

Regulação Econômica de *Fintechs* de Crédito: perspectivas e desafios para abordagem regulatória

Levi Borges de Oliveira Veríssimo*

Introdução. 1 Fintechs: surgimento, características e classificação. 2 Fintechs no mercado de crédito brasileiro. 2.1 Panorama regulatório do mercado de crédito. 2.2 Fintechs como novos entrantes no mercado de crédito. 3 Desafios da regulação aplicável às fintechs de crédito. 3.1 Enfrentando os desafios: a recente regulação de fintechs de crédito pelo CMN. 4 Abordagens regulatórias estrangeiras. Conclusão. Referências.

Resumo

O presente estudo possui como tema a regulação econômica das *fintechs* de crédito, empresas que atuam no setor financeiro de maneira inovadora e exclusivamente por meio digital, cujo produto principal é a oferta de crédito. O objetivo da pesquisa é investigar a adequação do panorama regulatório aplicável a essas novas instituições financeiras, bem como avaliar a necessidade de criação de ferramentas regulatórias específicas para esses agentes. Por meio de revisão bibliográfica e utilização do método comparativo da legislação estrangeira, o artigo busca analisar em que medida a legislação vigente é adequada para esses agentes econômicos, bem como quais elementos e características devem ser considerados na definição da política regulatória. O artigo conclui pela impossibilidade de criação de um regime regulatório único para todas as *fintechs*, em razão da diversidade de serviços prestados, mas identifica características relevantes que orientam a classificação dos agentes. Nesse sentido, a abordagem regulatória adequada deve considerar fatores como o risco da atividade empreendida pelas empresas inovadoras – ao sistema econômico, aos investidores e consumidores –, a natureza do serviço prestado, a velocidade das transformações implementadas diante da capacidade de resposta do ente regulador e a existência de barreiras regulatórias que dificultem a concorrência e inovação do setor.

Palavras-chave: Direito Econômico. *Fintechs* de crédito. Critérios de abordagem. Regulação financeira.

* Advogado, assessor legislativo no Senado Federal. Aluno do programa de Mestrado em Direito, Estado e Constituição da Universidade de Brasília (UnB). Pós-Graduado em Direito Administrativo e Pós-Graduado em Direito Imobiliário pelo Instituto Brasileiro de Direito Público (IDP). Graduado em Direito pela UnB. Artigo inédito, apresentado como requisito parcial para obtenção de título de especialista em Direito Administrativo pelo Instituto Brasileiro de Direito Público – IDP, sob a orientação do Prof. Dr. Fabiano Jantalia Barbosa. Submetido em 10 de março de 2019, aceito para publicação em 28 de junho de 2019.

Economic Regulation of Lending Fintechs: perspectives e challenges for a regulatory approach

Abstract

The present paper aims to analyze the economic regulation of lending fintechs, companies that operate in the financial sector in an innovative way and exclusively by digital means, offering loans. The objective of the research is to investigate the adequacy of the regulatory framework applicable to these new financial institutions, as well as to evaluate the need to create specific regulatory tools for such companies. Through bibliographical review and use of the comparative method, the article seeks to analyze to what extent the current legislation is adequate for these economic agents, as well as which elements and characteristics should be considered in the definition of regulatory policy. The article finds that it is not possible to create a single regulatory framework for all fintechs, due to the diversity of services provided. The study also identifies relevant characteristics that guide the classification of agents. In this sense, the appropriate regulatory approach must consider factors such as the risk of the activity undertaken by innovative companies – the economic system, investors and consumers –, the nature of the service provided, the speed of the transformations implemented in comparison with the responsiveness of regulation bodies and the existence of regulatory barriers that reduces competition and innovation in the sector.

Keywords: Economic Law. Regulatory Law. Fintechs. Law and technology.

Introdução

O surgimento de novos negócios em plataformas digitais tem usualmente desafiado mercados tradicionais, demandando discussões sobre a eventual necessidade de reforma do panorama regulatório para adequar o modelo vigente aos novos agentes. Nesse contexto, o surgimento das *startups*¹ do setor financeiro, entre elas as chamadas *fintechs*,² tem exigido das autoridades reguladoras um olhar voltado às especificidades trazidas pelos novos negócios em busca da definição de uma política regulatória adequada.

Conforme aponta Márcio Iório (ARANHA, 2014), a velocidade de transformação tecnológica é um dos fatores de desestabilização do sistema normativo. Nesse sentido, o surgimento das *fintechs* desafia o Estado-Regulador a prover os instrumentos adequados para atuação dessas empresas, considerando-se a necessidade de preservação dos princípios da livre-iniciativa e da livre-concorrência.

No Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BCB) observam com cautela³ o comportamento das *fintechs*, tendo em vista que a discussão sobre a necessidade de reforma profunda do modelo regulatório é um tema ainda em debate. Nada obstante, aos poucos, novos regulamentos são editados, em casos específicos, no Brasil e no mundo, sendo possível falarmos em uma nova abordagem regulatória existente voltada para as *fintechs*.

1 Segundo Hermanson (2011), as *startups* podem ser definidas como empresas de pequeno porte, recém-criadas, cuja atividade principal são a pesquisa e o desenvolvimento de ideias inovadoras, cujos custos de manutenção sejam baixos e ofereçam a possibilidade de rápida e consistente geração de lucros.

2 Cabe ressaltar que os termos *fintechs* e *startup* não se confundem. Embora a palavra *fintech* remeta à ideia de novas empresas, há firmas que surgem com financiamento de grandes instituições financeiras e, desse modo, saltam a etapa em que seriam consideradas *startups*.

3 “O BCB acompanha, de forma coordenada e multidisciplinar, inovações tecnológicas digitais e atua no âmbito do SFN e do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), avaliando potenciais impactos dessas inovações sobre o funcionamento desses sistemas”. Vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária**. 2017. p.98. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf. Acesso em: 17 nov. 2018.

A inovação trazida pelos agentes que atuam em plataformas digitais tornou comum o termo “disrupção”,⁴ utilizado para definir a interrupção dos processos tradicionais, aplicável especialmente aos modelos empresariais. Nesse contexto, o regulador deve adotar um olhar crítico e aprofundado para identificar em que medida os novos agentes demandam, de fato, uma regulação própria. Afinal, pergunta-se em que extensão o modo de oferta de serviços e produtos pelas *fintechs* se diferenciam dos mercados tradicionais a ponto de demandarem uma reforma regulatória, bem como de que modo definir uma política regulatória de maneira adequada.

Vale lembrar que transformações tecnológicas não são propriamente uma novidade nas atividades econômicas, tampouco no setor financeiro. Inovações como o uso de cabos ópticos transatlânticos em 1866 e o uso comercial do telégrafo em 1838 são apontadas como as primeiras aplicações da tecnologia ao setor financeiro (ARNER, D. *et al.*, 2017, p. 4), que não demandaram reformas regulatórias profundas em razão de sua implementação. Posteriormente, já na segunda metade do século XX, transformações como máquinas de autoatendimento (ATM), na década de 1980, e o *internet banking*, na década de 1990, são exemplos contemporâneos da fusão entre tecnologia e finanças.

