

**Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Direito**

RAFAEL ALVES DE ARAUJO

***FINTECHS NO BRASIL: MUDANÇAS NO AMBIENTE
REGULATÓRIO DO SETOR FINANCEIRO***

Fintechs in Brazil: Changes in the regulatory environment of the financial sector

Brasília
2020

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO

***FINTECHS NO BRASIL: MUDANÇAS NO AMBIENTE
REGULATÓRIO DO SETOR FINANCEIRO***

Autor: Rafael Alves de Araujo

Orientador: Prof. Dr. Márcio Iorio Aranha

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel, no Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa de *Transformações da Ordem Social e Econômica e Regulação*.

Brasília, ____ de _____ de ____.

FOLHA DE APROVAÇÃO

RAFAEL ALVES DE ARAUJO

Fintechs no Brasil: mudanças no ambiente regulatório do setor financeiro

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel, no Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa de *Transformações da Ordem Social e Econômica e Regulação*.

Aprovada em: ____ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Márcio Iório Aranha
(Orientador – Presidente)

Prof. Dr.
(Membro)

Prof. Dr.
(Membro)

Prof. Dr.
(Suplente)

Agradecimentos

Gostaria de agradecer e dedicar esta monografia à minha esposa Dasha, aos meus pais Arlindo e Nércia, aos meus irmãos Rui, Arlindo e Leonardo e à minha querida sobrinha, Ana Luísa.

FICHA CATALOGRÁFICA

Af	Araujo, Rafael Alves de Fintechs no Brasil: mudanças no ambiente regulatório do setor financeiro / Rafael Alves de Araujo; orientador Márcio Iorio Aranha. -- Brasília, 2020. 69 p. Monografia (Graduação - Direito) -- Universidade de Brasília, 2020. 1. Direito regulatório. 2. Sistema Financeiro Nacional. 3. Modelos regulatórios. 4. Fintechs. I. Aranha, Márcio Iorio, orient. II. Título.
----	--

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ARAUJO, R. A. (2020). *Fintechs no Brasil: mudanças no ambiente regulatório do setor financeiro*. Monografia Final de Curso, Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, Brasília, DF, 69 p.

Sumário

1	INTRODUÇÃO.....	1
2	<i>FINTECHS</i>	6
3	EVOLUÇÃO E DESAFIOS DO MARCO REGULATÓRIO DO SETOR FINANCEIRO.....	12
4	MODELOS REGULATÓRIOS PARA O SETOR FINANCEIRO.....	18
4.1	Importância da estrutura institucional regulatória para o setor financeiro.....	18
4.2	Modelos de estrutura institucional regulatória para o sistema financeiro.....	20
4.3	O modelo twin peaks	22
4.4	Estratégias para a regulação de <i>fintechs</i>	25
5	REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	28
5.1	O Sistema Financeiro Nacional na Constituição Federal.....	28
5.2	Estrutura do Sistema Financeiro Nacional.....	29
5.2.1	Conselho Monetário Nacional	30
5.2.2	Banco Central do Brasil.....	31
5.2.3	Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Social e demais instituições financeiras públicas e privadas.....	32
5.3	Regulação do Sistema Financeiro Nacional	34
6	RESOLUÇÕES CMN Nº 4.656, Nº 4.657 E Nº 4.707.....	38
6.1	Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018.....	38
6.2	Resolução CMN nº 4.657, de 26 de abril de 2018.....	44
6.3	Resolução CMN nº 4.707, de 19 de dezembro de 2018.....	45
7	COINCIDÊNCIAS, AUSÊNCIAS E DIVERGÊNCIAS ENTRE AS RESOLUÇÕES CMN E O MODELO REGULATÓRIO POR OBJETIVOS	47
8	CONCLUSÃO.....	52
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	55

Resumo

A união de duas das mais importantes indústrias do mundo, a financeira e a de tecnologia, proporcionou o surgimento das *fintechs*, empresas que procuram trazer eficiência ao setor financeiro por meio do uso intensivo de tecnologia. Com o objetivo de evitar a introdução de novos riscos sistêmicos ao setor e fazer com que a inovação maximize o bem-estar geral, é de grande importância entender como o marco regulatório irá se adaptar a esta realidade imposta pelo desenvolvimento tecnológico. Neste contexto, o Conselho Monetário Nacional (CMN) recentemente publicou resoluções para regular *fintechs* de crédito no Brasil. Este trabalho tem como objetivo a análise do marco regulatório atual e das alterações introduzidas pelas resoluções do CMN, para traçar uma comparação com um modelo de regulação por objetivos que, aparentemente, se apresenta como mais apto para lidar com o estágio atual de desenvolvimento do setor financeiro, e com propostas específicas de regulação para *fintechs*, tendo em vista o seu potencial para introduzir novos riscos sistêmicos. Entretanto, apesar das importantes alterações do marco regulatório, que aumentaram a segurança jurídica e melhoraram o ambiente de negócios das *fintechs* de crédito, as resoluções do CMN não se mostram capazes de alterar a estrutura institucional regulatória por setores do Sistema Financeiro Nacional para uma regulação baseada em objetivos.

Palavras-chaves: *fintechs*; regulação; Sistema Financeiro Nacional; Conselho Monetário Nacional; modelo de regulação por objetivos; twin peaks.

Abstract

The union of two of the most important industries in the world, the financial and technology industries, has led to the emergence of the fintech industry, companies that seek to bring efficiency to the financial sector through the intensive use of technology. To avoid the introduction of new systemic risks to the sector and to make innovation maximize general well-being, it is important to understand how the regulatory framework will adapt itself to this reality imposed by technological development. In this context, the National Monetary Council (CMN) recently issued resolutions to regulate fintech lending companies in Brazil. This final project analyzes the current regulatory framework and the changes introduced by CMN resolutions, to compare it with an objectives-based regulation model which, apparently, presents itself as more capable to deal with the current development stage of the financial system, and with specific regulatory strategies designed for the fintech industry, given its potential to introduce new systemic risks. However, despite the important changes in the regulatory framework, which increased legal certainty and improved the business environment for fintech lending companies, CMN resolutions are not able to change the existing institutional regulatory structure for the Brazilian Financial System to an objectives-based regulation.

Keywords: fintechs; regulation; National Financial System; National Monetary Council; objectives-based regulation; twin peaks.

Lista de Figuras

Figura 1 – Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional.....	33
---	----

Lista de Quadros

Quadro 1 – Comparação entre o modelo regulatório por objetivos e a realidade institucional regulatória do SFN vigente no Brasil em 2020.....	51
--	----

Lista de Siglas e Abreviaturas

<i>Bacen</i>	<i>Banco Central do Brasil</i>
<i>CF/88</i>	<i>Constituição da República Federativa do Brasil de 1988</i>
<i>CMN</i>	<i>Conselho Monetário Nacional</i>
<i>CNPC</i>	<i>Conselho Nacional de Previdência Complementar</i>
<i>CNSP</i>	<i>Conselho Nacional de Seguros Privados</i>
<i>CPC</i>	<i>Consumer Protection Commission</i>
<i>CSFI</i>	<i>Centre for the Study of Financial Innovation</i>
<i>CVM</i>	<i>Comissão de Valores Mobiliários</i>
<i>FSC</i>	<i>Financial Stability Commission</i>
<i>P2P</i>	<i>Peer to peer</i>
<i>Previc</i>	<i>Superintendência Nacional de Previdência Complementar</i>
<i>Procon</i>	<i>Programa de Proteção e Defesa do Consumidor</i>
<i>SCD</i>	<i>Sociedade de Crédito Direto</i>
<i>Senacon</i>	<i>Secretaria Nacional do Consumidor</i>
<i>SEP</i>	<i>Sociedade de Empréstimo entre Pessoas</i>
<i>SFN</i>	<i>Sistema Financeiro Nacional</i>
<i>Susep</i>	<i>Superintendência de Seguros Privados</i>

1 INTRODUÇÃO

O setor financeiro vem sofrendo mudanças substanciais na sua forma de prestar serviços aos clientes. Esta nova maneira de fornecimento de serviços financeiros vem sendo impulsionada por um conjunto de instituições que empregam fortemente tecnologia para inovar e reduzir os custos inerentes a este setor, em uma junção das duas maiores indústrias do mundo: a financeira e a de tecnologia. Uma das faces deste fenômeno é o que se convencionou chamar de *fintech*, que, em linhas gerais, pode ser entendido como o uso de tecnologia para entregar soluções financeiras (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 3).

Não se pode falar que a interconexão entre finanças e tecnologia é uma ideia recente, pois a invenção do telégrafo, cujo uso comercial se iniciou em 1838, e a instalação do primeiro cabo de transmissão transatlântico em 1866, forneceram a infraestrutura necessária para o surgimento do primeiro grande período de globalização financeira no final do século 19 (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 4).

Também a utilização do termo *fintech* possui algumas décadas, pois há registro do seu uso em 1972 como um acrônimo para tecnologia financeira, que combinaria conhecimentos bancários especializados com modernas técnicas científicas de gestão e de computação (BETTINGER, 1972, p. 62). Entretanto, apenas em 2014 que o setor atraiu o foco dos reguladores, participantes da indústria e consumidores (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 3).

Atualmente, o termo *fintech* refere-se a uma nova indústria financeira que utiliza tecnologia para melhorar as atividades financeiras (SCHUEFFEL, 2016, p. 45). O Banco Central do Brasil (Bacen) utiliza o termo para designar empresas que introduzem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia, com potencial para desenvolver novos modelos de negócios.

A presença desta nova indústria financeira com foco em inovação e tecnologia já é perceptível no Brasil, na forma de *fintechs* de crédito, pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, câmbio e multisserviços. Um bom exemplo do

tamanho deste mercado recai sobre o Nubank que, na divulgação das suas demonstrações financeiras, afirmou ter atingido, na soma de suas receitas, um montante de aproximadamente R\$ 2,1 bilhões em 2019 (NU PAGAMENTOS S.A., 2019, p. 28-29).

É fato que o avanço da tecnologia nos mais diversos setores da atividade humana busca, em geral, aumentar o bem-estar do ser-humano, e o surgimento das *fintechs* é mais uma expressão deste efeito, servindo para diminuir custos, aumentar a concorrência e, conseqüentemente, trazer mais eficiência ao setor financeiro.

Entretanto, o processo de desenvolvimento tecnológico, em qualquer setor, é capaz de introduzir novos riscos ao sistema com potencial impacto na atuação de governos, empresas e na vida das pessoas. Desta forma, a regulação se faz necessária com o objetivo de diminuir riscos por meio da exigência de garantias e liquidez, sem instituir barreiras que comprometam a evolução tecnológica e inviabilizem tais iniciativas. Assim, a introdução das *fintechs* no setor financeiro exige adaptações no seu marco regulatório.

Para tanto, é importante compreender como está estruturado o marco regulatório do setor financeiro. Na maioria dos países observa-se a predominância do modelo de regulação por setores, com a separação entre reguladores bancário, securitário e de capitais. Ao longo dos anos, alguns países entenderam que as desvantagens inerentes ao modelo justificavam a adoção de outras formas de regulação, como a unificada ou por objetivos (MELO FILHO, 2018, p. 76-77).

Atualmente, os três modelos são adotados por diferentes países. Entretanto, desde a crise financeira global, percebe-se que várias jurisdições têm analisado migrar para o modelo de regulação por objetivos, tendo em vista que este foi o modelo que melhor enfrentou os problemas advindos da crise de 2008. Atualmente, é o modelo adotado na Austrália, Holanda, Reino Unido e África do Sul. O Brasil, por sua vez, permanece com o modelo de regulação setorial (MELO FILHO, 2018, p. 77).

Dentre os modelos de estrutura institucional regulatória para o setor financeiro, será utilizado como referencial teórico o modelo de regulação por objetivos, também conhecido como *twin peaks*. O modelo *twin peaks* foi discutido pela primeira vez na publicação *Supervisão Financeira do Reino*

Unido: um plano para mudança, do Centro para Estudos de Inovação em Finanças (CSFI - *Centre for the Study of Financial Innovation*) e surgiu como uma proposta para a regulação do setor financeiro de acordo com dois objetivos regulatórios principais: (a) integridade de conduta no mercado e proteção do consumidor; (b) regulação prudencial e estabilidade do sistema financeiro (TAYLOR, 1995, p. 3; LLEWELLYN, 2004, p. 27; GODWIN, HOWSE e RAMSAY, 2017, p. 7). Cada objetivo é perseguido por um regulador separado, e por essa razão o modelo recebeu o nome *twin peaks* - picos gêmeos. (TAYLOR, 1995, p. 2).

Apesar de permanecer com o clássico modelo de regulação por setores, o Brasil precisou adaptar-se à realidade e iniciou um processo de modernização do seu marco regulatório para abarcar o surgimento das *fintechs* no país.

Até pouco tempo não havia regras específicas para tratar sobre *fintechs* no Brasil, até que em 2018 o Conselho Monetário Nacional passou a regulamentar o tema por meio das Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657, em abril de 2018.

A Resolução CMN nº 4.656 dispõe sobre a sociedade de crédito direto (SCD) e a sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP), disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições.

Por sua vez, a Resolução CMN nº 4.657 tratou da classificação das SCD's e SEP's em um dos segmentos utilizados pelo Banco Central do Brasil para aplicação proporcional da regulação prudencial.

Posteriormente, por meio da Resolução CMN nº 4.707, de dezembro de 2018, o CMN estabeleceu novas regras de antecipação de recebíveis visando aumentar a concorrência entre instituições financeiras e credenciadoras de cartões de crédito, abrindo a possibilidade para a atuação de *fintechs* neste mercado.

Ademais, ainda no âmbito da regulação de *fintechs* é importante destacar outros diplomas legais que devem ser observados por todas as instituições pertencentes ao Sistema Financeiro Nacional (SFN), como a Lei nº

4.595/1964, Lei nº 6.404/1976 (Lei das S/A), a Lei nº 9.613/1998 (Lei de Prevenção à Lavagem de Dinheiro) e a recente Lei nº 13.079/2018 (Lei Geral de Proteção de Dados).

