

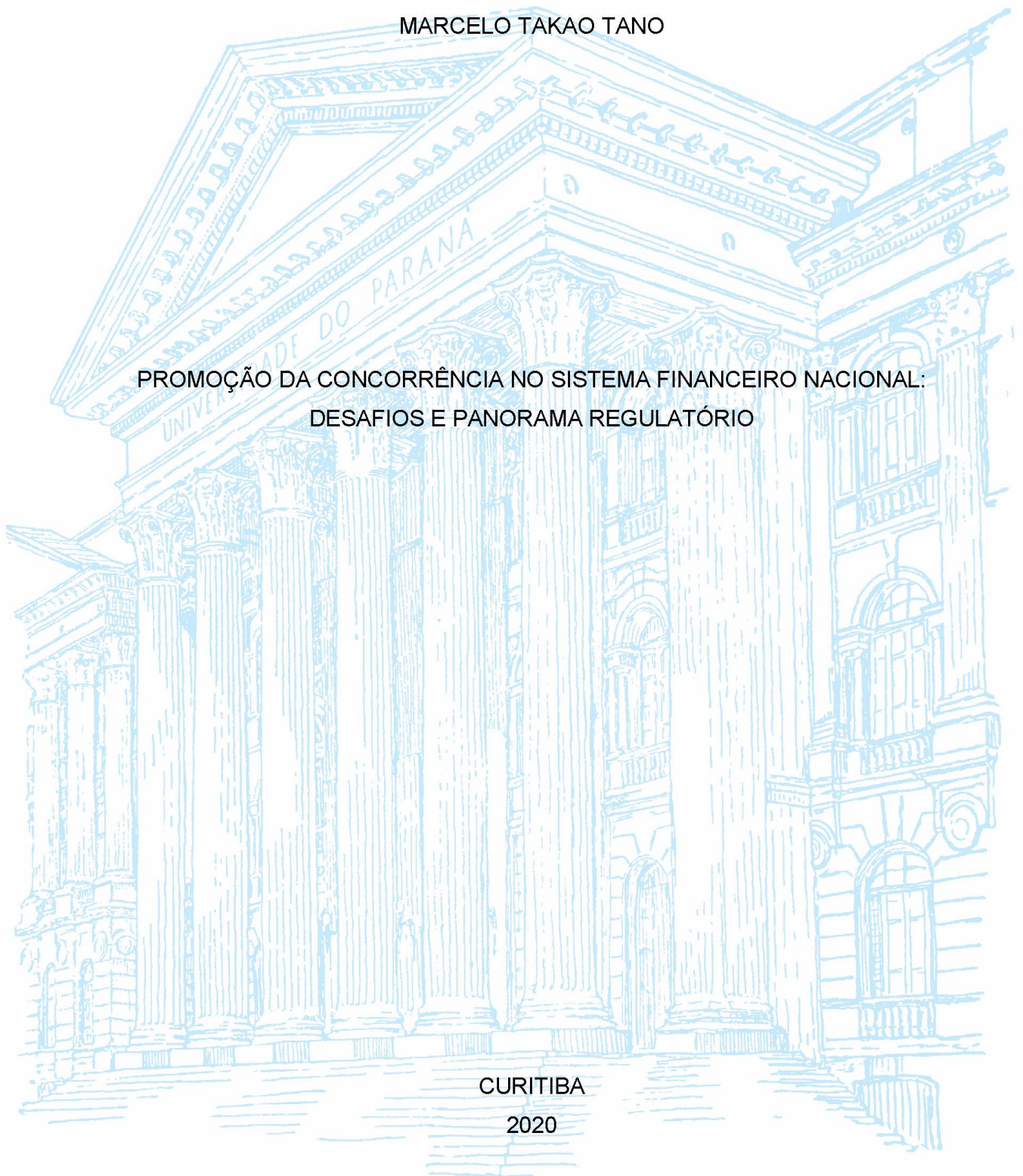
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MARCELO TAKAO TANO