Comparando as transformações do passado ao período atual, podemos questionar se a inovação trazida pelas *fintechs* é desafiadora para os reguladores a ponto de demandar uma reforma profunda no ordenamento, bem como qual seria a abordagem adequada nesse contexto. Assim, o presente estudo busca identificar a adequação do panorama regulatório vigente às novas instituições financeiras conhecidas como *fintechs*, e também avaliar de que maneira e quais desafios são encontrados pelo regulador ao implementar reformas no arcabouço normativo diante da chegada desses agentes.

Em síntese, o artigo analisa em que medida a legislação vigente é adequada para esses agentes econômicos, analisando parâmetros a serem considerados na formulação de uma política regulatória de *fintechs* de crédito. Nessa abordagem, a pesquisa considera o panorama regulatório concorrencial e a experiência estrangeira. Assim, o presente trabalho considerará os tipos de abordagem regulatória aplicáveis ante o amplo espectro de atuação das *fintechs*, tanto do ponto de vista da regulação brasileira existente quanto à luz da experiência estrangeira.

Para alcançar esse objetivo, o desenvolvimento do estudo é dividido em três partes. Na primeira, faz-se uma contextualização que aborda o conceito, o surgimento, o enquadramento jurídico das *fintechs*, bem como seus mercados de atuação. Em seguida, aborda-se o conceito de regulação econômica para o direito e os objetivos e abordagens regulatórias nos mercados de atuação das *fintechs*. Por fim, a terceira parte busca, na experiência estrangeira, elementos de regulação econômica de tecnologia (especialmente o movimento denominado *RegTech*) que possam auxiliar na definição de uma política regulatória no Brasil.

1 *Fintechs*: surgimento, características e classificação

Inicialmente, traçaremos brevemente as características e o histórico das *fintechs* para, em seguida, analisarmos a adequação do modelo regulatório brasileiro a essas empresas. Ressalte-se que, especialmente por se tratar de um tema novo, não há consenso ou definição doutrinária única sobre o tema, de modo que buscaremos as características proeminentes desses agentes para fins de delimitação adequada do objeto do estudo.

4 A inovação disruptiva se difere da inovação comum por originar novos padrões de comportamento e arranjos de mercado, exigindo, portanto, uma disciplina regulatória própria. Sobre esse assunto, *vide*: CHRISTENSEN, C. M.; RAYNOR, M.; & MCDONALD, R., 2015.

Relativamente à evolução histórica, os pesquisadores Douglas Arner, János Barberis e Ross Buckley narram os encontros entre tecnologia e finanças ao longo dos anos desde 1866 – início da globalização financeira – aos dias atuais, classificando a palavra *fintech* como um termo novo para uma prática antiga (ARNER *et al.*, 2017, p. 7). Segundo Hochstein (2015), o primeiro registro de uso da palavra *fintech* é atribuído a um projeto da empresa *CitiCorp* ainda no início dos anos 1990.⁵

O termo *fintech* é a junção das palavras finanças e tecnologia, e seu surgimento – da forma como conhecemos hoje – é atribuído ao aparecimento de novas empresas de tecnologia no setor financeiro após a crise financeira de 2008. Com o colapso de grandes instituições financeiras e o consequente prejuízo para o governo norte-americano conter a crise, os entes regulatórios reforçaram as normas de acesso ao crédito, tornando-o mais caro. O cenário foi propício para o surgimento de alternativas aos bancos tradicionais, especialmente por meio da internet.

Atualmente, o aumento do alcance da inovação proporcionado pela internet e outras novas tecnologias exige uma resposta adequada do agente regulador frente às alterações nas dinâmicas de mercado (CASS, 2012). A possibilidade que os novos agentes têm de ampliar o alcance de seus serviços por meio das plataformas digitais, bem como o uso de bases de dados *on-line*, permite direcionar e alcançar o consumidor de maneira mais eficiente que há cinquenta anos.

Embora o modelo atual de *fintech* seja um fenômeno recente, a fusão de finanças e tecnologia não é propriamente uma novidade para os órgãos reguladores. Nesse cenário, não é demais lembrar que novas tecnologias e arranjos jurídicos no setor financeiro surgiram em diversas oportunidades ao longo do século passado – cite-se, ilustrativamente, o surgimento das máquinas de cartões de crédito (BOYD, 2018). Assim, embora o termo *fintech* tenha surgido no contexto da crise de 2008, os desafios regulatórios trazidos pela inovação não são totalmente inéditos.

Quanto à definição do termo *fintech*, há dissonância tanto entre órgãos reguladores como na doutrina. O *Financial Stability Board*⁶ (FSB) conceitua *fintech* como “inovação financeira habilitada por tecnologias, que podem resultar em novos modelos de negócios, aplicativos, processos ou produtos, com efeitos tangíveis nos mercados, nas instituições financeiras e na prestação de serviços financeiros”.⁷

Desse modo, as *fintechs* de crédito são aquelas que proporcionam acesso a crédito por meio de plataformas eletrônicas, especialmente na modalidade entre pares (*peer-to-peer*). Diferentemente da definição adotada pela FSB, o Banco Central utiliza o termo *fintech* como referência às empresas que atuam no setor financeiro por meio da tecnologia, da seguinte forma:

Fintechs são empresas que promovem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia, com potencial para criar novos modelos de negócios. Internacionalmente, as *fintechs* são classificadas da seguinte forma: de pagamento, compensação e liquidação, depósito, empréstimo e levantamento de capital, financiamento, e gestão de investimentos.⁸

Em sentido semelhante, o *FintechLab*⁹ define *fintechs* com “iniciativas que aliam tecnologia e serviços financeiros trazendo inovações para pessoas e empresas”.¹⁰ Nesse contexto, embora

5 Diz o autor: “*Fintech* was the original name of the Financial Services Technology Consortium, a project initiated by Citicorp, a predecessor to today’s Citigroup. In the early 1990s, the bank was trying to overcome a reputation for resisting technological collaboration with outsiders; *Fintech*, along with Citi’s participation in the nascent Smart Card Forum, signified the company’s new open stance. ‘Times have changed’, a Citi executive said in a 1993 article ‘Cooperation is necessary for common industry standards’. Vide: HOCHSTEIN, M., 2015. Acesso em: 28 set. 2018.

6 O FSB é um grupo fundado em 1999 pelos ministros de Finanças e presidentes dos bancos centrais dos países membros do G7.

7 FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech credit – Market structure, business models and financial stability implications*. 2017. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/CGFS-FSB-Report-on-FinTech-Credit.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2018.

8 BRASIL, Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. *FAQ – Fintechs*. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fintech.s.asp?idpai=FAQCIDADA0. Acesso em: 1 out. 2018.

9 O *FintechLab* é uma organização privada que se define como “um *hub* para conexão e fomento do ecossistema de *fintechs* nacional”. Vide: <https://fintechlab.com.br/>.

