado .....	120
3.3 Shadow Banking e desafios relacionados.....	124
3.4 Regulador em movimento .....	126
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>127</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>131</b>
<b>APÊNDICE A – Contribuições à Consulta Pública nº55/2017 .....</b>	<b>140</b>
<b>APÊNDICE B – Interações-chave na Consulta Pública nº55/2017.....</b>	<b>148</b>





## 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. Associadas ao uso de tecnologias como robôs de investimento e criptomoedas, as Fintechs em sua maioria operam de forma segmentada, em um determinado segmento 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 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, as Fintechs não executam os seus serviços de forma autônoma em grande parte dos casos. 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 serem 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 consolidados<sup>1</sup>.

### 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

---

<sup>1</sup> 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 globo<sup>2</sup>.

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 Hub<sup>3</sup>, 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 Fintech interessadas submetam pedidos para operar sob uma licença provisória<sup>4</sup>. Após triagem e seleção feitas pela FCA, os participantes selecionados para o programa entravam 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.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup>Ver: 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; (**rever essa nota**)

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

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

<sup>5</sup> 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

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 regulado<sup>6</sup>.

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 Trump<sup>7</sup>, 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 como 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

---

activity” (p. 7). Ainda 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.

<sup>6</sup> 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).

<sup>7</sup> 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, criou uma categoria de autorização federal especial para Fintechs<sup>8</sup>. Questionada por atores incumbente e pelos reguladores estaduais nos EUA<sup>9</sup>, a medida do OCC permite que as Fintechs operem sem estarem vinculadas a um banco e foi bem aceita pelos novos entrantes no mercado<sup>10</sup>. Ainda que diante de resistência institucional por parte dos reguladores estaduais<sup>11</sup> 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.

Contudo, os movimentos recentes das autoridades chinesas 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 central, que integram a rede central de instituições financeiras. Por outro lado, o país também encontrou terreno fértil para o desenvolvimento de mercado bilionário de shadow banking, em que produtos como os “Wealth Management Products” (WMP) se popularizam logo antes das Fintechs por oferecem 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-repressivo, 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 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 operando<sup>12</sup>, com foco em famílias e pequenas e médias empresas (You, 2018, p. 90). Empresas do segmento “Big Tech”, como a Ant Financial, vinculada

---

<sup>8</sup> Ver: <https://www.occ.gov/news-issuances/news-releases/2018/nr-occ-2018-74.html>  
Contudo, sem acesso ao sistema do Federal Reserve.

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

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

<sup>11</sup> 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>

<sup>12</sup> Ver: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-20/china-s-p2p-platform-failures-surge-as-panic-spreads-in-market>

ao grupo Alibaba, também passaram a operar massivamente no mercado chinês de empréstimo entre pessoas<sup>13</sup>.

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 2016<sup>14</sup> 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 do 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 trouxeram prejuízos a diversos investidores e deram ensejo a inclusive 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 com prejudicou mais de 900 mil investidores<sup>15</sup>.

Dessa forma, as autoridades chinesas sinalizaram ao longo de 2018 que pretendem entrar em fase de maior cautela em relação ao mercado de crédito P2P, maior 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, estimado em US\$ 176 bilhões<sup>16</sup>.

Portanto, os movimentos de flexibilização e simplificação dos regimes regulatórios em direção às Fintechs, como no caso 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

---

<sup>13</sup> Ver: <https://www.cbinsights.com/research/ant-financial-alipay-fintech/>

<sup>14</sup> The State Council of Peoples' Republic of China, The Interim Administrative Measures for the Business Activities of P2P Lending Information Intermediaries.

<sup>15</sup> Ver: <https://www.independent.co.uk/news/business/news/china-arrests-peer-to-peer-lenders-ezubao-in-8bn-ponzi-scheme-a6847066.html>

<sup>16</sup> Ver: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-20/china-s-p2p-platform-failures-surge-as-panic-spreads-in-market>

mercado financeiro regulado, o regulador chinês busca 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 como riscos das Fintechs à estabilidade. Os organismos internacionais padronizadores (“standard-setting bodies”) também indicam 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).