PROMOÇÃO DA CONCORRÊNCIA NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL:
DESAFIOS E PANORAMA REGULATÓRIO

CURITIBA

2020



MARCELO TAKAO TANO

PROMOÇÃO DA CONCORRÊNCIA NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL:
DESAFIOS E PANORAMA REGULATÓRIO

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissional do Programa de Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Vinicius Klein

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Tano, Marcelo Takao

Promoção da concorrência no Sistema Financeiro Nacional: desafios
e panorama regulatório / Marcelo Takao Tano. – 2020.
102 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Economia, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Orientador: Vinicius Klein.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Concorrência. 2. Sistema Financeiro Nacional. 3. Regulação.
I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas.
Programa de Pós-Graduação em Economia. II. Klein, Vinicius. III. Título.

CDD 332.0981



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO ECONOMIA -
40001016051P7

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em ECONOMIA da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **MARCELO TAKAO TANO** intitulada: **PROMOÇÃO DA CONCORRÊNCIA NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: DESAFIOS E PANORAMA REGULATÓRIO**, sob orientação do Prof. Dr. VINICIUS KLEIN, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 13 de Abril de 2020.

Assinatura Eletrônica

22/07/2020 13:46:36.0

VINICIUS KLEIN

Presidente da Banca Examinadora (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

22/07/2020 13:19:44.0

ADALTO ACIR ALTHAUS JUNIOR

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

22/07/2020 14:26:56.0

EDUARDO OLIVEIRA AGUSTINHO

Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ)

AV. PREFEITO LOTHARIO MEISSNER, 632 - CURITIBA - Paraná - Brasil
CEP 80210-170 - Tel: (41) 3360-4464 - E-mail: ppgecon@ufpr.br

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 47186

Para autenticar este documento/assinatura, acesse <https://www.prppg.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp>
e insira o código 47186

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por ter me dado forças para nunca desistir deste sonho.

Aos meus familiares, por estarem comigo desde o início e com quem poderei contar por toda a vida.

À toda a família Tamada, por ser minha segunda família em mais esta etapa da vida.

Aos meus amigos que viveram junto comigo os momentos bons e os momentos desafiadores da vida.

Ao meu orientador, Vinicius Klein, por ter depositado em mim sua confiança, por acreditar na minha capacidade de desenvolver um bom trabalho e por durante o período de convivência ter se mostrado uma fonte de inspiração e admiração para mim.

Enfim, a todos que direta ou indiretamente colaboraram para a conclusão deste trabalho.

"When something is important enough, you do
it even if the odds are not in your favor"

Elon Musk

RESUMO

A crise financeira iniciada nos EUA em 2008 gerou impacto em diversas economias mundiais e mostrou o quão danosos são os efeitos desencadeados por estas crises, fato este que corrobora para a necessidade de intervenção regulatória no mercado financeiro, tanto visando mitigar falhas de mercado quanto para amenizar os efeitos que eventuais crises possam ocasionar. A partir de 2008, houve uma mudança na postura de atuação dos reguladores (tornando as regras de atuação mais rígidas para as instituições financeiras) e também houve o surgimento de novos modelos de negócios baseados em tecnologias inovadoras que apareceram não só com a proposta de prover melhores produtos e serviços ao consumidor por meio de soluções tecnológicas e aumentar a competição no mercado financeiro (em especial no setor bancário), mas também trouxeram desafios para a atuação dos reguladores, dada a complexidade e rapidez do desenvolvimento dos negócios emergentes.

Neste contexto, o presente trabalho defende a necessidade de promoção da concorrência no sistema financeiro nacional no cenário de concentração bancária, de forma a melhorar o bem-estar dos consumidores. Assim, inicialmente será apresentado o cenário de concentração bancária nacional e as características dos entrantes inovadores do mercado financeiro (*fintechs*). Em seguida, são apresentados os desafios regulatórios que tangenciam as atividades dessas empresas tecnológicas (exigindo uma abordagem regulatória mais ampla e flexível) e são apresentados casos de desconexão regulatória e de investidas dos bancos contra as *fintechs*. Por fim, elenca-se os avanços no panorama regulatório e iniciativas que buscam favorecer a promoção da concorrência no sistema financeiro nacional com a finalidade de aumentar o bem-estar do consumidor.