10 FINTECHLAB. *Relatório “Radar Fintechlab”*. Disponível em: <https://fintechlab.com.br/>. Publicado em: 13 ago. 2018. Acesso em: 10 out. 2018.

não seja possível extrair uma definição unívoca sobre *fintechs*, podem-se identificar as seguintes características em comum: *i)* são empresas ou desempenham atividades empresariais; *ii)* atuam nos mercados financeiros por meio do uso da tecnologia; e *iii)* inovam criando novos modelos de negócios nos respectivos setores em que operam. Além das características destacadas, a Associação Brasileira de *Fintechs* (*ABFintechs*) destaca ainda o potencial escalável do negócio, isto é, sua capacidade de alcançar um grande número de consumidores rapidamente.¹¹

Nesse cenário de distintas definições, a identificação das características das *fintechs* pode orientar de maneira mais eficaz a definição da política regulatória, uma vez que tais características delimitam os *players* que estarão ou não sujeitos à regulação. Cabe destacar que também não há um consenso doutrinário acerca das características das *fintechs*. Contudo, conforme mencionado anteriormente, é possível identificar pontos mais relevantes para a abordagem regulatória entre diversas definições.

A partir das características destacadas até aqui, percebe-se que o traço distintivo das *fintechs* não é o uso da tecnologia ou os serviços prestados, mas sim a inovação que permite o maior acesso aos serviços financeiros tradicionais. Tem-se, portanto, a inovação como característica distintiva das *fintechs*, bem como sua atuação exclusivamente por meio virtual.

Diante disso, cabe ao regulador destrinchar as características da inovação ao avaliar a necessidade de uma nova abordagem regulatória que reflita as necessidades das *fintechs*. Segundo Brumer e Gorfine (2014, p. 4), há seis elementos da inovação que podem ser considerados pelo regulador nessa decisão: *i)* a natureza e velocidade da inovação; *ii)* o efeito de “desintermediação” de agentes; *iii)* o efeito de convergência entre mercados; *iv)* os baixos custos e barreiras à entrada; *v)* a ausência de fronteiras geográficas entre plataformas digitais; e *vi)* a democratização das oportunidades de utilização de serviços financeiros e realização de investimentos.

Relativamente aos mercados¹² de atuação, o Banco Central identifica as seguintes categorias de *fintechs*: pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, criptoativos e *Distributed Ledger Technologies* (DLTs), câmbio, e multisserviços.¹³

A doutrina internacional classifica a atuação das *fintechs* de maneira semelhante. Assim, Arnes, Barberis e Bucklei (2016, pp. 19-20) dividem a atuação desses agentes em cinco áreas: *i)* pagamentos e infraestrutura;¹⁴ *ii)* finanças e investimento;¹⁵ *iii)* segurança de dados e monetização;¹⁶ e *iv)* relação com clientes.¹⁷ Por sua vez, Brummer e Gorfine (2014, pp. 2-3) dividem as *fintechs* nos segmentos: *(i)* moedas digitais; *ii)* sistemas de pagamento; *iii)* finanças e investimento; e *iv)* *big data*.

Dessa forma, em razão da diversidade de mercados em que atuam as *fintechs*, uma abordagem regulatória adequada exige do Estado um recorte específico de cada modelo de atuação desses agentes. Nesse contexto, é possível observar que o termo *fintech* tem sido amplamente utilizado como referência a um tipo de empresa específica – e não ao campo de atividade em que atua, ou serviço/produto oferecido (HOCHSTEIN, M., 2015).

Segundo o relatório *Fintech Innovation Radar for Brazil*,¹⁸ divulgado em maio de 2018, o país possui 377 *fintechs* operando em ao menos quinze segmentos diferentes. Naturalmente, determinadas

11 ABFINTECHS. *Fintouch – Catálogo de fintechs*. Disponível em: <http://fintouch.com.br/catalogo-fintechs/>. Acesso em: 10 out. 2018.

12 Para fins desse estudo, utilizamos a palavra “mercado” no sentido jurídico atribuído por Eros Grau, “uma instituição jurídica”. Natalino Irti diz ainda: “O mercado não é uma instituição espontânea, natural – não é um locus naturalis –, mas uma instituição que nasce graças a determinadas reformas institucionais, operando com fundamento em normas jurídicas que o regulam, o limitam, o conformam; é um locus artificialis” (trecho do voto do Ministro Eros Grau na ADI 1.950/SP, julgada pelo plenário do STF em 3 de novembro de 2005). *Vide*, ainda, GRAU, E., 1988, p. 27.

13 BRASIL, Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Banco Central do Brasil. Seção Perguntas Frequentes (FAQ – Cidadão). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fintechs.asp?idpai=FAQCIDADAO. Acesso em: 6 out. 2018.

14 Como Octopus e Allpay e as brasileiras Ebanx e PagSeguro.

15 Como Lending Club, AMP e Monexo e as brasileiras Omie e Dest.

16 Como a Infosys e Credissimo.

17 Como Apple Pay e os sistemas de pagamento via Facebook e WhatsApp, amplamente difundidos em países asiáticos.

18 FINNOVISTA. Brazil recovers the leading position as largest Fintech ecosystem in Latin America with over 370 Fintech startups. Disponível em: <https://www.finnovista.com/fintech-radar-brazil-may2018/?lang=en>. Publicado em: 31 maio. 2018. Acesso em: 7 out. 2018.

atividades envolvem riscos – e, portanto, regulação – mais acentuados que outras, sendo necessário que o agente regulador considere a natureza da atividade na definição da política regulatória.

2 *Fintechs* no mercado de crédito brasileiro

2.1 Panorama regulatório do mercado de crédito

O Sistema Financeiro Nacional (SFN), regido pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, é constituído por órgãos normativos,¹⁹ supervisores²⁰ e operadores.²¹ O CMN é a autoridade máxima do SFN, cuja competência inclui o estabelecimento de diretrizes básicas da política monetária e cambial. Cabe ao Banco Central a supervisão e a fiscalização das instituições financeiras, inclusive as *fintechs* de crédito.²² Ressalte-se que algumas *fintechs* estão sujeitas à supervisão da CVM e da Superintendência de Seguros Privados (Susep), conforme o serviço ou produto oferecido.

O modelo regulatório do setor financeiro no Brasil abrange os mercados bancário (ou financeiro em sentido estrito), de capitais (ou de valores mobiliários), de seguros privados, de previdência complementar (aberta ou fechada). Embora o modelo permita, desde 1998, a entrada dos chamados bancos múltiplos, considera-se o mercado bancário brasileiro muito concentrado.

O cenário legislativo brasileiro é composto ainda pela Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais; e pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários. Esse arranjo regulatório tem influência do sistema norte-americano – especialmente do *Glass Steagall Act* (YOSHINO, 1998) – e foi recepcionado pela Constituição Federal de 1988. Além disso, o arcabouço normativo é composto por um conjunto específico de normas aplicáveis ao mercado de crédito, como o Decreto-Lei 413, de 9 de janeiro de 1969, que trata de títulos de crédito industriais; a Lei 6.840, de 3 de novembro de 1980, que dispõe sobre cédulas de crédito comercial; a Lei 6.313, de 16 de setembro de 1975, que trata das cédulas de crédito à exportação; e a Lei 10.931, de 2 de agosto de 2004, que disciplina as cédulas de crédito bancário.