## 1.1 Questões comuns

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). Em segundo lugar, se as manifestações de organismos internacionais e dos órgãos reguladores dos países indicam que a estratégia inglesa influenciou o principal modelo regulatório em difusão, a experiência mostra que outros arranjos também são possíveis.

Identificar as variáveis de respostas jurídico-institucionais às Fintechs passa por dois eixos principais. O primeiro deles é a 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).

O segundo eixo de análise das respostas jurídico-institucionais diz respeito ao padrão de interconectividade determinado para as Fintechs e as implicações dessa transformação regulatória para a estabilidade do sistema<sup>17</sup>. 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).

Em resumo, o crescimento e a consolidação dos ecossistemas de Fintechs são fenômenos de escala global. 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) a partir da estratégia regulatória adotada e (ii) pela variedade de interconectividade financeira resultante.

---

<sup>17</sup> 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 da 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 mercado<sup>18</sup>.

A primeira variedade, a liberal, é observada em países nos quais o desenvolvimento consolidado 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 vedação à presença de bancos comerciais no mercado de capitais<sup>19</sup>. 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, pp 35 e ss., 45) trata-se de um contexto em que as relações entre financiador, principal, e financiado, agente, são marcadas pelo distanciamento 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).

---

<sup>18</sup> Para aprofundamento na questão, ver: Hall & Soskice (2001), *Varieties of Capitalism*.

<sup>19</sup> Caso do *Glass-Steagall Act*.

Na segunda variedade, a das economias coordenadas de mercado, como é o caso do Japão e da Alemanha, o desenvolvimento capitalista ocorreu de forma mais tardia durante o século XIX (Pistor, 2005). 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 ocorre de forma mais concentrada, 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 das companhias, em que os próprios bancos participam de forma mais ativa e exercem influência de forma mais direta, propiciando ações coletivas em que se valorizam os mecanismos relacionais<sup>20</sup> (Schapiro, 2009).

No cenário latino-americano, os ensaios de desenvolvimento 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 concentração<sup>21</sup>, 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

---

<sup>20</sup> Caso do *Main Bank System*, no Japão, e do *Banco Universal*, na Alemanha.

<sup>21</sup> 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 fariam do Brasil um terreno fértil para o desenvolvimento de formas alternativas de prestação desses serviços (ABFintechs & PWC, 2018).

Não por acaso, a quantidade de Fintech em operação no mercado subiu de 130 em 2016 (Fintechlab, 2016) para 309 em outubro de 2017<sup>22</sup> e 377 em maio de 2018<sup>23</sup>. Os segmentos de pagamentos e o de crédito, financiamento e empréstimos são os de maior representatividade. Assim como nos demais ecossistemas, as Fintechs brasileiras também 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 também o maior número de Fintechs na região da América Latina e Caribe (Herrera & Vadillo, 2018). O desafio regulatório de como endereçar as inovações financeiras é ainda mais particular, considerando as lógicas operacionais distintas entre uma Fintech de crédito P2P e a Caixa Econômica Federal.

### 1.3 A postura do Banco Central do Brasil

A postura do Banco Central 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 Brasil. 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 operações de crédito com uso de capital próprio. Conduzia as negociações em sistema de

---

<sup>22</sup> Ver: <http://finnovation.com.br/mapa-de-fintechs-brasil-de-2017/>

<sup>23</sup> Ver: <http://finnovation.com.br/mapa-de-fintechs-brasil-maio-de-2018/>

leilões, em que venciam o investidor que aceitasse a taxa de retorno mais baixa para 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.<sup>24</sup> O MPF solicitou que a Polícia Federal investigasse a Fairplace e apurasse a conduta, que poderia configurar crime contra o Sistema Financeiro Nacional<sup>25</sup>. Enfrentando os acionamentos do Banco Central, do MPF e da PF, a plataforma 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 do BCB para poder operar<sup>26</sup>.

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 BCB com base na Lei nº 4.595/1964, art. 44, § 7º<sup>27</sup>. 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)<sup>28</sup>. A nova regulação incorporou o modelo de negócios das Fintechs, inclusive prática de crédito P2P, em forma muito similar

---

<sup>24</sup> Ver: [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](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)

<sup>25</sup> Ver: <https://economia.ig.com.br/mercados/exclusivo-pf-vai-investigar-site-de-leiloes-de-emprestimos/n1237866606992.html>

<sup>26</sup> Ver: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/861031-pf-investiga-fairplace-site-de-emprestimos-entre-pessoas.shtml>

<sup>27</sup> Ata da 392ª Sessão de Julgamento do CRFSN disponível em:

<http://fazenda.gov.br/orgaos/collegiados/crfsn/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.