Palavras-chave: Concorrência. Fintech. Regulação. Sistema Financeiro Nacional.

ABSTRACT

The financial crisis that started in the USA in 2008 had an impact on several world economies and showed how harmful the effects triggered by these crises are, a fact that corroborates the need for regulatory intervention in the financial market, both to mitigate market failures and to mitigate the effects that any crises may cause. As of 2008, there was a change in the attitude of regulators (making the rules of operation more rigid for financial institutions) and there was also the emergence of new business models based on innovative technologies that appeared not only with the proposal to provide better products and services to consumers through technological solutions and to increase competition in the financial market (especially in the banking sector), but also brought challenges to the performance of regulators, given the complexity and speed of the development of emerging businesses.

In this context, the present work defends the need to promote competition in the national financial system in the scenario of banking concentration, in order to improve the well-being of consumers. Thus, initially the scenario of national banking concentration and the characteristics of innovative financial market entrants (*fintechs*) will be presented. Then, the regulatory challenges that pertain to the activities of these technological companies are presented (requiring a broader and more flexible regulatory approach) and cases of regulatory disconnection and investing of banks against *fintechs* are presented. Finally, the list of advances in the regulatory landscape and initiatives that seek to favor the promotion of competition in the national financial system in order to increase consumer well-being are listed.

Key-words: Competition. Fintech. Regulation. National Financial System.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – RADAR FINTECHLAB AGO/15	41
FIGURA 2 – RADAR FINTECHLAB JUN/19	41
FIGURA 3 – ABORDAGENS REGULATÓRIAS EM RELAÇÃO AO MODELO DE CRESCIMENTO.....	46

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1	– VALOR DE MERCADO DOS PRINCIPAIS GRUPOS FINANCEIROS E BIGTECHS – ABRIL/19.....	49
GRÁFICO 2	– PERCENTUAL DAS CAPTAÇÕES LÍQUIDAS DA XP CORRETORA POR BANCO DE ORIGEM EM JANEIRO DE 2017.....	65
GRÁFICO 3	– EVOLUÇÃO DAS TRANSAÇÕES BANCÁRIAS POR CANAL.....	82

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – EVOLUÇÃO DA CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA	25
TABELA 2 – EVOLUÇÃO DO QUANTITATIVO DE INSTITUIÇÕES AUTORIZADAS.....	26
TABELA 3 – SÍNTESE DOS INDICADORES DE CONCENTRAÇÃO (2016- 2018)	27
TABELA 4 – ÍNDICE DE LERNER - CRÉDITO.....	29
TABELA 5 – ÍNDICE DE LERNER - SERVIÇOS	30
TABELA 6 – INDICADOR DE BOONE.....	31
TABELA 7 – QUANTITATIVO DE INSTITUIÇÕES AUTORIZADAS – DEZEMBRO/2019.....	79

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

ABFintechs - Associação Brasileira de Fintechs
ABDE - Associação Brasileira de Desenvolvimento
AC - Ato de Concentração
ADCT - Ato das Disposições Constitucionais Transitórias
ANPD - Autoridade Nacional de Proteção de Dados
API - Application Programming Interfaces
APP - Aplicativo
ASIC - Australian Securities and Investments Commission
ATM - Automated Teller Machine
BAT - Baidu, Alibaba e Tencent
BCB - Banco Central do Brasil
BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento
CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
DECEM - Departamento de Competição e de Estrutura do Mercado Financeiro
DLT - Distributed Ledger Technology
FCA - Financial Conduct Authority
FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos
FSB - Financial Stability Board
FSRA - Financial Services Regulatory Authority
GAFA - Google, Amazon, Facebook e Apple
GDPR - General Data Protection Regulation
GFIN - Global Financial Innovation Network
IFs - Instituições Financeiras
IHHn - Índice de Herfindahl-Hirschman Normalizado
IoT - Internet of Things
LAB - Laboratório de Inovação Financeira
LBTR - Liquidação pelo Valor Bruto em Tempo Real
LGPD - Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais
LIFT – Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas
NFC – Near-field Communication
OSC - Ontario Securities Commission