Assim, este trabalho buscará expor as mudanças no ambiente regulatório do setor financeiro de crédito provocadas pela presença das *fintechs* e se existe relação entre tais mudanças e um modelo regulatório por objetivos. A pesquisa procura identificar se há relação entre a recente regulamentação do funcionamento das *fintechs* com o modelo regulatório por objetivos.

Alterar o marco regulatório do setor financeiro, saindo do modelo de regulação setorial para um modelo de regulação por objetivos, dentro do arcabouço jurídico nacional, provavelmente exigirá mudanças mais profundas na legislação, que não poderiam ser matéria de resoluções infralegais, como as publicadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Ainda assim, as alterações introduzidas pelo CMN podem ter aproximado o marco regulatório do setor financeiro brasileiro para um modelo de regulação por objetivos. Tendo em vista a relevância do setor financeiro no país, é muito importante entender como se darão as mudanças no ambiente regulatório existente.

O estudo terá como base empírica as normas sobre regulação do sistema financeiro brasileiro, em especial as Resoluções CMN nº 4.656, nº 4.657 e nº 4.707, do CMN, com foco nas similaridades entre o marco regulatório atual e aspectos do modelo regulatório por objetivos.

Pelo alcance limitado das resoluções, que tratam especificamente do mercado de crédito, não serão objeto deste estudo *fintechs* que não atuem no setor de crédito, como as que trabalham com seguros, câmbio, mercado de capitais ou criptomoedas, por exemplo.

Outros modelos de estrutura institucional regulatória para o setor financeiro em uso no mundo, como o setorial e o unificado, não serão objeto de aprofundamento neste trabalho.

Este trabalho será estruturado da seguinte forma: o capítulo 2 apresentará uma trajetória resumida da relação entre finanças e tecnologia ao longo dos anos, até o surgimento das *fintechs*; o capítulo 3 trará as principais mudanças no marco regulatório para o setor financeiro após a crise financeira

global de 2008 e quais os novos desafios que surgem com a chegada das *fintechs*; o capítulo 4 apresentará modelos de estrutura institucional regulatória para o sistema financeiro, com foco no modelo de regulação por objetivos, além de apresentar estratégias de enfrentamento de riscos identificados especificamente na indústria das *fintechs*; o capítulo 5 contém informações sobre o estado atual do Sistema Financeiro Nacional e da sua regulação; o capítulo 6 apresenta as Resoluções CMN nº 4.656, nº 4.657 e nº 4.707; e o capítulo 7 procura identificar coincidências, ausências e divergências encontradas nos modelos e estratégias de regulação propostas ao longo do trabalho, com a situação atual encontrada na regulação do SFN.

2 FINTECHS

Fintech, acrônimo de “*Financial Technology*”, refere-se ao uso de tecnologia para entregar soluções financeiras (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 3).

Abrão (2018), por sua vez, afirma que *fintech* representa a união de finanças e tecnologia por empresas inovadoras – *startups* – cuja principal atividade é a inovação na área dos serviços financeiros.

Magnuson (2018, p. 1174) utiliza o termo *fintech* para designar uma nova geração de empresas especializadas em prover serviços financeiros primordialmente por meio de plataformas móveis, de forma *online*, com um forte componente tecnológico.

Schueffel (2016, p. 32), partindo da premissa de que não existia um consenso para o significado do termo, buscou propor uma definição que é distinta, sucinta em sua comunicação, e ainda assim suficientemente ampla. Utilizando-se de análise semântica e com base nas semelhanças de 13 definições revisadas por pares, propôs que o termo *fintech* seja utilizado para identificar uma nova indústria financeira que utiliza tecnologia para melhorar as atividades financeiras, que será adotada como a definição para o termo *fintech* ao longo deste trabalho.

As definições listadas anteriormente utilizam-se de elementos em comum, como finanças, tecnologia e empresas inovadoras, para caracterizar o que se entende por *fintech*. Entretanto, finanças e tecnologia estão há muito tempo interligadas, em um processo de reforço mútuo de desenvolvimento desde os seus estágios iniciais (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 6), tornando necessária a compreensão do que diferencia as *fintechs* das relações já estabelecidas entre finanças e tecnologia ao longo da história da humanidade.

Sob uma perspectiva histórica, a origem desta relação entre tecnologia e finanças pode ser rastreada ao início das civilizações, quando ocorreu a transição de grupos de caçadores e coletores para assentamentos agrícolas. Este novo modo de organização humana exigiu a atuação de uma administração estatal que passou a controlar transações comerciais entre indivíduos, como evidenciam alguns dos primeiros exemplos de registros

escritos encontrados na Mesopotâmia (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 6). Este caso já demonstra uma clara ligação entre finanças e tecnologia como um processo de reforço mútuo, pois a escrita, uma das primeiras formas de tecnologia da informação, permitiu o desenvolvimento das finanças como ferramenta estatal de controle de transações comerciais. (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 6).

Arner, Barberis e Buckley (2015, p. 7) apresentam diversos exemplos desta relação entre finanças e tecnologia ao longo da história da civilização humana, tais como: o desenvolvimento do dinheiro como moeda fiduciária, que definiu as características da economia moderna; a expansão do comércio nos séculos XV e XVI, apenas possível com o uso de seguros e financiamentos de barcos para as grandes expedições, ou para construção de uma infraestrutura de pontes, estradas de ferro e canais; ou mesmo a revolução financeira na Europa ocorrida no final do século XVII, com o advento das sociedades por ações, seguradoras e bancos, que teve fundamental importância para a Revolução Industrial.

Apesar desta relação de reforço mútuo ao longo dos séculos, Arner, Barberis e Buckley (2015, p. 4) entendem que apenas em 1866, com a instalação do primeiro cabo de transmissão transatlântico, finanças e tecnologia combinaram-se para dar início ao que os autores entendem como *fintech* em sentido amplo, referindo-se ao uso específico de tecnologia nas finanças.

O primeiro ciclo desta trajetória, identificado como *FinTech 1.0*, compreende o período entre os anos de 1866 até 1987 e surgiu a partir do uso de tecnologias como o telégrafo, ferrovias, canais e navios a vapor, que permitiram a transmissão de informações financeiras a uma maior velocidade. Engloba o período pós-guerra, quando as comunicações e a tecnologia da informação experimentaram grande desenvolvimento, com o advento dos computadores, redes telex de comunicação e máquinas de fax. Sob a ótica dos consumidores, há o surgimento de cartões de créditos na década de 50 e caixas eletrônicos na década de 70. Esse desenvolvimento construiu as bases para a migração de uma base analógica para uma indústria digital, visto que as instituições financeiras aumentaram o uso de tecnologia da informação nas

suas operações internas, em detrimento de rotinas baseadas em papel (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 7-10).

Seguindo a classificação dos ciclos das *fintechs* proposta por Arner, Barberis e Buckley (2015, p. 10), o segundo período de evolução, ou *Fintech 2.0*, teve início na década de 80, quando os riscos das interconexões financeiras internacionais e sua relação com a tecnologia mereceram maior atenção das entidades regulatórias, e encerrou-se em 2008, com a crise financeira global.

Em 19 de outubro de 1987 ocorreu um *crash* no mercado acionário americano que, mesmo não existindo consenso sobre suas causas, levou a uma profunda discussão do uso de sistemas computadorizados por instituições financeiras, que teriam amplificado excessivamente a queda do mercado (WALDROP, 1987, p. 602). Assim, foram introduzidos novos mecanismos, especialmente em mercados eletrônicos, para controlar a velocidade das mudanças nos preços, conhecidos como *circuit breakers* (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 11).

Concomitantemente, na Europa, mudanças regulatórias como o processo de liberalização financeira no Reino Unido em 1986, a assinatura do Tratado de Maastricht em 1992 e um número cada vez maior de diretivas e regulamentos de serviços financeiros estabeleceram as bases para uma interconexão total dos mercados do continente no início do século XXI (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 11).

Neste segundo ciclo difundiu-se o uso da internet em diversos aspectos da vida humana, com impacto significativo nos serviços financeiros das instituições tradicionais. Em 1995, por exemplo, o banco Wells Fargo permitiu a consulta ao saldo bancário em tempo real por meio da internet. Em pouco tempo, no início do século XXI, os bancos já haviam digitalizado os seus processos internos e boa parte dos serviços fornecidos aos clientes de varejo (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 11), lançando as bases para o próximo ciclo das *fintechs*.

O terceiro ciclo de evolução das *fintechs* proposto por Arner, Barberis e Buckley (2015, p. 15), chamado de *FinTech 3.0*, diferencia-se do ciclo anterior pela entrada no mercado de um novo grupo de empresas aptas a fornecer

serviços financeiros como decorrência de um conjunto de mudanças ocorridas em razão da crise financeira global de 2008.

A reputação das instituições financeiras tradicionais restou manchada após 2008, na medida em que a opinião pública associou certas práticas de mercado, como a concessão de empréstimos a grupos incapazes de honrá-los, à origem da crise financeira global. (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 15-16). Adicionalmente, o desemprego que se seguiu a crise colocou em disponibilidade muitos profissionais de finanças, ao mesmo tempo que dificultou a entrada no mercado de trabalho de uma geração que havia acabado de sair das universidades (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 16).

Assim, a crise levou a mudanças na regulação bancária, detalhadas em capítulo posterior neste trabalho, que modificaram incentivos e estruturas de negócio das instituições financeiras tradicionais, por meio da introdução de maiores exigências para concessão de créditos ou da realização de testes de estresse para avaliar sua viabilidade (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 16).

Outra consequência observada nos Estados Unidos foi a elaboração de leis para estimular o mercado de trabalho, como o JOBS Act (*Jump Start Our Business Act*) nos Estados Unidos, possibilitando a empresas *start-ups* buscarem financiamentos por meios alternativos ao sistema bancário, como as plataformas P2P (*peer to peer*), que permitem a realização de empréstimos entre pessoas sem intermédio de bancos (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 17-18).

Arner, Barberis e Buckley (2015, p. 18) descrevem estas condições de aumento de exigências regulatórias, má reputação dos bancos e força de trabalho altamente qualificada subutilizada como uma “tempestade perfeita” que permitiu a chegada de novas empresas ao setor financeiro.

Assim, a principal característica da atual indústria das *fintechs* não é apenas o uso de tecnologia para oferecer serviços financeiros, pois as instituições financeiras tradicionais fazem uso de tecnologia há décadas. Aquilo que torna o atual momento especial, e que exigirá maior atenção do regulador financeiro, é a chegada de um conjunto de empresas de tecnologia que, se anteriormente forneciam serviços às instituições financeiras

tradicionais, a partir de agora estão entregando produtos diretamente ao consumidor final (MAGNUSON, 2018, p. 1174).

Magnuson (2018, p. 1174) observa que a indústria das *fintechs* está mudando diversos setores das finanças, como o gerenciamento de investimentos, captação de recursos, e até o próprio dinheiro, de forma que sua chegada removeu barreiras de entrada, difundiu o acesso a serviços financeiros e desafiou conceitos tradicionais de como funcionam as finanças.

No Brasil, uma das primeiras experiências de uma *fintech* ocorreu em 2009 quando a empresa FairPlace procurou oferecer empréstimos P2P, mas teve curta duração. De toda forma, o seu modelo de negócio chamou a atenção de instituições financeiras tradicionais e órgãos reguladores, tendo em vista que a legislação vigente exige a presença de uma instituição financeira como intermediária de empréstimos (FINTECHLAB, 2017, p. 7).

Segundo o FintechLab, iniciativa para conexão e fomento do ecossistema de *fintechs* no Brasil, apenas dois anos após o fechamento da FairPlace surgiram novas empresas com propostas de negócio associadas à indústria das *fintechs* (FINTECHLAB, 2017, p. 7). Estas novas empresas atuaram necessariamente em regime de correspondente bancário associado a uma instituição financeira (RAMOS, 2018, p. 5) até a publicação da Resolução CMN nº 4.656, de 26 abril de 2018, quando se permitiu o funcionamento no país de dois tipos de *fintechs* de crédito: a Sociedade de Crédito Direto e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas.

De toda forma, mesmo com o funcionamento atrelado necessariamente a uma instituição financeira por alguns anos, houve um crescimento acelerado no número de *fintechs* atuando no Brasil, partindo de 54 em 2015 (FINTECHLAB, 2017, p. 7) para 689 empresas em 2020, de acordo com o mapeamento realizado pelo FintechLab (FINTECHLAB, 2020).

Conforme visto, finanças e tecnologia relacionam-se desde o início das civilizações, com o processo de globalização financeira se iniciando ainda no século XIX a partir do surgimento de meios de comunicação que possibilitaram a troca de informações por longas distâncias, com velocidade jamais vista. Desde então, o setor financeiro aumentou significativamente o uso de tecnologia para entregar serviços, melhorar processos e reduzir custos.

Assim, o que torna o surgimento das *fintechs* um fenômeno suficientemente importante para atrair a atenção dos reguladores para a chegada desta indústria ao mercado financeiro é a introdução de um conjunto de empresas no mercado que, na sua essência, são bastante diferentes das instituições financeiras tradicionais e que têm o potencial de introduzir diferentes riscos sistêmicos daqueles já identificados e endereçados pelas entidades regulatórias.

3 EVOLUÇÃO E DESAFIOS DO MARCO REGULATÓRIO DO SETOR FINANCEIRO

A crise financeira global de 2008 teve como consequência a realização de abrangentes reformas na regulação financeira ao redor do mundo, com o objetivo de fortalecer o setor para evitar que os riscos que culminaram na crise novamente se concretizassem, impactando negativamente a economia mundial (LEITE e REIS, 2013, p. 161; MAGNUSON, 2018, p. 1168).

O foco principal das reformas estava na atividade de instituições financeiras “muito grandes para falhar”, pois se identificou, como uma das causas da crise, que existiam incentivos para que estas empresas se expusessem excessivamente a riscos, pois tinham a confiança de que, em caso de dificuldades, seriam socorridas pelos governos nacionais interessados em manter a estabilidade do sistema e em evitar a propagação de problemas para o restante da economia (MAGNUSON, 2018, p. 1218-1219; AZARENKOVA, SHKODINA, *et al.*, 2018, p. 233).