Ressalte-se que o modelo definido para o SFN em 1964 sofreu reformas, a partir da década de 1990, que foram capazes de oferecer abertura de alguns mercados ao capital estrangeiro, alternando de maneira significativa os aspectos organizacionais e operacionais da estrutura do SFN. Todavia, o atual panorama regulatório do SFN, pelo menos até o momento, ainda é marcado por um foco predominantemente voltado aos agentes tradicionais.²³ Por outro lado, cabe destacar que a Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013, trouxe alterações no sentido de incluir novos arranjos de pagamento no cenário concorrencial do setor (COSTA; GASSI, 2017).

19 CMN, Conselho Nacional de Seguros Privados e Conselho Nacional de Previdência Complementar.

20 Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, Superintendência de Seguros Privados e Superintendência Nacional de Previdência Complementar.

21 Bancos, administradoras de consórcios, cooperativas de crédito, corretoras e distribuidoras, instituições de pagamento, bolsa de valores, bolsa de mercadorias e futuros, seguradoras, resseguradores, entidades abertas e fechadas de previdência e sociedades de capitalização.

22 O art. 4º, VI, da Lei 4.595/1964 dispõe que é competência do CMN “disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas”.

23 Segundo o Banco Central, “o Sistema Financeiro Nacional está estruturado em dois grandes segmentos. De um lado, estão as instituições bancárias, assim entendido como o conjunto constituído por bancos comerciais, caixas econômicas, cooperativas de crédito e bancos múltiplos. De outro, estão agrupadas as instituições atuantes nas demais áreas do mercado financeiro: bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimos, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e corretoras de câmbio e de títulos e valores mobiliários”. *Vide*: <https://goo.gl/HNjUka>. Acesso em 10.out. 2018.

2.2 *Fintechs* como novos entrantes no mercado de crédito

Em relação aos novos entrantes, o Banco Central se posiciona no sentido de que qualquer infraestrutura de mercado financeiro no Brasil está sujeita a sua autorização e vigilância. No exercício dessa função de vigilância, cabe ao órgão regulador assegurar que as infraestruturas e os arranjos de pagamentos sejam “administrados consistentemente com objetivos de interesse público, mantendo a estabilidade financeira e reduzindo o risco sistêmico”.²⁴

Entre as classificações existentes, as *fintechs*, em princípio, podem ser definidas como instituições financeiras equiparadas,²⁵ por aplicação do disposto no art. 17, parágrafo único, da Lei 4.595/1964,²⁶ pois são entidades privadas que atuam no SFN, sob regulação e fiscalização exercida pelos órgãos normativos e pelas entidades supervisoras. O termo abrange ainda uma variedade de empresas que oferecem produtos e serviços diversos, principalmente bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros, sociedades seguradoras, sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência e instituições financeiras.

As *fintechs* atualmente operam, em sua maioria, em concorrência com as instituições financeiras. Instituições (ou entidades) financeiras são pessoas jurídicas, públicas ou privadas, constituídas com a finalidade de coletar recursos financeiros, próprios ou de terceiros investidores ou poupadores, efetuando sua respectiva intermediação ou aplicação, em moeda corrente ou estrangeira, bem como a custódia de valores de terceiros proprietários. Entre as instituições financeiras, incluem-se os bancos múltiplos²⁷ e comerciais e as cooperativas de crédito.

Na medida em que operam atividades em concorrência com instituições financeiras, as *fintechs* estão atualmente submetidas ao mesmo arcabouço regulatório das entidades tradicionais, especialmente sujeição à autoridade exercida pelo Banco Central. De igual forma, a legislação não permite que esses agentes atuem nos diversos setores financeiros (mercado de capitais, seguradoras, capitalização, entre outros) sem cumprir os requisitos para obtenção de autorização junto à entidade competente (como Susep, Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc ou Comissão de Valores Mobiliários – CVM).

Nesse cenário, tem-se um dilema entre o pressuposto de que as *fintechs* são majoritariamente pequenas empresas – ao menos em relação às operadoras tradicionais – e a necessidade de uma regulação firme no setor em que atuam, o que pode significar a imposição de barreiras significativas e intransponíveis a novos agentes. Novamente, destaca-se a necessidade de distinção dos serviços e produtos oferecidos pelas *fintechs* para definição de uma regulação adequada: uma empresa que atue exclusivamente como meio de pagamento pode estar sujeita a uma regulação menos estrita que outra atue como instituição financeira.

24 BRASIL, Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Papel do Banco Central. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/novapaginaspb/papeldobancocentral.asp>. Acesso em: 3 out. 2018.

25 Conforme a Lei 4.595/1964, e segundo a regulação esparsa baixada pelo CMN, operam no mercado de crédito os seguintes tipos de instituições financeiras: (i) bancos comerciais; (ii) bancos múltiplos; (iii) caixas econômicas; (iv) cooperativas de crédito; (v) associações de poupança e empréstimo; (vi) agências de fomento; (vii) bancos de desenvolvimento; (viii) bancos de investimento; (ix) sociedades de crédito, financiamento e investimento; (x) sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte; (xi) sociedades de crédito imobiliário; (xii) companhias hipotecárias; (xiii) bancos de câmbio e outros intermediários financeiros não enquadrados no art. 17.

26 Diz o referido dispositivo: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual”.

27 A Constituição de 1988 instituiu, ainda, os bancos múltiplos, que são instituições mistas, podendo por meio da criação de carteiras, operar nas diversas áreas onde atuam as instituições singulares.

3 Desafios da regulação aplicável às *fintechs* de crédito

Segundo Arner *et al.* (2017, pp. 35-36), o desafio regulatório em relação às *fintechs* é causado pela existência de diferentes expectativas entre os agentes tradicionais e as *startups*. Para os novos agentes, uma regulação que implique custos altos será incompatível com o modelo de negócio baseado em baixos investimentos. Esses *players* tendem a preferir uma regulação que preveja obrigações mais flexíveis, baseada em princípios – não em regras.

Nesse sentido, ao avaliar a necessidade de implementação de reforma regulatória, o agente regulador deve considerar os efeitos diretos das novas normas em relação aos potenciais entrantes. Como os novos agentes são potenciais vetores da inovação no setor, eventuais barreiras regulatórias não devem representar obstáculos às transformações benéficas aos mercados.

Conforme apontam Brummer e Gorfine (2014), a distinção entre modelos regulatórios principiologistas e normativos (*principles-based vs. rules-based*) (CUNNINGHAM, 2007) pode prejudicar a análise acadêmica por refletir uma visão reduzida dos sistemas. De fato, a maioria dos ordenamentos contém elementos de ambos modelos regulatórios. Além disso, a definição de “princípios” e “normas” é dissonante na doutrina, o que dificulta a correta aplicação dos conceitos.²⁸ Assim, os autores propõem que o regulador considere os potenciais efeitos positivos e negativos de cada estratégia, como a flexibilidade, prazo e dificuldade de implementação, objetividade e custos internos de aplicação.