P2P - Peer-to-Peer

PRA - Prudential Regulation Authority

PROEF - Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais

PROER - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

PROES - Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária

PSP - Prestador de Serviço de Pagamento

SCD - Sociedade de Crédito Direto

SDM - Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

SEC - Securities and Exchange Commission

SEP - Sociedade de Empréstimo entre Pessoas

SFN - Sistema Financeiro Nacional

SOI - Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores

SPI - Sistema de Pagamentos Instantâneo

SPB - Sistema de Pagamentos Brasileiro

Susep - Superintendência de Seguros Privados

TED - Transferência Eletrônica Disponível

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
2	SFN E FINTECHS	23
2.1	SFN E CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA	23
2.2	FINTECHS.....	35
3	DESAFIOS REGULATÓRIOS.....	43
3.1	CASO FAIRPLACE.....	53
3.2	CASO ITAÚ UNIBANCO E XP INVESTIMENTOS	55
3.3	CASO BRADESCO E GUIABOLSO	65
3.4	ANÁLISE DOS ESTUDOS DE CASO	69
4	PANORAMA REGULATÓRIO E NOVOS DESAFIOS.....	75
4.1	PANORAMA REGULATÓRIO	76
4.2	NOVOS DESAFIOS.....	81
4.2.1	Sistema de Pagamentos Instantâneo	81
4.2.2	Open Banking	87
4.2.3	Sandbox	92
5	CONCLUSÃO.....	98
	REFERÊNCIAS.....	101

1 INTRODUÇÃO

Afirmações como a “expressiva quantidade de desbancarizados” e o “elevado *spread* bancário¹” no país são frequentes nas mídias e muitas vezes associadas à baixa concorrência no setor bancário².

Pesquisa realizada pelo Instituto Locomotiva identificou a existência de 45 milhões de desbancarizados em 2019, significando que um em cada três brasileiros não possuiria conta bancária. Segundo dados do Banco Mundial³, os fatores que explicariam porque os brasileiros não possuem uma conta bancária seriam os seguintes: falta de recursos suficientes, preço alto dos serviços ofertados, utilização da conta de uma pessoa da família, distância até as instituições bancárias, falta de confiança nas instituições financeiras e a falta de documentação necessária para a abertura da conta. Estimativas são de que essa parcela não atendida pelos serviços bancários tradicionais movimenta anualmente no país mais de R\$ 800 bilhões⁴. Por outro lado, a população com acesso aos serviços bancários encontra-se frente a elevados *spreads* bancários⁵, sendo o Brasil o detentor do segundo maior *spread* bancário do mundo, atrás apenas de Madagáscar⁶.

¹ O *spread* bancário é a diferença, em percentual, entre a taxa de juros pactuada em operações de empréstimo e financiamento (taxa de aplicação) e a taxa de captação (remuneração paga pelas instituições financeiras em aplicações financeiras com o objetivo de captar recursos para conceder empréstimos). É importante salientar que o *spread* bancário não corresponde ao lucro auferido pelas instituições financeiras ao conceder empréstimos.

² NEXO JORNAL. **Como a concentração bancária afeta o PIB brasileiro**. 2020. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2020/02/18/Como-a-concentração-bancária-afeta-o-PIB-brasileiro-segundo-este-estudo>> Acesso em: 18/02/2020.

VALOR ECONÔMICO. **Spread sobe 1,4 ponto apesar de baixa da Selic**. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/01/30/spread-sobe-14-ponto-apesar-de-baixa-da-selic.ghtml>> Acesso em: 18/02/2020.