O Comitê da Basileia sobre Supervisão Bancária, organização transnacional que facilita a cooperação entre agências de supervisão e regulação bancária (YOUNG, 2011, p. 39), propôs um conjunto de mudanças na regulação financeira, conhecido por Acordo de Basileia III, com o intuito de que instituições financeiras sejam capazes de lidar com o conceito de risco e as relações associadas a ele (LEITE e REIS, 2013, p. 161). As principais alterações na regulação financeira propostas no acordo dizem respeito a obrigar as instituições financeiras a possuir maior volume de capital e ativos de alta qualidade relacionados à concessão de crédito, aprimorar processos de gerenciamento de risco, aumentar a liquidez para prover a cobertura de saques em períodos conturbados e ampliar a transparência das informações (LEITE e REIS, 2013, p. 172).

No mesmo sentido, o Congresso Estadunidense elaborou a Lei Dodd-Frank, com foco nas instituições “muito grandes para falhar” e no risco sistêmico que representam para a economia em geral, e terminou por introduzir novos requisitos regulatórios, como a realização de testes de estresse obrigatórios para atestar a capacidade das instituições financeiras de suportar

diferentes cenários de crise, maior rigor para elaboração de relatórios e restrições de investimentos com capital próprio (MAGNUSON, 2018, p. 1168).

Magnuson (2018, p. 1189-1190) destaca quatro fatores principais que contribuem para que um mercado seja considerado um risco sistêmico para a economia: a vulnerabilidade dos atores individuais a choques adversos rápidos; a existência de várias formas para que choques adversos se transmitam de uma única instituição para as demais; o nível de informação assimétrica no mercado e o tamanho do mercado.

Com exceção do aspecto relacionado ao tamanho do mercado, percebe-se que as reformas realizadas pelos reguladores financeiros após a crise buscaram endereçar os problemas listados com o objetivo de conservar a estabilidade do sistema: requisitos de adequação de capital para reduzir a vulnerabilidade das instituições, garantias de depósito para reduzir que os efeitos de crise em uma instituição se propaguem para as demais e requisitos de divulgação de relatórios para reduzir a assimetria de informação (MAGNUSON, 2018, p. 1193).

Entretanto, Magnuson (2018, p. 1169) observa que as mudanças regulatórias introduzidas após a crise financeira global tiveram o objetivo de prevenir que as instituições financeiras tradicionais repetissem os mesmos erros e excessos anteriores à crise, e não considerou que o fornecimento de serviços financeiros está se tornando mais descentralizado, com a atuação de pequenas empresas de tecnologia em segmentos específicos do mercado, as *fintechs*.

O surgimento das *fintechs* alterou a estrutura do sistema financeiro, com capacidade de criar um ambiente potencialmente instável e com alto nível de incerteza, ameaçando a estabilidade de todo sistema financeiro (AZARENKOVA, SHKODINA, *et al.*, 2018, p. 230), de forma que a natureza da indústria das *fintechs* contribui para aumentar o risco sistêmico, mesmo que elas não se enquadrem no conceito de empresas “muito grandes para falhar” (MAGNUSON, 2018, p. 1200).

A inovação trazida pela tecnologia aumenta a complexidade do sistema e se torna uma fonte de vulnerabilidade, fazendo com que práticas regulatórias já estabelecidas e ferramentas de previsão de riscos tenham sua eficácia reduzida (AZARENKOVA, SHKODINA, *et al.*, 2018, p. 235).

Desta forma, esta nova indústria representa um desafio para regulação financeira, em especial sobre o foco no risco sistêmico, e colocará em questão a assunção generalizada de que a principal fonte de risco para o sistema financeiro reside na atuação das grandes instituições (MAGNUSON, 2018, p. 1169-1170).

Primeiro, por não ofertarem um grande número de serviços diversificados, nem possuírem o tamanho dos grandes bancos, as *fintechs* são bastante vulneráveis a mudanças drásticas na economia (MAGNUSON, 2018, p. 1201). Em segundo lugar, existem alguns aspectos na indústria das *fintechs* que podem servir como mecanismos de propagação de crises: vulnerabilidades na programação de soluções que suportam toda a indústria podem ser exploradas por *hackers*; algoritmos de tomada de decisão que, baseados nas decisões de outros algoritmos, apresentem um efeito manada, como ocorreu no *crash* de 1987 nos Estados Unidos (MAGNUSON, 2018, p. 1201-1202).

Magnuson (2018, p. 1203) também destaca a presença de forte assimetria de informações, tendo em vista que a maioria das *fintechs* não está sujeita aos mesmos requisitos de publicidade e transparência das grandes instituições financeiras. E por fim, o tamanho do mercado das *fintechs* que, mesmo sendo pequeno em relação ao tamanho do setor financeiro, tem crescido rapidamente nos últimos anos (MAGNUSON, 2018, p. 1203).

Todos estes elementos indicam que a indústria das *fintechs* contribui para o aumento do risco sistêmico do setor financeiro, havendo a possibilidade de que uma crise específica nessas empresas se propague e tenha potencial de atingir as demais instituições e, em última instância, a economia como um todo (MAGNUSON, 2018, p. 1204).

Adicionalmente, é importante compreender que existem desafios regulatórios específicos ao se tratar de *fintechs* que não se observam nas formas tradicionais de finanças (MAGNUSON, 2018, p. 1204). O primeiro deles refere-se a dificuldade de identificação e monitoramento de empresas relevantes em razão da natureza descentralizada da indústria, que muitas vezes funciona por meio de redes dispersas de pequenos atores e algoritmos de tomada de decisão, fazendo com que este processo seja de difícil execução e de alto custo para os reguladores (MAGNUSON, 2018, p. 1205-1206).

Ainda que os reguladores consigam identificar quais são os atores relevantes da indústria, restará o desafio de monitorá-los. Surgirão problemas relacionados aos limites de jurisdição, já que muitas *fintechs* são dispersas globalmente e não se encontrariam sob a jurisdição de um único regulador, além de ser preciso considerar que estes atores muitas vezes não estarão sujeitos ao mesmo regime de transparência dos grandes bancos e utilizam algoritmos complexos nos seus negócios que nem sempre são de fácil entendimento (MAGNUSON, 2018, p. 1206).

Esta natureza fragmentada da atuação das *fintechs* e o uso de algoritmos complexos para inovar os serviços financeiros podem terminar por disfarçar risco para o sistema, em um cenário onde boa parte dos reguladores não possui as ferramentas nem a *expertise* necessária para orientar e limitar o comportamento desta indústria (MAGNUSON, 2018, p. 1207).

Este contexto de interação com o regulador pode se tornar ainda mais grave ao se considerar que as *fintechs* estão iniciando sua participação no setor financeiro com pouco ou nenhum contato prévio com entidades regulatórias, podendo levar a problemas de conformidade por entenderem que não devem se submeter às mesmas regras aplicáveis às instituições financeiras tradicionais, ou simplesmente por desconhecimento de quais regras se aplicam à sua atividade (ARNER, BARBERIS e BUCKLEY, 2015, p. 31).

Outro aspecto que deve receber a atenção dos reguladores é a ausência de incentivos para atuação cooperativa e de preocupação com a reputação (MAGNUSON, 2018, p. 1207). Por serem pioneiras no desenvolvimento de novos serviços financeiros, o mercado das *fintechs* ainda não sedimentou regras de cooperação entre atores com objetivo de manter a estabilidade do sistema, diferentemente do observado nas instituições financeiras tradicionais com atuação de muitas décadas (MAGNUSON, 2018, p. 1209).

Na verdade, pelo fato do conjunto de regras de comportamento e cooperação neste setor ainda estar em estágio inicial, as *fintechs* tem menos propensão a colaborar entre si em busca de ganhos de reputação para o setor, pois a atitude de não respeitar regras que ainda estão em desenvolvimento se mostra mais vantajosa que os benefícios individuais auferidos por segui-las (MAGNUSON, 2018, p. 1209).

Também se deve levar em consideração que o tamanho pequeno das *fintechs* e a grande quantidade de empresas no setor diminuem a importância que cada uma dá à reputação geral do mercado, além de perceber que um comportamento colaborativo em busca da redução do risco sistêmico não representa um benefício individual tão significativo que justifique o seu engajamento nesse processo (MAGNUSON, 2018, p. 1212).

Outro fator que desestimula um comportamento colaborativo entre as *fintechs* reside na percepção de diversos atores de que seus horizontes temporais são muito curtos e, portanto, não consideram na sua estratégia os incentivos decorrentes de se aceitar pequenas perdas de curto prazo em troca de benefícios futuros em função da cooperação para estabilidade sistêmica (MAGNUSON, 2018, p. 1212).

Esta percepção de curto horizonte temporal pode ser explicada por dois aspectos: a dinâmica altamente competitiva deste mercado, no qual as empresas que obtêm vantagem inicial na entrega de alguma tecnologia conseguem atrair uma base estável de clientes, e muitas vezes manter o sucesso no futuro, enquanto as demais têm alta probabilidade de ir à falência; e muitos dos investidores em *fintechs* são fundos de capital de risco, que encorajam as empresas a se expandir o mais rápido possível, assumindo riscos e desestimulando um comportamento colaborativo com objetivo de estabilidade de longo prazo (MAGNUSON, 2018, p. 1212-1213).

Neste contexto, o papel da regulação é essencial para o desenvolvimento sustentável da indústria das *fintechs*. É necessário que os reguladores trabalhem para estimular a inovação no setor, mas ao mesmo tempo criem mecanismos de proteção que reduzam os riscos decorrentes da própria inovação, tendo em vista que a falta de apoio institucional para o desenvolvimento de tecnologias financeiras pode ser uma fonte de problemas para todo o setor (AZARENKOVA, SHKODINA, *et al.*, 2018, p. 236).

Assim, a regulação financeira encontra-se diante de novos desafios que não foram o foco das reformas realizadas após a crise financeira global de 2008. Enquanto os reguladores preocuparam-se em atuar para que as instituições financeiras tradicionais não voltassem a cometer os mesmos erros do passado, um número cada vez maior de serviços financeiros passou a ser oferecido por um conjunto desagregado e disperso de empresas que, em

conjunto, contribuem para aumentar o risco sistêmico, mas de forma distinta das empresas tradicionais.

As *fintechs* são responsáveis pelo aumento do risco sistêmico por se tratarem de empresas pequenas, com portfólio de serviços limitados, e que, por essa razão, são mais vulneráveis a crises que instituições tradicionais, grandes e com produtos diversificados. A base tecnológica da indústria, por si só, pode se transformar em um mecanismo de propagação de crises. Ainda existe muita assimetria de informação e trata-se de um mercado em franca ascensão. Ademais, introduzem riscos que não são observados em relação às instituições tradicionais, tornando a atuação do regulador mais complexa, em decorrência de novas tecnologias, algoritmos e da natureza dispersa da indústria, além de terem uma estrutura e uma dinâmica competitiva que não incentivam comportamento colaborativo com o objetivo de se buscar estabilidade sistêmica de longo prazo.

4 MODELOS REGULATÓRIOS PARA O SETOR FINANCEIRO

4.1 Importância da estrutura institucional regulatória para o setor financeiro

Um setor financeiro estável e eficiente tem o potencial de influenciar o desenvolvimento da economia de um país por permitir a formação de capital e sua eficiente alocação. Por sua vez, um regime regulatório bem estruturado é capaz de contribuir positivamente para a eficiência e estabilidade do sistema financeiro (LLEWELLYN, 2004, p. 5).

Para Llewellyn (2004, p. 5-6), os reguladores do setor financeiro possuem o dever de cobrir as seguintes áreas: regulação e supervisão prudencial das instituições financeiras; estabilidade e integridade do sistema de pagamentos; supervisão e regulação de conduta de negócios; depósito de reservas dos bancos e credor de última instância; garantia de liquidez; tratamento de instituições insolventes; resolução de crises; e integridade do mercado.

Todas essas áreas podem ser condensadas nas seguintes funções: regulação prudencial, com foco na segurança e solidez das instituições financeiras individualmente, sejam bancos, seguradoras, corretoras de valores mobiliários ou conglomerados financeiros; regulação e supervisão sistêmica, para monitorar a estabilidade do sistema como um todo; proteção ao consumidor, com foco na conduta de negócios; e concorrência (LLEWELLYN, 2004, p. 14-15). Assim, a discussão sobre o modelo regulatório para o setor financeiro não se trata de quais atividades o regulador deverá realizar, mas sim sobre a responsabilidade das agências reguladoras em relação a cada uma destas funções (LLEWELLYN, 2004, p. 6).

Neste contexto, a estrutura institucional regulatória do setor financeiro representa um importante aspecto para a sua eficiência, efetividade e estabilidade, sem, entretanto, se constituir em solução absoluta para os problemas regulatórios aqui discutidos (LLEWELLYN, 2004, p. 13).

Llewellyn (2004, p. 11-13) lista um conjunto de razões para considerar que a estrutura institucional não se trata de mera questão administrativa, mas sim de um aspecto fundamental para a regulação do setor.

Primeiramente, a estrutura institucional é capaz de impactar na efetividade da regulação em razão de abordagens específicas adotadas pelas agências regulatórias que, devido à sua organização, desenvolvem especialidades, experiências e cultura próprias (LLEWELLYN, 2004, p. 11-12). Certos estudiosos defendem que reguladores com escopo restrito e bem definido tendem a ser mais efetivos, enquanto outros entendem que uma agência única responsável por todos os aspectos da regulação e supervisão se mostra mais efetiva (LLEWELLYN, 2004, p. 12). Ainda em relação a efetividade, é importante ter clareza da responsabilidade de cada agência sobre aspectos ou objetivos específicos da regulação, para que seja possível minimizar problemas de rivalidade entre reguladores (LLEWELLYN, 2004, p. 12).