Outro desafio da busca por uma resposta regulatória ao fenômeno das *fintechs* está intimamente ligado à decisão sobre onde e de que modo regulador atuar.²⁹ Segundo Armstrong (2017), quanto à abordagem, essa atuação regulatória pode se dar de modo: *i*) restritivo, proibindo ou restringindo a entrada de produtos ou processos; *ii*) observador, aguardando a atuação dos agentes para dar uma resposta posterior; e *iii*) facilitador ou catalisador, agindo ativamente para facilitar a atuação desses agentes e os potenciais benefícios econômicos de sua atuação (externalidades positivas).

Naturalmente, novos agentes terão predileção por modelos regulatórios catalisadores ou facilitadores. Por outro lado, como visto anteriormente, o mercado de crédito, parte do SFN, tem importante papel na estabilidade de toda a atividade econômica. Desse modo, o regulador tem o dever de garantir a inovação sem colocar em risco a estabilidade do SFN.

Conforme aponta Galhau (2016), as inovações digitais ampliaram a oferta de serviços bancários em diversos níveis, incluindo no mercado agentes que tradicionalmente não pertenceriam ao mercado financeiro. Desse modo, o desenvolvimento desses novos serviços é bem-vindo, desde que seja criado um ambiente que atenda às necessidades de consumidores e investidores, reduzindo riscos de transação, de crédito, de liquidez, bem como de lavagem de dinheiro e financiamento a atividades ilícitas. Assim, considerando-se os riscos específicos ligados às empresas inovadoras que atuam em meios digitais, e diante da insuficiência das normas vigentes conforme o caso específico, caberá ao regulador implementar uma reforma regulatória para mitigar tais riscos.

Contudo, há dois elementos trazidos pela inserção de novos agentes como *fintechs* que desafiam tal conclusão. Primeiramente, a relação com o consumidor por meio de plataformas *online* não se dá de maneira idêntica em relação aos mercados tradicionais – fato que, por si só, tem demandado regulamentos específicos. Em segundo lugar, as *fintechs* podem necessitar de proteção em relação aos novos agentes, especialmente em razão da entrada destes ser potencialmente positiva para a concorrência nos mercados afetados.

28 “The first formulation invariably is called a rule and the second often is called a standard. Some legal scholars use the term principle while others use the word standard or use them interchangeably. Some use the term principle to denominate the animating purpose of a stated rule. In turn, some scholars use the word standards to capture both rules and principles so understood. Others reserve the label principles for the different idea of background justifications for laws or other commands (whether rules, standards or something else). Increasingly, analysts use the label standards to denote a measure of performance or conduct, often established by non-governmental organizations (as in Internet standards or credit rating standards)”. Vide: Cunningham, *op. cit.*, p. 7.

29 Sobre o tema, vide, ainda, DAROLLES, S. The rise of fintechs and their regulation. **Financial Stability Review**, Banque de France, issue 20, pp. 85-92, 2016.

Quanto ao momento de atuação estatal, a política regulatória de novos negócios pode se dar de maneira *ex ante* ou *ex post*. Conforme aponta Armstrong (2017), a decisão do regulador acerca do modo de agir consiste na identificação do momento em que o agente deixa de ser “pequeno demais para se preocupar” e passa a ser “grande demais para ignorar”. Nessa mesma escala de abordagem regulatória, as empresas podem ainda alcançar o *status* de “grande demais para falir” (*too big to fail*).

Para os agentes em estágio inicial de atuação, em que se encontra grande parcela das *fintechs*, o regulador deve estabelecer regras gerais e prudenciais que protejam especialmente o consumidor (AVERITT; LANDE, 1997) e garantam a confiança das negociações (estabelecendo um capital mínimo a ser integralizado, por exemplo). Essa atuação regulatória é necessária também para proteger investidores, de modo a permitir o crescimento das empresas pequenas por meio da captação de investimento.

Como visto ao longo dessa seção, os desafios na definição dessa política regulatória passam por questões como rigidez das normas, momento e forma de atuação regulatória, bem como a correta identificação das novas formas de negócios trazidas pelas inovações.

3.1 Enfrentando os desafios: a recente regulação das *fintechs* de crédito pelo CMN

Embora grande parte das *fintechs* não disponha de regulamentações próprias, a atuação dessas empresas no mercado de crédito já ocasionou a edição de normas infralegais específicas pelo CMN. No âmbito da Consulta Pública 55, de 30 de agosto de 2017, o Banco Central buscou discutir com os agentes privados as regras de constituição e funcionamento das *fintechs* de crédito direto³⁰ (SCD) e das sociedades de empréstimo entre pessoas (SEP).³¹

A referida consulta pública subsidiou a edição da Resolução CMN 4.656, de 26 de abril de 2018, que disciplinou a atuação das *fintechs* de crédito no Brasil. De maneira geral, o regulamento acatou as reivindicações das *fintechs* em relação aos principais serviços oferecidos. A norma não impôs limites globais de aplicação para o investidor qualificado, o que significaria uma barreira de entrada a esses agentes. Por outro lado, o art. 16 da norma ainda prevê o limite de investimento de 15 mil reais por empresa, embora cada investidor possa investir em quantas empresas quiser.

A Resolução define SCD como

[...] instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tenham como única origem o capital próprio.

A referida norma veda que as SCDs captem recursos de terceiros, salvo mediante emissão de ações, e que detenham participação no capital de outras instituições financeiras. A regulamentação estabeleceu ainda os serviços que podem ser prestados pelas SCDs: análise de crédito, cobrança de crédito de terceiros, atuação como representante de seguros e emissão de moeda eletrônica.

Por sua vez, a SEP é definida na norma como instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica. Os recursos financeiros são coletados pela SEP e destinados aos tomadores, conforme negociado na plataforma eletrônica.

³⁰ Empresas como Lendico, Geru, Just e Credita.

³¹ A inovação trazida pelas empresas que proporcionam empréstimo entre usuários (*peer to peer*) é a possibilidade de mitigação da assimetria de informação entre a empresa e o tomador do empréstimo. Contudo, ainda será necessário observar se essa possibilidade se tornará, de fato, realidade. De todo modo, a mudança na dinâmica de mercado trazida pelas *fintechs* de crédito levou o Banco Central a editar uma regulamentação específica para o setor, buscando diminuir o risco de crédito nessas transações.

A principal diferença entre as duas modalidades de *fintechs* criadas pela nova regulação do CMN é a origem dos recursos financeiros. Enquanto a SCD opera com recursos próprios e não pode captar no mercado, a SEP interliga interessados em emprestar dinheiro a quem necessita de crédito – procedimento chamado de *peer to peer lending* (P2PL). Assim, enquanto as SEPs funcionam como intermediárias entre os mutuários, as SCDs provêm recursos diretamente aos seus clientes. A resolução estabeleceu ainda que SEPs e SCDs devem ser constituídas sob a forma de sociedades anônimas (art. 25) e observar o limite mínimo de um milhão de reais em relação ao capital social integralizado e ao patrimônio líquido (art. 26).