³ World Bank, The Global Findex Database: **Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution**. 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2HVVhtu>> Acesso em: 10/10/2019.

⁴ ÉPOCA NEGÓCIOS. **Brasil tem 45 milhões de desbancarizados**. 2019. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Brasil/noticia/2019/08/brasil-tem-45-milhoes-de-desbancarizados-diz-pesquisa.html>> Acesso em: 15/10/2019.

⁵ Conforme mencionado pelo economista Fernando Veloso “O *spread* bancário médio no Brasil é de 22,7%, mas ele é muito mais elevado no segmento de recursos livres, alcançando 39,9%. Já o crédito direcionado, que inclui operações de financiamento subsidiado do BNDES para empresas, e do Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal para os setores rural e imobiliário, é de apenas 3,7%”. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/proposta-do-senado-para-reduzir-o-spread-bancario>> Acesso em: 10/10/2019.

⁶ Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/spread-bancario-do-brasil-e-o-2o-mais-alto-do-mundo-entenda-por-que/>> Acesso em: 10/10/2019.

Estudo recente apresentado por Ornelas, Silva e Van Doornik (2020) com mais de 13 milhões de observações de empréstimos para empresas realizados pelos bancos comerciais privados no período de 2006 a 2015 mostrou a relação inversa entre concorrência e *spreads*, reforçando a teoria de exercício de poder de mercado por parte dos bancos. Os resultados mostraram o comportamento de “*capturar e extrair renda*” adotado pelos bancos privados no Brasil, situação na qual inicialmente são oferecidas taxas de juros mais baixas ao cliente (captura) e, posteriormente, aumentam-se as taxas de juros com a evolução do relacionamento (extrair rendas)⁷. Também foi evidenciado que quando as empresas mudam para bancos privados nos quais não possuíam relacionamento, pagam juros mais baixos.

A redução no quantitativo de instituições financeiras no setor nas últimas décadas corrobora o argumento, bem como o aumento nos índices de concentração bancária. Neste contexto, muito se discute sobre a necessidade de aumentar a competição no setor, de modo tanto a reduzir os custos ao consumidor, quanto levar a inclusão financeira a segmentos populacionais que hoje não são atendidos.

Contudo, o sistema bancário apresenta características que o tornam mais complexo de se analisar tanto em termos de regulação quanto de concorrência, dado o potencial impacto que este pode gerar na economia (como exemplos negativos de seus efeitos temos a recente crise de 2008 e a quebra da Bolsa de Valores de Nova York em 1929).

Enquanto autores como Keeley (1990) e Allen e Gale (2004) defendem a estabilidade da concentração, argumentando que o excesso de competição poderia causar problemas na estabilidade do setor bancário, autores como Boyd e Nicoló (2005) evidenciam a fragilidade da concentração bancária. Para Keeley, o aumento da competição no mercado forçaria os gestores a tomar maior risco em nome dos acionistas, dado que a concorrência reduziria os lucros tanto dos

⁷ Conforme citam Ornelas, Silva e Van Doornik (2020): “ [...] *Loans from firms switching to a private bank with no previous relationship have a spread around 32 basis points lower than renewing the loan with the same bank. When switching back to a bank with an existing relationship, firms face a spread 15 basis points higher than the renewing case... There is a positive association between the duration of the bank-firm relationship, measured both in years and in number of loans, and spreads. The sixth loan of a bank-firm relationship has a spread half percentage point higher than the first one, while the 15th loan has a spread one percentage point higher than the first loan. This increasing spread also affects firms after switching to a new private bank.*”

gestores quanto dos acionistas. Allen e Gale afirmam que o aumento do risco poderia também ser devido a uma exposição bancária maior ao contágio nos mercados competitivos. Nesta situação, um choque adverso poderia causar a insolvência de um banco, que geraria uma reação em cadeia falindo todas as demais instituições expostas a esta, sendo uma forte fonte de risco sistêmico. Já para Boyd e Nicoló, a cobrança de taxas de juros mais altas em um mercado bancário menos competitivo realçaria o comportamento de tomada de risco dos tomadores de empréstimos, aumentando a probabilidade de ocorrência de risco sistêmico.