A estrutura institucional também determina o quão eficiente se dará a resolução de conflitos entre objetivos da regulação: enquanto uma agência única internaliza a solução, múltiplas agências reguladoras utilizam a esfera pública e política para tanto (LLEWELLYN, 2004, p. 12). Outro aspecto a se analisar é o custo da regulação: com menos agências reguladoras há economias de escala e escopo; entretanto, se um regulador único instituir um regime regulatório ineficiente - por ter um escopo de atuação muito amplo e sem o foco necessário, por exemplo -, os custos estruturais e de adequação da regulação podem ser superiores à economia de escala atingida por se ter apenas uma agência (LLEWELLYN, 2004, p. 12).

Ponto importante relacionado à organização dos reguladores reside na possibilidade de uma estrutura específica estimular a duplicação desnecessária da atividade regulatória, aumentando os custos para os regulados (LLEWELLYN, 2004, p. 12). Também se deve considerar a possibilidade de uma estrutura específica permitir que algumas atividades ou instituições do sistema não sejam alvo de regulação, quando deveriam (LLEWELLYN, 2004, p. 12).

Outra questão sobre a importância da estrutura institucional regulatória do setor financeiro, segundo Llewellyn (2004, p. 13), consiste no fato de que,

em estruturas com várias agências, há o risco potencial de os regulados exercerem arbitragem regulatória, moldando artificialmente seu negócio para se submeter ao regulador menos rígido, o que pode levar a regulações distintas para instituições que tenham o mesmo tipo de atividade. Também cabe considerar questões de credibilidade e percepção da sociedade, pois estruturas com muitas agências tendem a confundir o cidadão sobre qual regulador é responsável por resolver um problema específico (LLEWELLYN, 2004, p. 13).

Portanto, percebe-se que a definição da estrutura institucional regulatória para o setor financeiro levanta questões muito relevantes, demonstrando que uma boa configuração institucional contribuirá para uma regulação efetiva e capaz de atingir seus objetivos de forma eficiente (LLEWELLYN, 2004, p. 13).

4.2 Modelos de estrutura institucional regulatória para o sistema financeiro

Atualmente, existem diversas estruturas institucionais regulatórias em uso no mundo, pois cada país instituiu seu arcabouço regulatório à sua maneira, considerando seus fatores específicos (LLEWELLYN, 2004, p. 9). Entretanto, é possível identificar características gerais que permitem agrupá-los em categorias para fins didáticos. Schumlow (2015, p. 152), descreve quatro diferentes estruturas institucionais regulatórias para o sistema financeiro encontradas no mundo: o modelo tradicional; o modelo funcional ou setorial; o modelo integrado; e o modelo *twin peaks*.

A estrutura tradicional, também identificada como institucional ou por silos, tem como foco o tipo de entidade regulada, atribuindo um regulador particular para todas as suas atividades (SCHMULOW, 2015, p. 152). Esta abordagem tende a criar um ambiente regulatório altamente fragmentado, sem as ferramentas necessárias para lidar com entidades que ofereçam produtos diversificados, como os conglomerados financeiros (SCHMULOW, 2015, p. 153-154). Como exemplo, é possível imaginar uma instituição financeira, originariamente um banco e, portanto, sujeita ao regulador dos bancos, que

passa a oferecer serviços de corretora de valores mobiliários: nesta abordagem, a jurisdição sobre os novos serviços permanece com o regulador original, e não com um regulador do mercado de valores mobiliários. Com o decorrer do tempo, torna-se cada vez mais comum que instituições financeiras de diferentes tipos passem a oferecer serviços similares, mas fiquem sujeitas a regulações distintas por diferentes reguladores (SCHMULOW, 2015, p. 154).

A abordagem setorial, por sua vez, não tem interesse pelo tipo de entidade regulada, mas põe seu foco nos tipos das transações ou produtos sob regulação, fazendo com que uma entidade regulada que atue em mercados diversos tenha que se sujeitar a diferentes reguladores, cada um destes responsável pela segurança e solidez da entidade regulada, bem como de sua conduta empresarial, naquilo que concerne ao produto sob sua jurisdição (SCHMULOW, 2015, p. 154). É a estrutura presente no Brasil, onde o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e a Superintendência de Seguros Privados, por exemplo, regulam o mercado bancário, o mercado de valores mobiliários e o mercado de seguros privados, respectivamente, sendo comum, portanto, que uma única instituição financeira privada brasileira precise tratar com diversos reguladores. Os problemas deste modelo residem na possibilidade de diferentes reguladores possuírem diferentes visões sobre o risco ao setor financeiro, e na necessidade de que as atividades reguladas sejam muito bem definidas para ser possível determinar a jurisdição (SCHMULOW, 2015, p. 155).

A abordagem integrada, também conhecida como unificada, prevê um único regulador financeiro responsável pela integridade de conduta e estabilidade de todo sistema (SCHMULOW, 2015, p. 155), sem desconsiderar completamente as diferenças existentes entre os distintos segmentos do setor (MELO FILHO, 2018, p. 53). Como vantagens deste modelo, Melo Filho (2018, p. 55) destaca: melhor visão prudencial de conglomerados financeiros; engloba todo o sistema financeiro; redução de custos tanto para a regulação quanto para o mercado; consegue acompanhar a evolução do mercado sem esbarrar no surgimento de produtos e serviços inovadores. Esta abordagem possui as seguintes desvantagens, de acordo com Melo Filho (2018, p. 55): reguladores muitos poderosos que não consegue ser efetivos; sobreposição de objetivos dentro de um mesmo regulador; conflitos de objetivos são internalizados, sem

discussão na esfera política; criação de setores dentro do regulador que terminam por representar vários reguladores dentro de apenas um.

4.3 O modelo *twin peaks*

O modelo *twin peaks* é um modelo regulatório por objetivos, proposto por Michael Taylor em 1995, e que preconiza a existência de dois reguladores com objetivos regulatórios distintos: (a) integridade de conduta no mercado e proteção do consumidor; (b) regulação prudencial e estabilidade do sistema financeiro (TAYLOR, 1995, p. 3; LLEWELLYN, 2004, p. 27; GODWIN, HOWSE e RAMSAY, 2017, p. 7; SCHMULOW, 2015, p. 165).

Na sua proposta, Taylor (1995, p. 2) afirma que uma estrutura regulatória para o setor financeiro precisa considerar quais os objetivos da política pública da regulação de serviços financeiros, e os descreve em linhas gerais como: proteção sistêmica, que se traduz na garantia da estabilidade e da solidez do sistema financeiro; proteção ao consumidor, que se traduz na proteção de investidores, depositantes e segurados. Entretanto, no Reino Unido, em 1995, Taylor (1995, p. 3) observou que estes objetivos estavam fragmentados em uma multiplicidade de agências e havia pouca tentativa de se considerar as interrelações dos vários componentes do setor e em que medida havia sobreposição ou conflito de objetivos na atuação destas agências.

Para Taylor (1995, p. 4), quatro considerações principais sustentam a criação de uma agência reguladora única para cumprir o objetivo de proteção sistêmica.

Primeiramente, há a percepção de que, além dos bancos, um grande conjunto de instituições financeiras se tornou importante para o sistema, com capacidade para criar potenciais problemas sistêmicos, como seguradoras e corretoras de valores (TAYLOR, 1995, p. 4). Ademais, a evolução do setor financeiro levou a uma grande interligação entre instituições financeiras de distintos setores, não prevista na construção do regime regulatório vigente a época, e que se apresenta como uma forte razão para eliminar as divisões de

responsabilidade entre agências, de forma a garantir solidez prudencial (TAYLOR, 1995, p. 5).

Em segundo lugar, uma agência regulatória única para a proteção sistêmica impediria o uso de arbitragem regulatória, contribuindo para igualdade de competição (TAYLOR, 1995, p. 5).

O terceiro aspecto na defesa de uma única agência para a proteção sistêmica advém da ascensão dos conglomerados financeiros, que passam a gerenciar riscos de forma integrada (TAYLOR, 1995, p. 6). Assim, faz todo sentido que o regulador trabalhe a partir de uma perspectiva geral das atividades de conglomerados financeiros para que sua supervisão seja efetiva (TAYLOR, 1995, p. 6).

E por fim, o aumento na sofisticação e diversidade dos produtos financeiros exige uma força de trabalho altamente especializada para ser capaz de avaliar a adequação dos sistemas de controle de risco interno e de compreender o perfil de risco de grupos financeiros complexos (TAYLOR, 1995). Para Taylor (1995, p. 6), este é um forte motivo para agrupar especialistas dispersos em diversos reguladores em uma única agência.

Em relação à proteção ao consumidor, Taylor (1995, p. 9-10) identificou como problemas uma fragmentação excessiva de agências com este objetivo, ausência de prestação de contas e falta de clareza nos objetivos das agências regulatórias, que em alguns casos eram responsáveis pela proteção sistêmica e pela proteção ao consumidor.

Diante deste contexto, Taylor (1995, p. 10) propôs a criação da Comissão de Estabilidade Financeira (FSC) e da Comissão de Proteção ao Consumidor (CPC).

A FSC seria responsável pela autorização de funcionamento e supervisão prudencial de todas as principais instituições financeiras, individualmente ou de forma consolidada, de forma que ela teria poderes de vigilância sobre todas as instituições que potencialmente fossem capazes de criar risco sistêmico, com o objetivo claro de prevenir crises sistêmicas generalizadas (TAYLOR, 1995, p. 10). Por sua vez, a CPC concentraria a atribuição de proteção ao consumidor, primariamente naquilo que teria relação com a conduta das instituições no mercado de varejo (TAYLOR, 1995, p. 10).

Na sua proposta, Taylor (1995, p. 11) deixa claro que ambas as agências teriam o poder de autorizar o funcionamento das instituições financeiras. A autorização da FSC reconheceria que a instituição atinge os requisitos mínimos de solidez prudencial, mas não permitiria sua atuação junto ao mercado de varejo; para tanto, a autorização da CPC seria necessária (TAYLOR, 1995, p. 11).

Cada agência recrutaria seu próprio pessoal, tendo em vista que o conhecimento e experiência necessários em cada uma é naturalmente diferente: enquanto a FSC necessitaria de profissionais com habilidades de auditoria e especialistas em gerenciamento de riscos, a CPC necessitaria de profissionais com formação em contabilidade ou direito (TAYLOR, 1995, p. 12).

Entretanto, para esta estrutura lograr êxito, Taylor (1995, p. 13) explica que a cooperação entre as agências seria essencial. Mesmo existindo uma clara divisão de responsabilidades, haveria muitas situações em que as agências precisariam atuar em conjunto, tendo em vista que as decisões de uma poderiam interferir nos objetivos da outra (TAYLOR, 1995, p. 13). Como exemplo, a CPC pode entender que uma instituição deve ser fechada por transgredir regras de conduta, mas tal decisão, sob a ótica da FSC, traria instabilidade sistêmica ao setor (TAYLOR, 1995, p. 13).

De toda forma, os benefícios advindos do modelo *twin peaks* se apresentam claramente: eliminação da duplicação e da sobreposição de regulação; duas agências com missões claras, precisas e exclusivas; mecanismos de resolução de conflitos entre objetivos em uma esfera pública e política; ausência do risco de que um objetivo prevaleça internamente sobre o outro, como é possível ocorrer no modelo integrado; encoraja um processo regulatório aberto, transparente e passível de prestação de contas; menor concentração de poder; riscos de reputação e contaminação tendem a ser mitigados (TAYLOR, 1995, p. 16; LLEWELLYN, 2004, p. 27-28).

Diante do exposto, percebe-se que o modelo *twin peaks* foi pensado como uma estrutura institucional regulatória para enfrentar e minimizar os problemas encontrados nos outros modelos, criados em um contexto diferente, quando havia uma clara delimitação das atividades das instituições financeiras de acordo com o tipo de instituição regulada.

Entretanto, a evolução do sistema financeiro permitiu a entrega de produtos mais complexos, diversificados e inovadores, viu o surgimento de conglomerados financeiros, cujas atividades não respeitam as delimitações tradicionais, e mais recentemente a ascensão das *fintechs*, com potencial de introduzir novos riscos.

No contexto atual, mesmo que um modelo estrutural regulatório não garanta por si próprio uma regulação efetiva (LLEWELLYN, 2004, p. 13), o *twin peaks* aparentemente se apresenta como um modelo mais apto que os demais para lidar com os novos desafios de regulação do setor financeiro, em especial aqueles decorrentes da chegada das *fintechs*, tendo em vista sua maior capacidade de supervisionar o risco sistêmico de forma global, a eliminação de duplicação e da sobreposição de regulação e por melhor refletir as novas estruturas e negócios das instituições financeiras (LLEWELLYN, 2004, p. 43; MELO FILHO, 2018, p. 94).

4.4 Estratégias para a regulação de *fintechs*

Conforme visto, a estrutura institucional regulatória para o setor financeiro é um aspecto muito importante por contribuir no estabelecimento de uma plataforma capaz de otimizar um determinado regime regulatório, sem entretanto ser capaz de garantir por si só uma regulação efetiva (LLEWELLYN, 2004, p. 42).

No caso específico das *fintechs*, já se demonstrou que sua ascensão tem o potencial de introduzir novos riscos não observados em relação às instituições tradicionais e, portanto, devem receber uma atenção especial do regulador, com estratégias específicas de enfrentamento de riscos.

Magnuson (2018, p. 1214) sugere quatro estratégias de regulação que, aplicadas em conjunto, podem resultar em significativas melhorias na regulação do setor financeiro e limitar a probabilidade e magnitude de dano econômico de uma eventual crise proveniente dos novos riscos introduzidos pelas *fintechs*.

A primeira estratégia é a produção de informação de qualidade, tanto pelo regulado quanto pelo regulador. Magnuson (2018, p. 1215) entende que

a regulação precisa equilibrar a promoção de inovação com limites para criação de risco sistêmico, o que somente será possível se os reguladores entenderam e monitorarem as *fintechs* por meio de produção de informação de qualidade. Assim, a regulação deve ser capaz de promover incentivos para que as *fintechs* forneçam informação sobre suas atividades e voluntariamente busquem orientação sobre a regulação aplicável. (MAGNUSON, 2018, p. 1215).