<sup>28</sup> Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018.

ao que era feito pela Fairplace, pavimentando o caminho jurídico para atuação autônoma das Fintechs.

Há um claro contraste entre a postura rígida do BC diante do caso Fairplace, em 2010, e a flexibilização experimental diante das Fintechs, mais recentemente. 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 estratégia regulatória adotada, quanto da variedade de interconectividade e hierarquia resultantes no sistema financeiro. 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.

Explica-se:

- i. A forma como o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil formularam as 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 trabalho tendo em vista tanto o dinamismo das atividades de mercado no campo, 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.

Portanto, o estudo de caso em questão busca elaborar uma abordagem funcional para entender o papel do direito na alteração de um sistema. Assim como na autópsia médica, o estudo de caso permite conhecer, além da causa da morte, aspectos importantes sobre o funcionamento do corpo humano. Dessa forma, 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). Busca-se, assim, costurar uma narrativa que indica a forma como mercados e regulação funcionam na prática (Awrey, 2012, p. 241).

A narrativa do caso, resultado de processo analítico, coloca em evidência achados sobre o resultado do processo regulatório em dois eixos: conteúdo e forma. As unidades serão por fim colocadas em diálogo com os elementos centrais da LTF e com o paradoxo jurídico-financeiro (garantia e elasticidade). Este é o limite do alcance deste estudo.

### 1.5.2 Recorte do estudo de caso

O estudo de caso desenvolvido neste trabalho compreende uma classe de eventos que compõem o processo de regulação das Fintechs de crédito (Maira Rocha Machado, 2017). A narrativa que relaciona faz 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 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 em estudo em duas etapas. A primeira delas, classificada como etapa de adequação incremental e mapeamento de práticas, é marcada pelo uso adaptado, pelas Fintechs, da figura regulatória 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 repressiva 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+.

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 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 compreende as interações durante a consulta pública, assim como o resultado final, que pavimenta juridicamente o desenvolvimento desse mercado. 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.

### 1.5.3 Unidades de análise

Os documentos analisados são distintos e retratam etapas diferentes do processo. Ainda assim, é possível extrair conteúdos de ambos que permitem reconstruir a narrativa do processo regulatório de fintechs. Para isso, a análise se volta a duas unidades de análise: (i) 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 (ii) 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 a 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 na 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, 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).

## CONCLUSÃO

O processo de regulação das Fintechs remonta aos processos transformação do capitalismo. 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. 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 tenham especificidades e caráter altamente especializado e intensivo, 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.

Tabela 9 - Matriz analítica da pesquisa

	Concreto	Abstrato
<b>Específico</b>	Processo regulatório das Fintechs de crédito no Brasil	Regulação e desenvolvimento Estratégia regulatória Construção jurídica de novas hierarquias financeiras
<b>Geral</b>	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, que encontra poucos paralelos, os processos de formulação jurídico-institucionais são tão relevantes quanto em outras áreas do estado. Assim, tratar da atuação do BC, por mais específico 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).

Finanças como tecnologia não suplantam as finanças como um elemento do debate sobre políticas públicas (Omarova, 2018, pp. 4–5), com uma dimensão jurídico-institucional central e constitutiva (Coutinho, 2016a). Quanto às consequências futuras do impacto da onda Fintech na economia política das finanças e os novos canais de interconexão, teremos que ver. Contudo, uma análise que se aproxime do debate sobre as

variedades do estado regulador e sua relação com a economia política do desenvolvimento têm muito a oferecer a.