Dentre as características específicas do sistema bancário podemos citar o sistema de reservas fracionárias, o descasamento de maturidade entre os ativos e passivos, bem como a elevada interligação dos mercados interbancários e do sistema de pagamentos, fatores estes que demonstram a suscetibilidade do setor ao risco sistêmico. Bandt e Hartmann (2000) definem evento sistêmico como aquele no qual “más notícias” sobre uma instituição financeira, ou sua insolvência, produzam uma sequência de efeitos adversos em outras instituições financeiras, ou mesmo na economia real.

Justifica-se assim a necessidade da regulação prudencial⁸ no setor financeiro visando não só a manutenção da estabilidade financeira, mas também para garantir a concorrência no setor.

Neste contexto, o presente trabalho propõe-se a evidenciar o cenário de concentração bancária nacional e a necessidade de promoção da concorrência no sistema financeiro nacional com o objetivo de aumentar o bem-estar dos consumidores.

Na primeira parte deste trabalho é apresentada a evolução do cenário de concentração bancária nacional que traz à tona a discussão quanto a necessidade de atuação de regulação e concorrência no setor. Em seguida é apresentada a definição de *fintechs*, que prometem (ao menos, em tese) aumentar a concorrência no setor bancário nacional, seja pela simples entrada de novos ofertantes de serviços financeiros no setor, seja pelas tecnologias

⁸ A regulação prudencial estabelece requisitos para as instituições financeiras com foco no gerenciamento de riscos e nos requerimentos mínimos de capital para fazer face aos riscos decorrentes de suas atividades, visando a minimização de eventuais riscos sistêmicos.

trazidas pelos novos agentes (que em conjunto aumentariam a concorrência, trariam eficiência e melhorariam o bem-estar dos consumidores).

Na segunda parte adiciona-se a discussão referente aos desafios regulatórios no sistema financeiro que vieram à tona com o advento de novas tecnologias disruptivas e que são utilizadas por novos agentes (*fintechs* e *BigTechs*) na oferta de produtos e serviços por vias digitais. Do ponto de vista dos consumidores o movimento seria visto com entusiasmo, dada uma possível melhora na qualidade dos produtos e serviços ofertados pelos novos agentes e a inclusão financeira de segmentos populacionais que não eram atendidos até então pelas instituições estabelecidas no mercado. Quanto as já estabelecidas instituições financeiras estas estariam postas em sinal de alerta tanto pelas *fintechs* (*too small to care*) quanto pelas *BigTechs* (*too large to ignore*), sendo a entrada desses agentes no mercado fator de acirramento de competição no setor. Demonstra-se por meio de três casos nacionais (Fairplace, XP Investimentos e GuiaBolso) as dificuldades para a consolidação e as investidas realizadas pelos grandes bancos contra as *fintechs* que ameaçam seus negócios.

Conforme aborda Viscusi (2005) a evolução do pensamento acerca da regulação dividir-se-ia em três estágios: I) Análise Normativa como Teoria Positiva; II) Teoria da Captura e III) Teoria Econômica da Regulação.

O primeiro estágio indicaria quando a regulação deveria ocorrer, sendo esta justificada em indústrias que apresentassem falhas de mercado, alguns exemplos contemplariam o monopólio natural e as externalidades. Ambas as falhas apresentam ineficiências na alocação produtiva, justificando a intervenção governamental para corrigi-las e aumentar o bem-estar social.

Críticas à Teoria Positiva como a falta de mecanismos de testes para verificar se a regulação gerada ocorreu para corrigir as falhas de mercado e pouca evidência para apoio teórico levou ao desenvolvimento do segundo estágio: a Teoria da Captura. Neste segundo estágio, mais alinhada às evidências empíricas, a regulação seria vista como pró-produtor, tendendo a aumentar seus lucros. Segundo a Teoria da Captura, os legisladores e/ou as agências reguladoras seriam capturados pela indústria ao longo do tempo, agindo em favor dos regulados, configurando assim a captura.