Uma forma de atingir este objetivo é por meio da instituição de algum tipo de *sandbox* regulatório (MAGNUSON, 2018, p. 1215-1216), um "espaço seguro" no qual empresas podem testar produtos, serviços e modelos de negócios inovadores sem incorrer imediatamente em todas as restrições regulatórias exigidas ao se envolver na atividade em questão (FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, 2015, p. 2), e que tem como vantagens principais a promoção da transparência e da inovação (MAGNUSON, 2018, p. 1216).

Outro ponto importante relacionado à produção de informação reside no entendimento de que o regulador deve evitar impor encargos administrativos excessivos às *fintechs*, tendo em vista que estas, em geral, são empresas com uma força de trabalho reduzida e sem capacidade operacional de atender todos os requisitos de informação exigidos para as instituições financeiras tradicionais. (MAGNUSON, 2018, p. 1216). Magnuson (2018, p. 1216-1217) ainda sugere, como estratégias para facilitar a produção e circulação de informação de qualidade a um baixo custo, a centralização da autoridade regulatória, a criação de uma regulamentação específica para as *fintechs* e procedimentos de registro simplificados.

A segunda estratégia proposta por Magnuson (2018, p. 1217-1218) tem relação com limitação de contágio, partindo da premissa que, mesmo sendo praticamente impossível eliminar a suscetibilidade de empresas individuais a choques econômicos adversos, é possível criar mecanismos para proteger as demais empresas do setor. No geral, existem duas formas de atuar para se limitar o contágio: *ex-ante* e *ex-post* (MAGNUSON, 2018, p. 1218).

Ações *ex-ante*, com o objetivo de impedir o contágio antes do seu início, podem ter como foco a limitação de interconectividade dentro do mercado de *fintechs* e medidas que impeçam algoritmos de reproduzir um comportamento de manada, por meio do uso de *circuit-breakers* (MAGNUSON, 2018, p. 1218).

Já ações *ex-post*, com foco em interromper o contágio após o seu início, compreendem seguros ou injeções de liquidez para assegurar aos clientes que perdas em uma instituição não se espalharão pela indústria (MAGNUSON, 2018, p. 1219). Entretanto, é importante ter clareza que a possibilidade de falência de uma *fintech* em particular não deve ser impedida a qualquer custo. Caso as empresas entendam que sempre serão socorridas pelo regulador em tempos de dificuldades, perceberão esta atitude como incentivo para assumir risco cada vez maiores.

A terceira estratégia proposta por Magnuson (2018, p. 1219) relaciona-se com a autorregulação da indústria, tendo em vista que neste setor é bastante comum que os regulados tenham mais conhecimento do negócio do que os reguladores. Assim, cabe aos reguladores encontrarem estratégias para incentivar o engajamento das *fintechs* em um regime de autorregulação eficiente (MAGNUSON, 2018, p. 1221). Um bom instrumento para atingir este objetivo é a imposição de sanções coletivas, impondo custos a um grupo de regulados quando algum destes apresentar desvios na sua atuação (MAGNUSON, 2018, p. 1221). É possível implementar este tipo de instrumento na forma de um seguro ou fundo financiado pelos regulados, que seria utilizado na eventualidade de algum choque sistêmico e, assim, haveria um incentivo para que cada empresa, individualmente, monitorasse comportamentos potencialmente arriscados de outros membros do grupo (MAGNUSON, 2018, p. 1221). As vantagens evidentes para essa abordagem se traduzem na menor intervenção do regulador, menos encargos administrativos, e alinham o conhecimento dos atores da indústria (MAGNUSON, 2018, p. 1222).

Por fim, Magnuson (2018, p. 1222) destaca a necessidade de cooperação internacional entre os reguladores do setor financeiro para uma regulação efetiva, dada a dimensão internacional da indústria das *fintechs*. Esta cooperação deve ser realizada com base em três princípios fundamentais: pela sua natureza inovativa e tecnológica, é natural que as *fintechs* extrapolem fronteiras, criando problemas de jurisdição; a regulação em um país terá consequências para outros países; o regulador de cada país conterà informações úteis sobre a regulação particular na sua jurisdição (MAGNUSON, 2018, p. 1222).

5 REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

5.1 O Sistema Financeiro Nacional na Constituição Federal

A Constituição Federal, de 1988, desde a promulgação da Emenda Constitucional nº 40, de 2003, dispõe, no seu art. 192, que o Sistema Financeiro Nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado por leis complementares.

O legislador constituinte derivado retirou, por meio da EC nº 40/2003, uma série de incisos e parágrafos da redação original do art. 192 que traziam regras com força de norma constitucional aplicáveis às entidades financeiras, como a disposta no § 3º, determinando um teto de doze por cento ao ano para juros reais. Atendeu, assim, a uma série de críticas e debates, tanto na doutrina, quanto na jurisprudência, para que o estabelecimento das regras do setor financeiro restasse delegado ao legislador infraconstitucional, ainda que pelo quórum qualificado de lei complementar (FIGUEIREDO, 2009, p. 6; PUGA, 1999, p. 10).

Portanto, coube ao texto constitucional estabelecer os objetivos do sistema financeiro nacional nos seguintes termos:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a **promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade**, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (grifo nosso)

Os objetivos dispostos no *caput* do art. 192 devem ser interpretados em conjunto com os objetivos fundamentais da República que se encontram no art. 3º da CF/88, segundo o princípio da unidade da Constituição, que pressupõe a harmonia das normas constitucionais, considerando a Constituição como um todo unitário (MENDES e BRANCO, 2018).

Portanto, o Sistema Financeiro Nacional, ao promover o desenvolvimento equilibrado do País e atender aos interesses da coletividade,

deve contribuir, em última instância, para construir uma sociedade livre, justa e solidária, garantir o desenvolvimento nacional, erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais e promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação (FIGUEIREDO, 2009, p. 7).

Para atingir este objetivo, as entidades que compõem o sistema financeiro realizam, basicamente, a captação de recursos entre agentes com mais recursos, mediante remuneração por meio de juros, para realocá-los, mediante concessão de créditos, a agentes interessados (FIGUEIREDO, 2009, p. 7). Esta circulação de recursos é fundamental para a economia do país, pois promove e estimula investimentos, incentiva o consumo e permite trocas comerciais, de modo a desenvolver a nação (FIGUEIREDO, 2009, p. 9).

5.2 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

A estrutura do Sistema Financeiro Nacional está prevista na Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que “dispõe sobre a Política e as Instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências”. No seu Capítulo I – Do Sistema Financeiro Nacional, art. 1º, a Lei nº 4.595/64 estabelece:

Art. 1º O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído:
I - do Conselho Monetário Nacional;
II - do Banco Central do Brasil;
III - do Banco do Brasil S. A.;
IV - do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico;
V - das demais instituições financeiras públicas e privadas.

O arcabouço estrutural previsto na Lei nº 4.595/64 não sofreu grandes alterações ao longo dos anos, nem mesmo com a promulgação da Constituição Federal, de 1988 (FIGUEIREDO, 2009, p. 10).

Na ocasião da sua sanção, a Lei nº 4.595/64 foi importante para revitalizar o setor financeiro e o próprio mercado. Entretanto, após quase seis décadas, encontra-se em descompasso com a evolução da economia, as relações internacionais e o papel essencial que dita a política monetária (ABRÃO, 2018).

A seguir, serão listadas as competências do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, órgão normativo e supervisor do SFN, respectivamente, além de apresentadas demais entidades pertencentes ao sistema.

5.2.1 Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional foi criado pela Lei nº 4.595/64 em substituição ao Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito, e é composto por três membros: o Ministro da Economia, que o preside, o Presidente do Banco Central e o Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia. Sua finalidade é formular a política da moeda e do crédito, tendo como objetivo o progresso econômico e social do País.

O art. 3º da Lei nº 4.595/64 estabelece que o CMN terá os seguintes objetivos: adaptar o volume dos meios de pagamento às necessidades da economia; regular o valor interno e externo da moeda e também o equilíbrio no balanço de pagamentos; orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

O art. 4º da Lei nº 4.595/64 atribui uma série de competências ao CMN para atingir os objetivos listados anteriormente, condicionando a sua atuação a diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República. Fazem parte deste amplo conjunto de competências: autorizar emissão de papel-moeda; fixar diretrizes e normas da política cambial; disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas; regular a constituição, funcionamento e fiscalização daqueles que exercerem atividades subordinadas à Lei nº 4.595/64; limitar taxas de juros, descontos, comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros; determinar um limite de crédito que as instituições financeiras poderão emprestar a um mesmo cliente ou grupo de empresas; expedir normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras; regulamentar as operações de redesconto e de

empréstimo; disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos.

A partir da listagem de objetivos e competências previstos na Lei nº 4.595/64, percebe-se que o CMN constitui-se como um órgão de caráter normativo dentro do Sistema Financeiro Nacional, sendo responsável por disciplinar, regulamentar e estabelecer políticas públicas para o setor (FIGUEIREDO, 2009, p. 10).

Também são considerados órgãos de caráter normativo no Sistema Financeiro Nacional o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).

5.2.2 Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia, criada pela Lei nº 4.595/64 em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito, administrado por uma diretoria de cinco membros escolhidos pelo CMN, e possui a atribuição de cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Possui competências privativas, tais como: emissão de papel-moeda nas condições e limites autorizados pelo CMN; fixar o percentual dos recolhimentos compulsórios para as instituições financeiras; receber tanto os recolhimentos compulsórios quanto os voluntários; realizar operações de redesconto e empréstimos a instituições financeiras bancárias; exercer o controle do crédito; exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas em lei; exercer a regulação das instituições financeiras no País na forma de concessão de autorização para que possam, por exemplo, funcionar, instalar ou transferir suas sedes ou dependências, serem transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas, alterar seus estatutos, alienar ou transferir o controle acionário; estabelecer condições para a posse e para o exercício de quaisquer cargos de administração de instituições financeiras privadas.

Em caráter não privativo, cabe ao Banco Central, dentre outras atividades: atuar no mercado cambial para garantir seu funcionamento regular;

regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que interfiram nesses mercados (ABRÃO, 2018).

Assim, constitui-se como uma entidade de caráter supervisor dentro do Sistema Financeiro Nacional, encarregado de realizar e executar as atividades de regulação estatal do setor (FIGUEIREDO, 2009, p. 11).

Também são consideradas entidades de caráter supervisor no Sistema Financeiro Nacional a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (Susep) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).

5.2.3 Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Social e demais instituições financeiras públicas e privadas.

A Lei nº 4.595/64 também prevê como entidades constituintes do SFN o Banco do Brasil S. A., o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e demais instituições financeiras públicas e privadas.

O Banco do Brasil é uma sociedade de economia mista, sujeita ao controle da União, cujas estrutura e atuação sofreram modificações introduzidas pela Lei nº 4.595/64, conferindo-lhe o papel de agente financeiro do Tesouro Nacional e principal executor dos serviços bancários de interesse do Governo Federal, inclusive suas autarquias. Compete ao Banco do Brasil, dentre diversas atribuições previstas no diploma legal, difundir e orientar o crédito, inclusive as atividades comerciais, suplementando a ação da rede bancária no financiamento das atividades econômicas, das exportações e das importações (ABRÃO, 2018).

O Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) é o principal agente da política de investimentos do Governo Federal e, para tanto, atua por meio de fundos específicos: Fundo de Desenvolvimento da Produção (Fundepro), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame), Fundo Especial para o Capital de Giro (Fungiro) e Programa de Financiamento da Pequena e Média Empresa (Fipeme) (ABRÃO, 2018).

As demais instituições financeiras públicas consistem em bancos públicos, mantidos pelos Governos Federal ou estaduais, para a execução da

política de crédito do respectivo Governo. A sua existência consiste na manifestação mais visível do intervencionismo estatal no setor financeiro (ABRÃO, 2018).

Por fim, compõem o SFN as instituições financeiras privadas, como bancos comerciais, sob a forma de sociedades anônimas, e cooperativas de crédito (ABRÃO, 2018). Nesta categoria também se incluem as *fintechs* de crédito, sob a forma de sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas.

A seguir, a Figura 1 apresenta a composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional.

Figura 1 – Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional



*Dependendo de suas atividades, corretoras e distribuidoras de títulos também são fiscalizadas pela CVM.

**As instituições de pagamento não compõem o SFN, mas são reguladas e fiscalizadas pelo BCB, conforme diretrizes estabelecidas pelo CMN.

5.3 Regulação do Sistema Financeiro Nacional

O setor financeiro, pela sua importância para a economia de um país, precisa ter estabilidade e confiabilidade, além de ter capacidade de resposta adequada às crises inerentes ao modelo capitalista adotado pela maior parte dos países no mundo. Adicionalmente, é um setor que inova a todo momento, na busca de soluções mais eficientes e dinâmicas para o atendimento dos interesses público e privado.

Um dos grandes desafios do direito regulatório se apresenta na adequação das normas à realidade, na velocidade com que a realidade se transforma. Nas palavras de Aranha (2014):

O componente inovador de *transformação constante* do sentido das disposições normativas para atualização do sistema jurídico à *realidade existencial* foi sobremaneira incrementado nas últimas décadas em razão do fator *velocidade*".

Assim, é papel do direito acompanhar a realidade, em constante transformação, não sendo recomendável cogitar uma legislação rígida, em especial ao se regular setores complexos cuja característica central é a constante mudança nos fatores que ditam os rumos do setor (ARANHA, 2014). Especificamente no setor financeiro, a enorme rapidez com que ocorrem os fatos da vida econômica e financeira dificulta o acompanhamento das mudanças por meio de edição de normas do Poder Legislativo (ABRÃO, 2018).

Para tanto, no Brasil, a regulação do Sistema Financeiro Nacional estrutura-se a partir do texto constitucional e dos diplomas legislativos, apresentando princípios norteadores que regem a elaboração de normas infralegais pelos órgãos normativos do sistema. Assim, o direito regulatório, na esfera financeira, tem capacidade de acompanhar os fatos a partir de normas de elaboração mais rápida e menos complexa que o processo legislativo tradicional (ABRÃO, 2018).