De volta à pergunta inicial, quanto à adequação do sistema regulatório vigente em relação aos novos agentes, é possível observar que o Banco Central adotou postura regulatória normativa, restritiva e *ex ante* em relação às *fintechs* de crédito. Desse modo, a autarquia considerou necessária a edição de uma regulação própria para esses agentes, sem prejuízo da aplicação das demais normas pertinentes aos agentes tradicionais.³²

Dentre as características de inovação apontadas como predominantes na definição da política regulatória, é possível destacar que as *fintechs* de crédito reúnem fatores como a velocidade de inovação, desintermediação entre agentes – ao permitir que mutuário e mutuante se conectem diretamente –, a convergência entre mercados de comunicação, internet e finanças e a democratização do acesso ao crédito. Além disso, os riscos ligados à atividade levaram o ente regulador a adotar uma postura regulatória ativa em relação a esse mercado.

A diferença de postura do órgão regulador nos mercados de *fintechs* de crédito e moedas virtuais pode também ser atribuída ao tamanho dos mercados e agentes. Enquanto as *fintechs* movimentaram quase meio bilhão de reais no Brasil em 2017,³³ alcançando o estágio “muito grande para ignorar” de Armstrong, o mercado brasileiro de *bitcoin* ainda não gera riscos à integridade do SFN, o que permite ao regulador adotar postura de observador até a definição da política regulatória adequada.

Por outro lado, em relação às *fintechs* que atuam no mercado de seguros (conhecidas como *insurtechs*), a regulação ainda dá seus passos iniciais. Nesse contexto, representantes da CVM, Previc e Susep lançaram, em 2017, o 4º Grupo de Trabalho do Laboratório de Inovação Financeira (LAB), que analisa a possibilidade de criação de uma *sandbox* regulatória para que sejam testadas soluções inovadoras sob a supervisão dos órgãos reguladores.

4 Abordagens regulatórias estrangeiras

Há um movimento internacional de entes reguladores que buscam adequar seus ordenamentos ao surgimento das *fintechs*. Nesta seção, analisaremos de que modo a experiência estrangeira pode auxiliar na definição da política regulatória brasileira, considerando especialmente os desafios para abordagem regulatória referidos anteriormente.

Conforme visto ao logo do presente estudo, as *fintechs* oferecem produtos e serviços distintos e possuem funcionalidades diversas, de modo que o termo *fintech* consiste em um guarda-chuva que abrange empresas que atuam em mercados diversos. Nesse contexto, pode-se considerar que autoridades regulatórias internacionais têm adotado predominantemente duas abordagens regulatórias distintas em relação às *fintechs*: *i*) quanto ao produto/serviço ofertado – como nos Estados Unidos, China e Hong Kong; ou *ii*) quanto à funcionalidade – caso do Reino Unido e da Austrália.

³² Comparativamente, em relação às chamadas moedas virtuais (como o Bitcoin), o órgão regulador optou por adotar postura de observador, de modo que não há regulação específica para o setor atualmente. Para uma visão mais aprofundada sobre o assunto, vide a seção “Perguntas frequentes (FAQ) – Moedas Virtuais”, no sítio do Banco Central. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/moedasvirtuais.asp?idpai=FAQCIDADA0. Acesso em: 6 out. 2018.

³³ CONEXÃO FINTECH. *Fintechs brasileiras movimentam R\$457 milhões em investimentos*. Disponível em: <https://conexaofintech.com.br/fintech/fintechs-brasileiras-movimentam-r-457-milhoes-em-investimentos/>. Acesso em: 10 out. 2018.

Nos casos em que o regulador opta por supervisionar as atividades conforme a natureza do produto ou serviço ofertado, basta que a *fintech* atue em determinado mercado para que esteja sujeita às normas estabelecidas a todos os agentes. Esse modelo é o predominante, sendo suas características encontradas no Brasil em relação ao mercado de *fintechs* de crédito. A abordagem regulatória em relação à funcionalidade incide de acordo com a funcionalidade inovadora do serviço, e não com o mercado como um todo. Nesse modelo, as *fintechs* estão sujeitas apenas às normas regulatórias relativas a determinada funcionalidade oferecida.

O interesse regulatório nos setores de tecnologia ganhou nos países de língua inglesa o nome de *RegTech*, definido pela autoridade financeira da Inglaterra como “a nova geração da regulação tecnológica³⁴”. Segundo esse modelo, os reguladores não buscam apenas prevenir potenciais crises causadas pela entrada de novos métodos ou serviços, mas sim o desenvolvimento do mercado financeiro em conjunto com sua estabilidade (ARNER, 2017). A atuação do regulador, mesmo por meio da abordagem observadora, nos estágios iniciais da atividade econômica (“*too small to care*”) permitem ao Estado a entender os mercados e adequar a regulação para propiciar o seu desenvolvimento.

Naturalmente, a dificuldade regulatória em decidir o momento de atuação em novos mercados – ou mercados com novos arranjos trazidos pelo uso inovador da tecnologia – surge em razão da dinamicidade proporcionada pelas atuais ferramentas tecnológicas. Em resposta a esse cenário, a autoridade regulatória da Inglaterra (*Financial Conduct Authority* – FCA) estabeleceu um canal aberto com as empresas do setor financeiro, comunicando diretamente seus objetivos regulatórios e dando oportunidade aos agentes privados para sugerirem instrumentos adequados conforme os objetivos da agência reguladora.³⁵

As diferentes normas a que estão submetidas as *fintechs* internacionais são outro desafio ligado à regulação desses agentes. Nesse contexto, a FCA, em conjunto com o Banco Central Europeu e a *Prudential Regulation Authority*, estabeleceu um modelo de regulação que busca dar uma resposta rápida aos agentes diante da dinamicidade dos mercados. A reforma inclui o uso de *big data* e de relatórios automáticos para análise de risco das atividades e adequação dos agentes às normas vigentes. Desse modo, o modelo europeu chamado *RegTech* sugere o redesenho, a simplificação e a automação da regulação em um ambiente internacionalmente harmônico do ponto de vista regulatório.

Em termos de regulações já existentes, o mercado de *fintechs* de crédito pode ser considerado em estágio mais avançado. De acordo com relatório do *Bank for International Settlements* (BIS), esforços regulatórios ao redor do mundo sobre *fintechs* de crédito podem ser resumidos como no Quadro 1.

34 GOVERNMENT OFFICE FOR SCIENCE. *Fintech Futures – The UK as a World Leader in Financial Technologies. A report by the UK Government Chief Scientific Adviser*, 2015 p. 47.

35 GOVERNMENT OFFICE FOR SCIENCE. *Fintech Futures – The UK as a World Leader in Financial Technologies. A report by the UK Government Chief Scientific Adviser*.