Apesar da maior aderência empírica em comparação à Teoria Positiva, a Teoria da Captura também apresenta fragilidades como a falta de explicação sobre como a regulação seria controlada pela indústria, já que existem outros grupos de interesse como consumidores e trabalhadores, apenas aceitando ser pró-produtor. Outra questão a se levar em conta seriam as fortes evidências de regulações que não foram apoiadas pela indústria e resultavam em menores lucros aos regulados⁹.

Uma mudança de paradigma ocorre a partir de 1971, com o trabalho de George Stigler intitulado "*The Theory of Economic Regulation*"¹⁰, no qual aponta que o Estado possuiria o poder coercitivo e grupos de interesse que conseguissem convencê-lo a usar este poder em seu benefício aumentariam o seu próprio bem-estar. Adicionalmente, os agentes seriam racionais e escolheriam as ações que maximizariam a sua utilidade. Essas premissas permitiram a construção de uma teoria propriamente dita sobre regulação, prevendo quais indústrias seriam reguladas e quais seriam as formas de regulação.

Desde então surgiram outras contribuições para o desenvolvimento da Teoria Econômica da Regulação, notadamente as trazidas por Peltzman (1976) e Becker (1983). Para Peltzman, os legisladores seriam movidos pelo desejo de manutenção de seus cargos, assim, a legislação seria projetada para maximizar o seu apoio político. Enquanto isso, os grupos de interesse ofertariam apoio político em troca de uma regulação favorável para si. Na disputa entre os grupos provavelmente sairiam vencedores os pequenos grupos bem organizados¹¹ ao

⁹ Como exemplo estariam as regulações de preços do petróleo e do gás natural e as regulações sociais sobre meio ambiente segurança do produto e do trabalhador.

¹⁰ Stigler (1971): "*The central tasks of the theory of economic regulation are to explain who will receive the benefits or burdens of regulation, what form regulation will take, and the effects of regulation upon the allocation of resources*" [...] "*The state has one basic resource which in pure principle is not shared with even the mightiest of its citizens: the power to coerce.*" [...] "*These powers provide the possibilities for the utilization of the state by an industry to increase its profitability.*" [...] "*We propose the general hypothesis: every industry or occupation that has enough political power to utilize the state will seek to control entry. In addition, the regulatory Policy will often be so fashioned as to retard the rate of growth of new firms*".

¹¹ Isso explicaria porque a maioria das regulações favorecia os produtores, sendo estes tipicamente em menor número e recebendo grandes benefícios da regulação. Em contraposição estariam os milhões de consumidores no qual a regulação poderia ser prejudicial no agregado, mas o impacto a cada um dos consumidores seria pequeno. Adiciona-se ainda a dificuldade de coordenação dos interesses dos milhões de consumidores.

invés dos grandes grupos fracamente organizados (estes possuiriam a desvantagem dos “caronas”)¹².

Enquanto o modelo de Stigler/Peltzman é baseado em um legislador ou regulador que pauta sua ação regulatória visando maximizar seu apoio político, Becker (1983) aborda a competição entre os grupos de interesse assumindo que a regulação é usada para aumentar o bem-estar dos grupos de interesse mais influentes¹³. Algumas das importantes conclusões que podem ser extraídas do trabalho de Becker são que as políticas regulatórias que melhoram o bem-estar tendem a ser implementadas em detrimento das que não melhoram e também que setores afetados por falhas de mercado tendem a ser regulados (pois há espaço para ganhos de bem-estar) mas o que determinaria a atividade regulatória seria a relativa influência dos grupos de interesse e a sua eficiência em pressionar reguladores e legisladores.

Apesar de ainda apresentar limitações empíricas, a Teoria Econômica da Regulação apresenta importante avanço no entendimento da atuação regulatória governamental do ponto de vista ortodoxo.