Como órgão normativo do SFN, o CMN disciplina, regulamenta e estabelece as políticas públicas para o setor. Suas decisões são tornadas

públicas por meio da edição de resoluções, constituindo-se, sob a ótica do Direito Administrativo, exercício de poder regulamentar.

Por sua vez, por força do art. 9º da Lei nº 4.595/64, cabe ao Banco Central do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo CMN.

Importante discussão jurídica e doutrinária reside na legitimidade e juridicidade de tais resoluções.

Existem correntes doutrinárias que entendem ser a atividade regulamentar juridicamente irrelevante por se tratar de uma atividade totalmente incapaz de alterar o ordenamento jurídico (ROMAN, 2009, p. 57). Entretanto, na prática da regulação financeira, esta concepção do poder regulamentar não se observa, tendo em vista que resoluções do CMN, por exemplo, apresentam-se como atos relevantes para o direito material, além de serem claramente eficazes, pois as entidades reguladas, em geral, dispõem-se a atender às determinações decorrentes de tais atos normativos (ROMAN, 2009, p. 58).

O Supremo Tribunal Federal (STF) já se pronunciou sobre o tema, conforme análise dos precedentes em sequência.

Ainda na década de 70, o STF publicou a Súmula nº 596 afirmando que as disposições do Decreto 22.626/1933 (Lei da Usura) não seriam aplicáveis às taxas de juros e aos outros encargos cobrados pelas instituições públicas ou privadas integrantes do Sistema Financeiro Nacional, permanecendo válidas as normas editadas pelo CMN. De acordo com Rocha (2004, p. 150):

A nova súmula [596] pode ser entendida como um reconhecimento implícito da competência normativa das autoridades monetárias. O STF passou a aceitar, portanto, que o CMN e o BCB editassem normas sobre as taxas de juros, sua capitalização, cobrança de comissões e qualquer outro aspecto da concessão de crédito.

Após a promulgação da Constituição Federal de 1988, o Supremo Tribunal Federal debruçou-se sobre a fixação de juros aplicáveis ao Sistema Financeiro Nacional na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4-7/DF, quando entendeu que permanecia válida a atribuição de funções normativas ao CMN neste quesito ao determinar a não aplicabilidade imediata do § 3º do art. 192

do texto constitucional que, como já se destacou neste trabalho, fixava um teto de doze por cento ao ano para juros reais (ROMAN, 2009, p. 90).

Outro relevante precedente surgiu no âmbito do Conflito de Atribuições 35-1/RJ, ao decidir sobre disposições de normas genéricas de conduta para bancos privados perante os clientes fixadas por magistrado em medida liminar, em oposição às já fixadas pelo CMN e pelo Bacen. Segundo o voto do Min. Rel. Sidney Sanches:

Esse poder de criar o direito material é, em princípio, do Legislativo, segundo as competências constitucionalmente distribuídas, cabendo, em outros casos, delegação de poderes normativos complementares a órgãos administrativos, que os exercem como atribuições. É o que acontece com o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, no campo ora focalizado. (STF – Tribunal Pleno - CA 35-1/RJ – Relator: Min. Sydney Sanches – Publicação: 01/12/1989).

Também cabe destacar o precedente estabelecido na Ação Direta de Inconstitucionalidade 2.591-1/DF, que tratou da sujeição das instituições financeiras ao Código de Defesa do Consumidor, quando o Supremo Tribunal Federal manifestou que:

O Conselho Monetário Nacional é titular de capacidade normativa – a chamada capacidade normativa de conjuntura – no exercício da qual lhe incumbe regular, além da constituição e fiscalização, o funcionamento das instituições financeiras, isto é, o desempenho de suas atividades no plano do sistema financeiro. (STF – Tribunal Pleno - ADI 2591-1/DF – Relator: Min. Carlos Velloso – Redator do Acórdão: Min. Eros Grau – Publicação: 29/09/2006).

Diante de tais precedentes, é possível concluir que o Supremo Tribunal Federal tem dado suporte ao exercício da função regulamentar pelos órgãos de regulação do mercado financeiro, afirmando que não há abuso no exercício do poder regulamentar quando a lei indica a finalidade da regulamentação, além de definir o direito material ou os princípios do setor regulamentado (ROMAN, 2009, p. 91).

Ainda sobre este assunto, é importante destacar que o Poder Executivo enviou ao Congresso Nacional, em dezembro de 2019, o Projeto de Lei Complementar nº 281, de 2019, que dispõe sobre os regimes de resolução das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, pela

Superintendência de Seguros Privados e pela Comissão de Valores Mobiliários.

De acordo com a justificativa que acompanha o projeto de lei, a iniciativa se insere em um conjunto de compromissos externos assumidos pelo Brasil no âmbito do G-20 como resposta à crise financeira global iniciada em 2008, que expôs importantes fraquezas dos sistemas financeiros modernos. Este compromisso conjunto tem como objetivo:

(...) propor instrumentos para evitar a repetição dos eventos que ocorreram em diversas partes do mundo, onde as quebras de instituições sistemicamente importantes levaram à necessidade de fortes intervenções fiscais por parte de governos nacionais para restaurar a estabilidade financeira e acalmar os mercados, de modo a evitar o colapso do sistema financeiro e crises econômicas de maiores proporções em suas jurisdições.

Atualmente, o projeto de lei está aguardando a constituição de comissão temporária na Câmara dos Deputados.

6 RESOLUÇÕES CMN Nº 4.656, Nº 4.657 E Nº 4.707

Até recentemente, toda *start-up* que almejasse atuar no sistema financeiro brasileiro teria que operar necessariamente em regime de correspondente bancário associado a uma instituição financeira tradicional.

Esta regra, apesar de não ter limitado o aparecimento das *fintechs*, conforme visto anteriormente nos mapeamentos do FintechLab, demonstrava a ausência de regulação específica para um mercado que estava surgindo.

Em abril de 2018, entretanto, o panorama mudou a partir da publicação das Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657, quando se permitiu o funcionamento no país de dois tipos de *fintechs* de crédito: a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP).

Posteriormente, em dezembro de 2018, foi publicada a Resolução CMN nº 4.707, que abriu a possibilidade para atuação de *fintechs* no mercado de antecipação de recebíveis.

A edição destas resoluções representou um marco importante para a indústria das *fintechs* no Brasil ao trazer regulamentação para um mercado em franca ascensão e que já é responsável pela movimentação de uma parcela importante dos recursos do setor financeiro brasileiro. A seguir, serão analisados os principais pontos introduzidos por estas resoluções.

6.1 Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018

O Conselho Monetário Nacional, ao publicar a Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018, teve como objetivo regular a atuação de empresas que atuam na concessão de crédito por meio de plataformas digitais.

Este normativo criou duas modalidades de instituições financeiras, a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), estabelecendo os requisitos e procedimentos necessários para sua atuação, além de tratar das operações de crédito realizadas por meio de plataformas eletrônicas. O seu art. 1º trata do objeto e do âmbito de aplicação da resolução:

Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre a sociedade de crédito direto (SCD) e a sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP), disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições.

O capítulo III da Resolução CMN nº 4.656, nos arts. 3º a 6º, traz disposições específicos sobre a SCD.

O art. 3º, caput, define a SCD como uma instituição financeira que tem como objeto a realização de operações de empréstimo, financiamento e aquisição de direitos de crédito exclusivamente por meios digitais. Os recursos financeiros necessários para essas operações devem ter origem exclusiva no capital próprio da empresa.

O § 1º do art. 3º lista um conjunto de operações adicionais permitidas às SCD, como realização de análise de crédito e cobrança de crédito para terceiros, emissão de moeda eletrônica e emissão de instrumento de pagamento pós-pago – cartão de crédito. Ainda, a SCD pode atuar como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado às operações de empréstimo, financiamento e aquisição de direitos de crédito, segundo regulamentação do Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP.

O § 2º do art. 3º determina que a instituição financeira criada na forma de SCD deve possuir a expressão “Sociedade de Crédito Direto” na sua denominação, sendo vedado o uso de denominação ou nome fantasia, inclusive em língua estrangeira, que contenha termos característicos das demais instituições do SFN.

O art. 4º dispõe que a SCD deve fazer uso de critérios consistentes, verificáveis e transparentes sobre aspectos relevantes para avaliação do risco de crédito ao selecionar seus clientes, e o art. 5º apresenta duas vedações à sua atuação: captar recursos do público, exceto por meio de emissão de ações; e participar de capital de instituição financeira.

Por fim, o art. 6º estabelece as formas de financiamento de operações que podem ser utilizadas pelas SCD, numa lista exaustiva. Primeiro, pela venda ou cessão de créditos relativos às suas operações para instituições financeiras, para fundos de investimento de investidores qualificados conforme definição da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e para companhias

securitizadoras que distribuam ativos securitizados exclusivamente a investidores qualificados conforme definição da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Segundo, pela obtenção de recursos para concessão de créditos em operações de repasses e de empréstimos originários do Banco Central de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

O capítulo IV da Resolução CMN nº 4.656 traz disposições sobre a SEP nos seus arts. 7º a 24º.

O art. 7º define a SEP como a instituição financeira que tem como objeto a realização de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, conhecido como empréstimo P2P. A resolução também permite à SEP realizar análise de crédito e cobrança de crédito para terceiros, emissão de moeda eletrônica e atuar como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado aos empréstimos P2P, de acordo com a regulamentação do CNSP. Diferentemente das SCD, não foi permitido às SEP emitir cartão de crédito. Em regramento similar à SCD, a SEP deve possuir a expressão “Sociedade de Empréstimo entre Pessoas” na sua denominação, sendo vedado o uso de denominação ou nome fantasia, inclusive em língua estrangeira, que contenha termos característicos das demais instituições do SFN.

Os arts. 8º a 13º tratam das operações permitidas às SEP, caracterizando-as como intermediação financeira por meio de plataforma eletrônica.

Podem ser credores nestas operações: pessoas naturais; instituições financeiras; fundos de investimento de investidores qualificados conforme regulamentação da CVM; companhias securitizadoras que distribuam ativos securitizados exclusivamente a investidores qualificados conforme definição da Comissão de Valores Mobiliários – CVM; pessoas jurídicas não financeiras, exceto companhias securitizadoras não enquadradas na hipótese anterior. Podem ser devedores as pessoas naturais ou jurídicas, residentes e domiciliadas no Brasil.

A resolução estabelece, no seu art. 11º, os procedimentos que devem ser observados pela SEP, em sequência, para a realização das operações de intermediação financeira. São eles: manifestação de vontade dos envolvidos; disponibilização dos recursos à SEP pelos credores; emissão ou celebração

do crédito com os devedores; emissão ou celebração do crédito com os credores; e transferência dos recursos aos devedores pela SEP. Em seguida, lista um conjunto mínimo de questões que devem ser tratadas nas cláusulas dos instrumentos de emissão ou celebração do crédito: condições da operação; direitos e deveres de devedores, credores e SEP; informações sobre garantias; condições de transferência, entre outros.

Por sua vez, o art. 13º estabelece prazos para transferências dos recursos da operação, determinando que sejam segregados dos recursos próprios da SEP.

Em seguida, a resolução traz um conjunto de vedações à SEP, tais como: realizar operações de empréstimo ou financiamento com recursos próprios; participar do capital de instituições financeiras; antecipar transferências entre credores e devedores, entre outras.

O art. 16 da resolução, ao tratar de limites, estabelece que o mesmo credor não pode contratar com o mesmo devedor, na mesma SEP, operações cujo valor nominal ultrapasse R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), além de permitir que a SEP estabeleça outros limites para suas operações.

Os arts. 17 a 20 tratam do dever de informação, e determinam que a SEP divulgue e mantenha atualizadas informações sobre a natureza e complexidade das operações contratadas e dos serviços ofertados, permitindo ampla compreensão sobre o fluxo financeiro e riscos assumidos. Estas informações devem obrigatoriamente constar de contratos, materiais de publicidade e demais documentos destinados aos usuários. Exige também que seja informado aos potenciais credores os fatores que têm influência sobre a taxa de retorno esperada, incluindo dados sobre os fluxos de pagamentos esperados, taxas de juros, tributos, tarifas, seguros, demais despesas, e efeitos derivados de eventual inadimplência do devedor. É dever da SEP divulgar mensalmente a inadimplência média e realizar análise do perfil de risco de potenciais credores.

Ainda no capítulo correspondente a atuação da SEP, a Resolução CMN nº 4.656 determina que ela deve: utilizar modelo de análise de crédito capaz de fornecer indicadores imparciais para os potenciais credores sobre o risco das operações; selecionar potenciais devedores com base em critérios consistentes, verificáveis, transparentes e que contemplem aspectos

relevantes para avaliação do risco de crédito; e monitorar as operações. Por fim, prevê a possibilidade da cobrança de tarifas referentes às operações de empréstimos e financiamentos de acordo com uma política condizente com a viabilidade econômica de tais operações.

O capítulo V da Resolução CMN nº 4.656, que abrange os arts. 25 a 41-A, traz as disposições comuns às SCD's e às SEP's.

Ambas as instituições devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima e com capital social mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), que deve ser integralizado e recolhido ao Banco Central do Brasil como um dos requisitos para o exame de pedido de autorização para funcionamento.

O art. 27 contém regras sobre a possibilidade de que o controle societário da SCD ou da SEP seja exercido por fundo de investimento, tanto de forma isolada ou em conjunto com pessoa ou grupo de pessoas, e estabelece que um fundo constituído no exterior só pode exercer controle de forma isolada se houver autoridade supervisora responsável por sua fiscalização.

Os arts. 28 a 31 tratam do processo de autorização de funcionamento, que deve ser prévio e atender os seguintes requisitos: realização do ato societário de constituição; integralização e recolhimento do capital social ao Banco Central do Brasil; e eleição ou nomeação dos membros dos órgãos estatutários. O art. 31 contém uma lista de documentos que devem acompanhar o requerimento de autorização para funcionamento, tais como: justificativa fundamentada; documentação de controladores; comprovação da origem dos recursos utilizados; autorizações de acesso e fornecimento de informações a órgãos estatais, como o próprio Banco Central do Brasil e a Receita Federal.