Quadro I – Panorama regulatório internacional de *fintechs* de crédito

Jurisdição	Incentivos fiscais	Regulação ^{1/}	Licença/Autorização	Proteção ao investidor	Requisitos de gerenciamento de riscos
Alemanha	—	—	—	—	—
Austrália	—	—	—	—	—
Brasil	—	✓	✓	✓	—
Canadá	—	—	—	—	—
Chile	—	—	—	—	—
China	✓	✓	✓	✓	✓
Coreia do Sul	—	—	—	—	—
Espanha	—	✓	✓	—	✓
EUA	—	—	—	—	—
Estônia	—	—	—	✓	—
Finlândia	—	✓	✓	—	—
França	✓	✓	✓	✓	✓
Holanda	—	—	—	✓	—
Inglaterra	✓	✓	✓	✓	✓
Japão	✓	—	—	—	—
México	—	✓	✓	—	—
Nova Zelândia	—	✓	✓	—	—
Singapura	—	—	—	—	—
Suíça	—	✓	✓	✓	✓

1/ Regras específicas para *fintechs* de crédito, desconsideradas as regras aplicáveis aos agentes tradicionais.

Fonte: Claessens *et al.*, *Bank for International Settlements Quarterly Review* (2018, p. 44).

O quadro acima permite inferir que a pergunta quanto à abordagem adequada na definição da política regulatória para *fintechs* encontra diferentes respostas. Destaque-se que a ausência de regulação não significa necessariamente a inércia do agente regulador quanto aos novos mercados, mas sim pode caracterizar a adoção de uma postura observadora pelo regulador nessas jurisdições.³⁶

No âmbito das novas iniciativas, o modelo de “caixa de areia regulatória” (*regulatory sandbox*)³⁷ tem sido implementado em diversos países na tentativa de criar um ambiente regulatório adequado para novos agentes.³⁸ Vale destacar que o modelo de caixa de areia regulatória é uma abordagem mista entre a regulação observadora e catalisadora, pois busca, ao mesmo tempo, permitir a atuação inovadora das *fintechs* por meio de regras mais flexíveis e ampliar o espectro de empresas atuantes em determinado mercado.

Canadá, Reino Unido e Singapura lançaram modelos de *regulatory sandboxes* em suas jurisdições. Embora sejam iniciativas recentes e os resultados não possam ser mensurados, destaca-se o aumento no número de empresas que ingressaram no setor após as iniciativas dos referidos países, conforme aponta relatório do banco BBVA.³⁹ Além disso, as *fintechs* de crédito já representavam em 2016 cerca de 15% do mercado de empréstimos no Reino Unido (CLAESSENS *et al.*, 2018, p. 34).

³⁶ Vide, nesse sentido, a experiência norte-americana e de Singapura.

³⁷ O nome caixa de areia é uma alusão ao espaço utilizado para crianças brincarem sem risco de causarem estragos (a si e a terceiros). Assim, nesse sistema, o ente regulador cria um ambiente regulatório específico para que novos agentes se desenvolvam sob a regulação, em tese, adequada.

³⁸ No Brasil, o exemplo da Consulta Pública 55/2017, do Banco Central, que culminou na edição da Resolução CMN 4.656/2018, é considerado o primeiro exemplo de *sandbox* regulatória do país. Sobre essa Resolução, ver item 3.1.

³⁹ Vide BBVA. What countries are leading in fintech regulation? Disponível em: <https://www.bbva.com/en/countries-leading-fintech-regulation/>. Acesso em: 10 out. 2018.

De modo semelhante à experiência asiática, a preocupação e as primeiras iniciativas regulatórias no Brasil surgiram de maneira concomitante ao aparecimento das *fintechs* de crédito. Tal cenário é distinto ao observado na Europa e nos Estados Unidos, onde o setor privado emergiu antes que as autoridades regulatórias estivessem cientes do impacto dos novos agentes.

Do ponto de vista internacional, é necessário discutir a criação de normas que permitem a realização de transações financeiras em jurisdições diversas com segurança jurídica. O uso das plataformas digitais permite que as distâncias geográficas não sejam um obstáculo para a celebração de negócios jurídicos, de modo que cabe aos agentes reguladores adequar os acordos internacionais a essa realidade.

Além dos pontos destacados, a origem do capital da *fintech* (se próprio ou de terceiros) e a proteção da liquidez são questões historicamente importantes na regulação internacional do mercado financeiro. A concorrência internacional de instituições financeiras na década de 1980 culminou na assinatura do Acordo de Basileia de 1988, que exigia a previsão de capital próprio como norma regulatória aplicável a todos os competidores internacionais.⁴⁰ O foco da referida medida era garantir a competitividade dos bancos americanos com bancos europeus e japoneses, que utilizavam capital de terceiros para atuar no mercado internacional.

Os esforços regulatórios internacionais se concentram em entender o mercado de *fintechs*, sendo o modelo de regulatory sandboxes o mais adotado em países desenvolvidos. Conforme lembrado por Arner et al. (2017), o movimento é semelhante ao que ocorreu com o surgimento do *e-banking*.⁴¹ Naquela oportunidade, o surgimento de um novo panorama regulatório mostrou-se desnecessário na maioria dos casos. Segundo os autores, as mudanças trazidas pelas *fintechs* são acessórias aos mercados tradicionais, e apontariam na mesma direção de desnecessidade de adoção de um novo panorama regulatório.

Entretanto, fatores como o tamanho das *fintechs* em relação aos agentes tradicionais com que competem, de proporcionarem acesso ao mercado financeiro a novos clientes e de promoverem a inovação nesse contexto devem ser levadas em conta pelo regulador. Não é sem razão que países europeus têm implementado novas políticas de regulação tecnológica com vistas a harmonizar o cenário regulatório internacional e permitir o desenvolvimento de novos agentes.

Conclusão

O presente estudo buscou analisar o panorama regulatório aplicável às *fintechs* de crédito, à luz da legislação que disciplina o SFN. Para tanto, após identificarmos as características e mercados em que as *fintechs* atuam, foram analisadas as estruturas organizacionais e as regulações aplicáveis a esses agentes, também sob a ótica do Direito Concorrencial e por meio da comparação com a abordagem regulatória estrangeira.

Na primeira parte do estudo, foram identificadas características fundamentais das *fintechs* e traçou-se um breve histórico do surgimento dessas firmas. Como visto, as *fintechs* são iniciativas que aliam tecnologia e serviços financeiros escaláveis que trazem inovações (em alguns casos, disrupção) para pessoas e empresas. A partir das características destacadas, foi possível perceber que o traço distintivo das *fintechs* não é o uso da tecnologia ou os serviços prestados, mas sim a inovação que permite o maior acesso aos serviços financeiros tradicionais.

Nesse contexto, vimos que cabe ao regulador destrinchar as características da inovação ao avaliar a necessidade de uma nova abordagem regulatória que reflita as necessidades das *fintechs* e dos agentes

⁴⁰ CARVALHO, F. J. C. *op. cit.* p. 16.