## 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](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](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](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<sup>a</sup>). 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 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](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**



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

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

[2/7]

<b>Nº da contribuição agregada</b>	<b>Envios pelo autor</b>	<b>Autor do envio</b>	<b>Tipo de Pessoa</b>	<b>Instituição que representa</b>	<b>Área de atuação</b>	<b>Sugestões amplas à organização do mercado</b>	<b>Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)</b>	<b>Inclinação da contribuição (amplo)</b>
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]

<b>Nº da contribuição agregada</b>	<b>Envios pelo autor</b>	<b>Autor do envio</b>	<b>Tipo de Pessoa</b>	<b>Instituição que representa</b>	<b>Área de atuação</b>	<b>Sugestões amplas à organização do mercado</b>	<b>Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)</b>	<b>Inclinação da contribuição (amplo)</b>
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	ContrafCUT* Entidade representativa (sindicato de trabalhadores do ramo financeiro)	Sim	Sim	Desfavorável, com recomendações

[4/7]

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

[5/7]

<b>Nº da contribuição agregada</b>	<b>Envios pelo autor</b>	<b>Autor do envio</b>	<b>Tipo de Pessoa</b>	<b>Instituição que representa</b>	<b>Área de atuação</b>	<b>Sugestões amplas à organização do mercado</b>	<b>Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)</b>	<b>Inclinação da contribuição (amplo)</b>
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]

<b>Nº da contribuição agregada</b>	<b>Envios pelo autor</b>	<b>Autor do envio</b>	<b>Tipo de Pessoa</b>	<b>Instituição que representa</b>	<b>Área de atuação</b>	<b>Sugestões amplas à organização do mercado</b>	<b>Sugestões ao texto da Minuta (genéricas e específicas)</b>	<b>Inclinação da contribuição (amplo)</b>
<b>47</b>	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
<b>48</b>	1	Tauil e Chequer Sociedade de Advogados	Pessoa Jurídica	A própria	Escritório de advocacia	Sim	Sim	Favorável, com recomendações
<b>49</b>	1	Tozzini, Freite, Teixeira e Silva Advogados	Pessoa Jurídica	A própria	Escritório de advocacia	Não	Sim	Favorável, com recomendações
<b>50</b>	1	Valdir dos Santos Neves	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Sim	Desfavorável, com recomendações
<b>51</b>	1	VG do Brasil Soluções de Telefonia IP Ltda.	Pessoa Jurídica	A própria	Telefonia IP	Não	Não	Neutra
<b>52</b>	1	Victor Soussa Peixoto	Pessoa Física	Não informada	Não informada	Sim	Não	Favorável, com recomendações
<b>53</b>	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
<b>Capítulo I - Do objeto e âmbito de aplicação</b>							
	Objeto e âmbito de aplicação da Resolução.						
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
<b>Capítulo II - Das definições</b>							
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.	<b>Interconexão</b>

[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
<b>Capítulo III - Da SCD</b>							
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.
-	-	[confirmar]	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 expeciona 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
<b>Capítulo IV - Da SEP</b>							
<b>Seção I - Do objeto da SEP</b>							
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
<b>Seção II - Das operações de empréstimo entre pessoas por meio de plataforma eletrônica</b>							
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	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	-	-	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
	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	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	[confirmar]	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	Risco. Reforça que a SEP <i>canaliza</i> .
		Não	Sim	Inclusão de vedação		VII - vincular o adimplemento da operação de crédito a esforço de terceiros ou do devedor, na qualidade de <i>empreendedor</i> .	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 [lista acima]	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.
-	-	Não	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
<b>Capítulo V - Disposições comuns às SCD e às SEP</b>							
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	-	Regra mantida.
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  [Detalhar]	[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> .  [detalhar]	
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> .	[confirmar]	Sim	Supressão. Redução de dever 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 [ver art. 36, II e III]	[confirmar]	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 -	[confirmar]	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	[confirmar]	Sim	Supressão. Redução margem de discricionariedade do BCB como supervisor.	-	-	

<b>Dispositivo Minuta</b>	<b>Aspecto regulado</b>	<b>Foi objeto de questionamento e/ou sugestão no ECP 55/2017? Identificar contribuições.</b>	<b>Houve alteração, supressão ou inclusão?</b>	<b>Natureza</b>	<b>Dispositivo Resolução</b>	<b>Resultado final</b>	<b>Comentários</b>
Art. 37, I	Dispõe que o BCB poderá arquivar os pedidos relativos à SCD ou SEP quando houver descumprimento de quaisquer dos prazos previstos.	[confirmar]	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.
<b>Capítulo VI - Disposições finais</b>							
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