Os arts. 32 a 35 versam sobre o cancelamento da autorização para funcionamento, que ocorrerá em caso de dissolução das sociedades ou mudança de objeto social que descaracterize a atuação como integrante do SFN ou a pedido, por meio de deliberação em assembleia geral e instrução do processo perante o Banco Central do Brasil.

O Banco Central tem a faculdade de condicionar o cancelamento a pedido de uma SEP à transferência das operações para outra SEP. Ademais, no seu papel de regulador, o Bacen poderá cancelar a autorização de

funcionamento da SCD ou da SEP a qualquer tempo, se constatar a falta de prática habitual das operações pela sociedade, inatividade operacional, não localização da instituição no endereço informado ou interrupção do envio de demonstrativos ao Bacen por mais de quatro meses sem motivo justificado.

A seguir, a resolução trata de transferência do controle societário e de reorganização societária nos arts. 36 e 37, e exige a autorização do Bacen para que sejam concretizadas. Estabelece as condições a serem observadas, e que dependem do pedido: nos casos de fusão, cisão, incorporação ou mudança de objeto social, é necessário apresentar justificativa para operação; nos casos de transferência de controle societário por acordo de acionistas, herança, entre outros motivos, é necessário apresentar os documentos e atender as condições previstas para o processo de autorização, com exceção da justificativa fundamentada.

O art. 38 trata da comunicação de alteração em participação qualificada, estabelecendo o prazo de quinze dias para comunicação ao Bacen, contados do respectivo ato.

Os arts. 39 a 41-A apresentam demais disposições comuns às SCD's e SEP's, tais como: atribuição ao Bacen do poder para solicitar documentos e informações adicionais, bem como para convocar controladores e administradores para esclarecimentos, além do poder de indeferir os pedidos previstos na resolução quando verificar falsidade nas declarações, discrepâncias, existência de fatos que podem afetar a reputação dos integrantes do grupo de controle das sociedades, dentre outras situações, sendo necessário a concessão de prazo para contestação de eventual indeferimento; previsão da possibilidade de arquivamento dos pedidos, pelo Bacen, quando não forem atendidas as solicitações de informação e esclarecimento relativas ao processo; obrigação do Bacen de divulgar determinadas informações relativas a pedidos de interesse das SCD's e SEP's.

O último capítulo da Resolução CMN nº 4.656 apresenta as disposições finais que, em linhas gerais, alteram demais resoluções do CMN para que suas determinações passem a valer para as duas novas modalidades de instituições financeiras.

Diante do exposto, conclui-se que a Resolução CMN nº 4.656 buscou regulamentar a atuação de *fintechs* de crédito, estabelecendo requisitos e

procedimentos necessários para sua habilitação, disciplinando suas operações e atribuindo ao Bacen o papel de agente regulador para esse escopo específico.

6.2 Resolução CMN nº 4.657, de 26 de abril de 2018

Conforme visto anteriormente, a Resolução CMN nº 4.656 introduziu duas novas modalidades de instituições financeiras que devem ter como objeto a realização de operações de crédito exclusivamente por meio de plataforma eletrônica. Na mesma ocasião, foi publicada a Resolução CMN nº 4.657 com regras de regulação prudencial para essas novas modalidades de instituições.

Primeiramente, é importante destacar que, de acordo com a Resolução CMN nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil são classificadas em cinco segmentos distintos, com o objetivo de aplicação proporcional da regulação prudencial. Esta classificação leva em consideração o porte e a atividade internacional das instituições que compõem cada um dos segmentos.

O Segmento 5 (S5) é aquele que reúne instituições com perfil de risco simplificado e que, portanto, implementam uma estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos. Segundo a Resolução CMN nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017, este segmento é composto:

(...) pelas instituições de porte inferior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB que utilizem metodologia facultativa simplificada para apuração dos requerimentos mínimos de Patrimônio de Referência (PR), de Nível I e de Capital Principal, exceto bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio e caixas econômicas.

Por sua vez, a Resolução CMN nº 4.606, de 19 de outubro de 2017, trata da metodologia facultativa simplificada para apuração dos requerimentos mínimos de Patrimônio de Referência Simplificado, definindo quais são os requisitos para que uma instituição possa optar por esta metodologia e adiciona requisitos extras para a estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos definida na Resolução CMN nº 4.557.

Assim, percebe-se que o modelo de regulação prudencial vigente procura adequar os requisitos exigidos e o grau de complexidade da própria regulação de maneira que as instituições de menor risco e de menor porte não incorram em custos de conformidade prudencial desproporcionais, que inviabilizem o negócio.

Neste sentido, a Resolução CMN nº 4.657 introduziu alterações à Resolução CMN nº 4.606 para enquadrar as SCD's e SEP's, em termos de regulação prudencial, no Segmento 5, por considerá-lo o mais adequado ao porte e risco destas novas instituições financeiras (SOKI, 2019, p. 72), tendo como consequência um processo regulatório mais simples, de forma a não se constituir como barreira de entrada para a criação de novas instituições financeiras nesses moldes.

6.3 Resolução CMN nº 4.707, de 19 de dezembro de 2018

As Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657 se apresentam como o primeiro passo para uma regulação específica da indústria das *fintechs* no Brasil. A sua edição trouxe maior segurança jurídica e melhorou o ambiente de negócios para estas empresas (SOKI, 2019, p. 71), que passaram a poder operar de forma autônoma, e não mais sob a forma de correspondente bancário de uma instituição financeira tradicional.

A Resolução CMN nº 4.707, de 19 de dezembro de 2018, não trata especificamente de *fintechs* de crédito, mas é um excelente exemplo de como a regulamentação introduzida por meio das resoluções supracitadas contribuiu para segurança jurídica e aumentou as possibilidades de negócio para as *fintechs* de crédito.

Esta resolução estabelece condições e procedimentos para a realização, por instituições financeiras, de operações de crédito vinculadas a recebíveis de arranjo de pagamento. Esta operação é usada por lojistas, geralmente, na gestão de curto prazo do caixa, pois permite a contratação de crédito mais barato, tendo em vista que o risco é reduzido pelas garantias proporcionadas pelos recebíveis. Tais operações são oferecidas, em geral,

pelos bancos comerciais ou empresas de fomento (*factorings*) (MACHADO e RIBEIRO, 2018, p. 25).

Assim, do disposto pela Resolução CMN nº 4.707, combinado com a Resolução nº 4.656, conclui-se que, ao se caracterizarem oficialmente como instituições financeiras, as *fintechs* de crédito passaram a ter acesso a um mercado de crédito que anteriormente estava restrito aos bancos e *factorings*, trazendo mais concorrência ao setor e, conseqüentemente, possibilitando a redução do custo do crédito na economia.

7 COINCIDÊNCIAS, AUSÊNCIAS E DIVERGÊNCIAS ENTRE AS RESOLUÇÕES CMN E O MODELO REGULATÓRIO POR OBJETIVOS

A ascensão da indústria das *fintechs* no Brasil nos últimos anos levou os órgãos responsáveis pela regulação a introduzir mudanças no ambiente regulatório do setor financeiro, com destaque para as Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657 que, em linhas gerais, tiveram o objetivo de regular a atuação de empresas que atuam na concessão de crédito por meio de plataformas digitais e de dispor sobre seu enquadramento nos segmentos de regulação prudencial.

Estas modificações infralegais contribuíram para melhorar o ambiente de negócios e proporcionar segurança jurídica para a operação desta nova indústria, sem, entretanto, alterar a estrutura institucional regulatória vigente no Brasil, que permanece com um modelo setorial em que há um regulador específico para cada tipo de mercado.

De toda forma, será realizada uma análise para identificar coincidências, ausências e divergências entre a regulação estabelecida nas resoluções do CMN, o modelo regulatório por objetivos e estratégias específicas de regulação de *fintechs* propostas por Magnuson (2018, p. 1214).

O modelo regulatório por objetivos analisado neste trabalho, também conhecido como *twin peaks*, é uma proposta de estrutura institucional regulatória para o sistema financeiro que prevê a existência de dois reguladores com objetivos distintos: (a) integridade de conduta no mercado e proteção do consumidor; (b) regulação prudencial e estabilidade do sistema financeiro.

Conforme já visto, a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) está prevista na Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e não sofreu grandes alterações ao longo dos anos, nem mesmo com a promulgação da Constituição Federal, de 1988.

É uma estrutura pensada para regular o sistema financeiro da década de 60, bastante distinto do atual, com produtos menos complexos, menor

interconectividade entre as instituições financeiras e funcionamento praticamente analógico. Esta estrutura de regulação setorial prevê que quatro órgãos supervisores distintos atuem na regulação de quatro mercados: o Banco Central do Brasil (Bacen) supervisor do mercado de crédito; a Comissão de Valores Imobiliários (CVM), supervisora do mercado de capitais; a Superintendência de Seguros Privados (Susep), supervisora do mercado de seguros; e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), supervisora do mercado de previdência privada.

Para que haja uma modificação na estruturação institucional regulatória para o setor financeiro, abandonando a abordagem setorial em busca de uma estrutura regulatória por objetivos, é necessária a edição de uma lei complementar, conforme prescreve o art. 192 da Constituição Federal, de 1988.

Assim, não se vislumbra a possibilidade de que uma mudança estrutural de tal magnitude se dê por meio de resoluções do Conselho Monetário Nacional, por mais liberdade que se possa atribuir ao exercício da função regulamentar aos órgãos de regulação do setor financeiro. Esta deve ser uma atribuição do Congresso Nacional, o fórum adequado para a discussão de uma transformação tão profunda na regulação do SFN.

De toda forma, é importante destacar alguns pontos relevantes introduzidos pelas Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657 sob a ótica dos problemas que o modelo de regulação por objetivos procura enfrentar.

Primeiramente, o escopo das resoluções limita-se a *fintechs* de crédito, enquanto o modelo regulatório por objetivos preconiza a importância de um único regulador prudencial com o objetivo de trazer estabilidade sistêmica. Tal limitação no escopo de atuação do regulador é uma limitação no controle do risco sistêmico, tendo em vista que existem *fintechs* – e outras instituições financeiras – com atuação em diversas áreas além do mercado de crédito, e que contribuem para adicionar risco a todo o SFN.

Desta forma, não existe um único regulador prudencial com a visão completa do sistema financeiro, como propõe o modelo regulatório por objetivos, tornando mais complexa a tarefa de identificar e tratar eventuais riscos com potencial de afetar todo o sistema.

Outra consequência deste escopo reduzido é a limitação de atuação das novas modalidades de instituições financeiras previstas na Resolução CMN nº 4.656. Ao passo que a limitação de atuação restrita ao mercado de crédito contribui para um melhor controle de riscos, tal determinação pode se mostrar um entrave ao desenvolvimento de produtos inovadores inerente a este tipo de indústria, que poderia combinar crédito, valores mobiliários e seguros, por exemplo, em um único produto.

Em segundo lugar, percebe-se que as Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657 tratam tanto de integridade de conduta e proteção do consumidor quanto de regulação prudencial e estabilidade do sistema financeiro.

A determinação para conter na denominação das instituições as expressões “Sociedade de Crédito Direto” ou “Sociedade de Empréstimos entre Pessoas”, com vedação ao uso de termos característicos das demais instituições financeiras, é, dentre outras coisas, uma forma de transparecer para o consumidor o tipo de instituição que está oferecendo o serviço. Além disso, ao estipular cláusulas mínimas de informação nos instrumentos de celebração das operações intermediadas pelas SEP’s, como também o seu dever de prestar informações aos credores e devedores, previsto nos arts. 17 a 20, a Resolução CMN nº 4.656 estabelece regras com o intuito de informar e, em última instância, proteger o consumidor.

Adicionalmente, a Resolução CMN nº 4.656 contém determinações para seleção de clientes por meio de avaliação de risco de crédito, uso de modelo de análise de crédito, limites para concessão de empréstimos entre pessoas, capital mínimo de R\$ 1 milhão, possibilidade de securitização das operações, entre outras. São regras de regulação prudencial com o objetivo de limitar a exposição a riscos nas operações de crédito realizadas pelas SCD’s e SEP’s.

Assim, percebe-se que habitam o mesmo normativo regras de proteção ao consumidor e regras de regulação prudencial, cabendo a uma única instituição, o Bacen, supervisionar o seu cumprimento. O modelo regulatório por objetivos entende que a concentração das duas atribuições em um único regulador tem dois aspectos negativos relacionados: internalização de conflitos entre objetivos e potencial sobreposição de objetivos.

A seguir, cabe analisar alguns pontos positivos introduzidos por meio das Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657 que se relacionam com as

estratégias específicas de regulação das *fintechs* propostas por Magnuson (2018, p. 1214): produção de informação de qualidade, limitação de contágio, autorregulação da indústria e cooperação internacional.

Em relação à produção de informação, a Resolução CMN nº 4.656 estabelece diversos requisitos para os processos de autorização de funcionamento ou seu cancelamento e transferência de controle ou reorganização societária. Inclusive, concede poderes ao Bacen de solicitar quaisquer documentos e informações que julgar necessários, ou até convocar controladores e administradores para entrevistas, prestar esclarecimentos e fornecer informações adicionais. Ainda prevê que em situações mais drásticas, pode o Bacen cancelar a autorização para funcionamento se houver interrupção, por mais de quatro meses, sem motivo justificado, do envio dos demonstrativos exigidos.

Ademais, foi adotado um processo regulatório mais simples ao enquadrar as SCD's e SEP's no segmento S5 de regulação prudencial, por ser mais adequado ao porte e risco destas novas instituições financeiras. Desta forma, os encargos administrativos para a operação das *fintechs* são atenuados, tendo em vista que, devido ao menor porte, teriam dificuldades em atender os mesmos requisitos prudenciais aplicados a grandes instituições financeiras.

A Resolução CMN nº 4.656 contém algumas regras que contribuem para limitar o contágio em casos de choques adversos na economia. Como exemplo, é possível destacar a vedação, tanto à SCD quanto à SEP, de participarem do capital de instituições financeiras, o que em si já reduz a interconectividade entre estas instituições. Outro exemplo está na regra prevista no art. 34, que permite ao Bacen condicionar o cancelamento de autorização de funcionamento da SEP à transferência para outra SEP das suas operações.