⁴¹ Arner et al., *op. cit.* p. 40.

tradicionais. Entre os elementos da inovação que podem ser considerados pelo regulador na formulação da política regulatória, estão: *i)* a natureza e velocidade da inovação; *ii)* o efeito de “desintermediação” de agentes; *iii)* o efeito de convergência entre mercados; *iv)* os baixos custos e as barreiras à entrada; *v)* a ausência de fronteiras geográficas entre plataformas digitais; e *vi)* a democratização das oportunidades de utilização de serviços financeiros e realização de investimentos.⁴²

Ao analisarmos o panorama regulatório do setor financeiro, observamos que as *fintechs* podem ser classificadas como instituições financeiras equiparadas.⁴³ por aplicação do disposto no art. 17, parágrafo único, da Lei 4.656/1964. Desse modo, são entidades que estão sob regulação e fiscalização exercida pelos órgãos normativos e pelas entidades supervisoras.

A terceira seção do estudo analisou a classificação e adequação das abordagens regulatórias à luz de diferentes aspectos. Quanto ao regime de supervisão, se rígida (baseada em normas) ou flexível (baseado em princípios), observamos que o segundo modelo é preferível para novos agentes. Nesse contexto, cabe ao regulador observar parâmetros para que uma regulação mais flexível, como as caixas de areias regulatórias, não crie um desequilíbrio competitivo entre novos agentes e os demais *players*. Para tanto, é necessário definir clara e adequadamente critérios para que os agentes estejam sujeitos à regulação flexível conforme sua condição de competitividade em relação aos agentes tradicionais.

Em seguida, procedeu-se à observância do aspecto concorrencial das políticas regulatórias. Nesse sentido, conclui-se que agentes não podem ser impedidos de acessar um mercado em razão de regulações muito estritas – que só podem ser cumpridas por agentes já estabelecidos –; por outro lado, a definição de novas políticas regulatórias não pode prejudicar injustificadamente os agentes tradicionais. Além disso, preocupações ligadas ao uso de dados pessoais e à “inovação predatória” não devem ser desconsideradas pelo regulador.

A terceira parte do estudo conclui que os desafios na definição dessa política regulatória passam por questões como rigidez das normas, momento e forma de atuação regulatória, bem como a correta identificação das novas formas de negócios trazidas pelas inovações.

Por fim, a análise das experiências internacionais permitiu traçar um panorama das abordagens regulatórias no mundo. Nesse sentido, vimos que a adoção de uma postura regulatória observadora é comum em países desenvolvidos, especialmente por meio do modelo de caixas de areias regulatórias (*regulatory sandboxes*). De modo geral, o resultado dessas políticas poderá ser mais bem avaliado após um período razoável de aplicação.

Conclui-se que não há uma resposta única para adequação da regulação vigente à chegada das *fintechs*. As experiências histórica e internacional demonstram que há casos em que a reforma regulatória profunda não é necessária. A definição de uma nova política regulatória depende de fatores como o risco da atividade empreendida pelas empresas inovadoras – ao sistema econômico, aos investidores e consumidores –, a natureza do serviço prestado, a velocidade das transformações implementadas e a existência de barreiras regulatórias que dificultem a concorrência e inovação do setor.

42 BRUMMER, C. and GORFINE, D. *FinTech: Building a 21st-Century Regulator's Toolkit*. Santa Monica, CA: Milken Institute. 2014, p. 4.

43 Conforme as definições trazidas pela Lei 4.595/1964, operam no mercado de crédito os seguintes tipos de instituições financeiras: *i)* bancos comerciais; *ii)* bancos múltiplos; *iii)* caixas econômicas; *iv)* cooperativas de crédito; *v)* associações de poupança e empréstimo; *vi)* agências de fomento; *vii)* bancos de desenvolvimento; *viii)* bancos de investimento; *ix)* sociedades de crédito, financiamento e investimento; *x)* sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte; *xi)* sociedades de crédito imobiliário; *xii)* companhias hipotecárias; *xiii)* bancos de câmbio e outros intermediários financeiras não enquadrados no art. 17.

Referências

- ARANHA, M. I. **Manual de Direito Regulatório**, Laccademia Publishing, Coleford, UK. 2014.
- ARNER, D. W.; BARBERIS, J. & BUCKLEY, R. P. **FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation**, 37 Nw. J. Int'l L. & Bus. 371, 2017. Disponível em: <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol37/iss3/2>. Acesso em: 6 out. 2018.
- AVERITT, N.; LANDE, R. **Consumer sovereignty: a unified theory of antitrust and consumer protection law**. *Antitrust law journal*, vol. 65, 1997. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1134798>.
- ARMSTRONG, P. 2017. **Financial Technology: Applications within the Securities Sector**. Oslo Bors ASA: Stock exchange and Securities Conference 18 de janeiro de 2017. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-844457584-330_speech_fintech_and_asset_management_by_patrick_armstrong.pdf. Acesso em: 6 out. 2018.
- BRASIL. Casa Civil da Presidência da República, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **Avaliação de Políticas Públicas – Guia prático de análise ex ante**. Brasília: Ipea, 2018.
- BRUMMER, C. and GORFINE, D. **FinTech: Building a 21st-Century Regulator's Toolkit**. Santa Monica, CA: Milken Institute. 2014.
- CASS, R. **Antitrust for high-tech and low-tech: Regulation, innovation, and risk**. *Journal of Law, Economics and Policy*, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2138254>.
- CHISHTI, S.; BARBERIS, J. **A Revolução Fintech: o manual das startups financeiras**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.
- CHRISTENSEN, C. M.; RAYNOR, M.; & MCDONALD, R. **What is disruptive innovation?** *Harvard Business Review*, 2015.
- CLAESSENS, S.; FROST, J.; TURNER, G.; ZHU, F. **Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues**. *BIS Quarterly Review*, 2018.
- COSTA, Larissa A.; GASSI, Daniela. **Fintechs e os bancos brasileiros: um estudo regulatório à luz da Lei 12.865**. ETIC, 2017.
- DAROLLES, S. **The rise of fintechs and their regulation**. *Financial Stability Review*, Banque de France, issue 20, pp. 85-92, 2016.
- HOCSTEIN, M. **BankThink Fintech (the Word, That Is) Evolves**. Disponível em: <https://www.americanbanker.com/opinion/fintech-the-word-that-is-evolves>. Publicado em 5 out. 2015. Último acesso em: 17 out. 2018.
- MAHER, M.; REYNOLDS, P.; MUYSSERT, P.; WANDSCHNEIDER, F. **Resetting Competition Policy Frameworks for the Digital Ecosystem**. *Groupe Speciale Mobile Association*, 2016.
- OECD. **Regulatory Policies in OECD Countries**. From intervencionismo to Regulatory Governance. 2002.

OECD. **Introductory Handbook for Undertaking Regulatory Impact Analysis (RIA)**. Version 1.0
October 2008.

YOSHINO, J. A. **Regulação do Sistema Financeiro Brasileiro**. São Paulo: Fipe/USP, 1998.