Já sobre a terceira estratégia, a autorregulação da indústria, não se vislumbrou nos normativos incentivos neste sentido.

Por fim, atividades de cooperação internacional não foram previstas nos normativos analisados. Entretanto, o Bacen tem realizado ações nesta direção, conforme demonstrou o seu Relatório da Administração de 2018, que trouxe informação sobre a assinatura de um acordo de cooperação com o Banco

Central de Hong Kong, tendo como foco as *fintechs* e o objetivo de “incentivar e permitir a inovação em serviços financeiros em ambos os mercados e apoiar a expansão local de empresas inovadoras oriundas de outra jurisdição”.

Na página seguinte, é apresentado um quadro comparativo entre a regulação por objetivos e a realidade institucional brasileira vigente no ano de 2020, em que se procura apresentar os principais pontos abordados neste trabalho.

QUADRO 1 – Comparação entre o modelo regulatório por objetivos e a realidade institucional regulatória do SFN vigente no Brasil em 2020

Aspecto da regulação	Modelo regulatório por objetivos	Realidade institucional vigente no Brasil em 2020
Regulação prudencial e estabilidade do sistema	Apenas um regulador.	Atribuição distribuída entre Bacen, CVM, Susep, Previc.
Regulador prudencial com visão completa do sistema financeiro	Sim.	Não há. Desta forma, cada regulador pode ter seu entendimento sobre risco sistêmico, não necessariamente convergentes.
Proximidade com a estrutura das instituições financeiras	Reflete novos arranjos institucionais privados, como os conglomerados.	Reflete um arranjo institucional de décadas atrás.
Capacidade de regular operações complexas, envolvendo diferentes mercados.	Sim.	Há dificuldade, além de haver o risco de invadir a jurisdição de outro regulador.
Integridade de conduta no mercado e proteção do consumidor	Apenas um regulador.	Atribuição distribuída entre Bacen, CVM, Susep, Previc, além de agências de proteção ao consumidor, como a Senacon e os Procons estaduais.
Fácil identificação do regulador de conduta por parte do consumidor	Sim.	Múltiplos reguladores tendem a confundir o consumidor.
Atuação do Regulador	Com base em objetivos claros, precisos e exclusivos.	Os objetivos se confundem e se sobrepõem.
Sobreposição e duplicação de regulação	Eliminada.	São necessárias fronteiras muito bem definidas para ser possível determinar o regulador de uma atividade. Situação improvável no estágio atual de evolução do sistema financeiro.
Conflitos entre objetivos regulatórios	Solução discutida na esfera pública e política.	Conflitos tendem a ser resolvidos internamente no regulador.
Prevalência de um objetivo regulatório sobre outro	Jamais internamente.	Potencial prevalência de um objetivo sobre outro a partir de decisão interna do regulador.

Fonte: elaborado pelo autor

8 CONCLUSÃO

A união entre finanças e tecnologia, duas das mais importantes indústrias do mundo, representa um importante estágio da evolução de ambos os setores e possibilita a entrega de novos produtos e serviços que buscam tornar mais eficiente a alocação de capitais. Em qualquer economia de mercado, a eficiência na alocação de capitais é fundamental para o desenvolvimento e aumento do bem-estar da sociedade.

A materialização desta maior integração entre finanças e tecnologia se dá, dentre outras formas, com o surgimento das *fintechs*, empresas que fazem uso intensivo de tecnologia para entregar eficientemente soluções e produtos financeiros inovadores a um baixo custo.

O surgimento e crescimento desta nova indústria se deu em um período pós crise financeira global de 2008. A crise teve como consequências a realização de reformas regulatórias ao redor do mundo para aumentar as exigências regulatórias de funcionamento das instituições tradicionais, a piora da reputação dos bancos, por terem sido associados às causas da crise e a subutilização de uma força de trabalho altamente qualificada, que passou a ser absorvida por empresas de tecnologia interessadas em atuar nas finanças.

Entretanto, as mudanças regulatórias realizadas em razão da crise financeira global tratam de enfrentar os problemas de instituições financeiras que levaram o mercado financeiro ao declínio em 2008, sem perceber que a oferta de serviços financeiros passa por uma transformação, migrando de um conjunto de instituições tradicionais e estabelecidas há décadas, para um mercado mais heterogêneo, pulverizado, que possui diversos novos atores dispersos globalmente.

Esta nova configuração institucional do sistema, que passa a contar com um número maior de atores, dos mais diversos portes, no fornecimento de serviços financeiros, constitui-se em uma fonte potencial de risco sistêmico para o setor e aumento na complexidade da supervisão pelo regulador.

Além disso, a ascensão das *fintechs* introduz novos riscos decorrentes da própria inovação que acompanha esta indústria, na forma de novos produtos, interdependências entre instituições e uso de tecnologias ainda não totalmente compreendidas pelo regulador. Em geral, são empresas pequenas,

mais vulneráveis a crises que instituições tradicionais, atuam em um mercado com assimetria de informação e possuem uma dinâmica competitiva que não serve de incentivo para um comportamento colaborativo entre si. Consequentemente, será demandado da regulação que se adapte à nova realidade, sob o risco de comprometimento da efetividade de todo o processo regulatório do setor financeiro.

Para tanto, uma das adaptações possíveis reside na revisão da estrutura institucional regulatória para o setor financeiro. Dentre os modelos adotados pelas jurisdições ao redor do mundo, a abordagem regulatória por objetivos aparentemente se apresenta como mais apta para lidar com estes novos desafios, tendo em vista sua capacidade de supervisionar o risco sistêmico de forma global, possuir objetivos claros, precisos e bem definidos, eliminar duplicações e sobreposições na regulação, além de melhor refletir as estruturas e negócios do atual estágio de evolução do sistema financeiro.

O Brasil, por sua vez, permanece com uma estrutura institucional regulatória para o Sistema Financeiro Nacional concebida na década de 60, que prevê a existência de um regulador específico para cada mercado do sistema financeiro. Entretanto, as fronteiras existentes entre os mercados de crédito, capitais, seguros e previdência já não se apresentam tão claramente, evidenciando que este modelo setorial não representa fielmente a realidade das instituições financeiras em operação no país.

De toda forma, buscando modernizar o marco regulatório nacional para tratar da regulação das operações das *fintechs* de crédito, o Conselho Monetário Nacional, órgão normatizador deste mercado específico, publicou, em abril de 2018, as Resoluções CMN nº 4.656 e nº 4.657. Estas novas resoluções se mostram importantes para aumentar a segurança jurídica e melhorar o ambiente de negócios das *fintechs* de crédito, que passaram a trabalhar de forma autônoma, enquadradas em um processo mais simples de regulação prudencial sob supervisão do Banco Central do Brasil.

Entretanto, o alcance limitado deste tipo de normativo não é suficiente para alterar a estrutura institucional regulatória do Sistema Financeiro Nacional e adequá-lo ao novo estágio de desenvolvimento das finanças privadas. Diante do rápido desenvolvimento observado nos últimos anos no sistema financeiro,

mostra-se razoável acreditar que, em breve, esta discussão será necessária, quando não imposta pela própria realidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRÃO, N. **Direito bancário**. 17. ed. São Paulo: Saraiva Educação SA, 2018. Não paginado.
- ARANHA, M. I. **Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório**. 2ª. ed. Coleford, UK: Laccademia Publishing, 2014. Não paginado.
- ARNER, D. W.; BARBERIS, J.; BUCKLEY, R. P. The evolution of Fintech: A new post-crisis paradigm? **Georgetown Journal of International Law**, v. 47, p. 1271-1319, 2015.
- AZARENKOVA, G. et al. The influence of financial technologies on the global financial system stability. **Investment Management and Financial Innovations**, 15(4), 2018. p. 229-238.
- BETTINGER, A. Fintech: A series of 40 time shared models used at Manufacturers Hanover Trust Company. **Interfaces**, v. 2, p. 62-63, 1972.
- FIGUEIREDO, L. V. O Sistema Financeiro e a Atualização Monetária no Brasil. In: JANTALIA, F. **A Regulação Jurídica do Sistema Financeiro Nacional**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2009. p. 3-34.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Regulatory sandbox. **Financial Conduct Authority**, Nov. 2015. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2020.
- GODWIN, A.; HOWSE, T.; RAMSAY, I. A Jurisdictional Comparison of the Twin Peaks Model of Financial Regulation. **Journal of Banking Regulation**, 18, n. 2, 2017. 103-131.
- JORGE, R. R. et al. O ecossistema de fintechs no Brasil. **Revista de Casos e Consultoria**, v. 9, n. 3, Set. 2018. p. e931.
- LEITE, K. V. B. S.; REIS, M. O Acordo de Capitais de Basileia III: Mais do mesmo? **Revista Economia**, Brasília, v. 14, n.1A, p. 159-187, jan/abr 2013.
- LLEWELLYN, D. Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues. In: FLEMING, A.; LLEWELLYN, D.; CARMICHAEL, J. **Aligning financial supervisory structures with country needs**. Washington DC: The World Bank, 2004. p. 17-92.
- MACHADO, T. B.; RIBEIRO, A. M. Antecipação de recebíveis nos bancos vrs factorings: uma análise das diferenças entre as taxas cobradas e suas possíveis causas. **Revista Catarinense de Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 17, n. 51, p. 23-40, mai/ago 2018.

- MAGNUSON, W. Regulating Fintech. **Vanderbilt Law Review**, v. 71, p. 1167-1226, 2018.
- MELO FILHO, A. R. C. D. Regulação financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?, 2018. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2018.
- MENDES, G. F.; BRANCO, P. G. G. **Curso de direito constitucional**. 13. ed. rev. e atual. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. Não paginado.
- NU PAGAMENTOS S.A. Demonstrações financeiras consolidadas do conglomerado prudencial, 2019. Disponível em: <https://nubank.com.br/docs/financial_statements/Nubank_consolidado_dez_2019.pdf>. Acesso em: 30 Abril 2020.
- PUGA, F. P. **Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial**, Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999. 51 p. (Textos para discussão ; 68). Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/13510>>.
- RAMOS, C. P. G. Fintech: uma introdução aos principais aspectos jurídicos do tema. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, v. 79/2018, p. 15-36, Jan. - Mar. 2018.
- ROCHA, J. P. C. V. D. **A Capacidade Normativa de Conjuntura no Direito Econômico**: o déficit democrático da regulação financeira. Tese de doutorado aprovada pela Faculdade de Direito da USP. Orientador: Eros Roberto Grau, 2004.
- ROMAN, F. J. A Função Regulamentar da Administração Pública e a Regulação do Sistema Financeiro Nacional. In: JANTALIA, F. **A Regulação Jurídica do Sistema Financeiro Nacional**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2009. p. 57-98.
- SCHMULOW, A. D. The four methods of financial system regulation: an international comparative survey. **Journal of Banking and Finance Law and Practice**, v. 26, nº 3, nov. 2015. p. 151-172.
- SCHUEFFEL, P. Taming the beast: a scientific definition of fintech. **Journal of Innovation Management**, v. 4, n. 4, p. 32-54, 2016.
- SOKI, E. A. Mercado de crédito para MPES - falhas e fintechs, 2019. Dissertação (Mestrado em Governança e Desenvolvimento) - Escola Nacional de Administração Pública, Brasília, 2019.
- TAYLOR, M. **"Twin Peaks"**: A Regulatory Structure for the New Century. London: Centre for the study of financial innovation, 1995.
- WALDROP, M. M. Computers amplify black monday. **Science**, v. 238, n. 4827, p. 602-604, Oct. 30 1987.

YOUNG, K. The Basel Committee on Banking Supervision. In: HALE, T.; HELD, D. **Handbook of Transnational Governance: Institutions and Innovations**. Cambridge: Polity, 2011. p. 39-44.

Jurisprudência, legislação e sites

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fcomposicao.asp>>. Acesso em: 12 out. 2020.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Fintechs**, 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>>. Acesso em: 03 mai. 2020.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório da Administração**, 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/Documents/ra2018-versao-impressao.pdf>>. Acesso em: 25 out. 2020.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 281/2019**. Dispõe sobre os regimes de resolução das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados e pela Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2236186>>. Acesso em: 20 ago. 2020. Texto Original.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017**. Brasília, DF.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.606, de 19 de outubro de 2017**. Brasília, DF.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018**. Brasília, DF.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.657, de 26 de abril de 2018**. Brasília, DF.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.707, de 19 de dezembro de 2018**. Brasília, DF.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 14 mai. 2020.

- BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm >. Acesso em: 16 mai. 2020.
- BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Súmula nº 596**. As disposições do Decreto 22.626/1933 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o Sistema Financeiro Nacional. Brasília, DF: Supremo Tribunal Federal [1977]. Disponível em: < <http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/menuSumarioSumulas.asp?sumula=2017> >. Acesso em: 26 jun. 2020.
- BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4-7/DF**. Relator Ministro Sydney Sanches. Brasília, DF: Supremo Tribunal Federal [1991]. Disponível em: < <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=266153> >. Acesso em: 26 jun. 2020.
- BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Direta de Inconstitucionalidade 2.591-1/DF**. Relator Ministro Carlos Velloso. Brasília, DF: Supremo Tribunal Federal [2006]. Disponível em: < <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=266855> >. Acesso em: 26 jun. 2020.
- BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Conflito de Atribuições nº 35-1/RJ**. Relator Ministro Sydney Sanches. Brasília, DF: Supremo Tribunal Federal [1989]. Disponível em: < <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=266153> >. Acesso em: 26 jun. 2020.
- FINTECHLAB. **Report 2017**. Disponível em:< http://fintechlab.com.br/wp-content/uploads/2017/02/Report_FintechLab_2017-2.pdf >. Acesso em: 07/09/2020.
- FINTECHLAB. **Radar FintechLab Brasil | 08.2020**. Disponível em:< <https://fintechlab.com.br/index.php/2020/08/25/edicao-2020-do-radar-fintechlab-detecta-270-novas-fintechs-em-um-ano/>>. Acesso em: 07/09/2020. Não paginado.