Cabe salientar que o presente trabalho não tem por finalidade a investigação da atuação regulatória do sistema financeiro sob o olhar das teorias econômicas ortodoxas até então vigentes, mas pretende traçar um panorama de

¹² Peltzman (1976): *“To summarize the argument briefly, the size of the dominant group is limited in the first instance by the absence of something like ordinary-market-dollar voting in politics. Voting is infrequent and concerned with a package of issues. In the case of a particular issue, the voter must spend resources to inform himself about its implications for his wealth and which politician is likely to stand on which side of the issue. That information cost will have to offset prospective gains, and a voter with a small per capita stake will not, therefore, incur it. In consequence the numerically large, diffuse interest group is unlikely to be an effective bidder, and a policy inimical to the interest of a numerical majority will not be automatically rejected. A second major limit on effective group size arises from costs of organization. It is not enough for the successful group to recognize its interests; it must organize to translate this interest into support for the politician who will implement it. This means not only mobilizing its own vote, but contributing resources to the support of the appropriate political party or policy: to finance campaigns, to persuade other voters to support or at least not oppose the policy or candidate, perhaps occasionally to bribe those in office. While there may be some economies of scale in this organization of support and neutralization of opposition, these must be limited. The larger the group that seeks the transfer, the narrower the base of the opposition and the greater are the per capita stakes that determine the strength of opposition, so lobbying and campaigning costs will rise faster than group size. The cost of overcoming “free riders” will also rise faster than group size. This diseconomy of scale in providing resources then acts as another limit to the size of the group that will ultimately dominate the political process.”*

¹³ Becker (1983): *“Political influence is not simply fixed by the political process, but can be expanded by expenditures of time and money on campaigns contributions, political advertising, and in other ways that exert political pressure. Political equilibrium has the property that all groups maximize their incomes by spending their optimal amount on political pressure, given the productivity of their expenditures, and the behavior of others groups [...].”*

como os instrumentos regulatórios podem ser adaptados as necessidades de maior flexibilidade, dada a rápida evolução dos modelos de negócios propiciados pela evolução tecnológica.

O avanço das inovações é um fato, ainda que não seja um objetivo direto da regulação, estas podem ser entendidas como um meio para aumentar a competitividade e reduzir ineficiências no mercado, levando a um ganho de bem-estar. Cabe assim ao regulador a tarefa de garantir a estabilidade do sistema financeiro sem prejudicar a entrada de novas empresas no mercado nem inibir a inovação. É necessária a atuação do regulador de uma forma dinâmica para garantir a segurança jurídica para os novos modelos de negócio e para os consumidores, bem como mitigar possíveis riscos sistêmicos ao trazer os novos agentes para o universo regulado.

Por fim, são evidenciadas algumas iniciativas e avanços regulatórios que caminham no sentido de propiciar o aumento da concorrência, inovação e eficiência no sistema financeiro nacional.

2 SFN E FINTECHS

Mercados financeiros desenvolvidos e saudáveis são essenciais para o desenvolvimento dos países. A sua complexidade faz com que autoridades regulatórias tomem cuidado redobrado em sua regulação e fiscalização a fim de evitar grandes problemas tanto no sistema financeiro quanto nos demais setores econômicos. Podemos citar como exemplo os problemas decorrentes da insolvência de uma instituição financeira, que poderia ocasionar um evento de risco sistêmico nas demais instituições financeiras, onde a quebra de várias instituições impactaria também a economia real. Assim, entender a sua composição e o seu funcionamento são de suma importância para identificar oportunidades de melhoria orgânica no sistema financeiro e conseqüentemente propiciar melhoria no bem-estar da sociedade. A seguir será discutido o atual cenário do sistema financeiro nacional, que possui alto teor de concentração, e posteriormente introduzido os novos agentes que prometem concorrer com as instituições até então estabelecidas no sistema financeiro nacional, as *fintechs*.

2.1 SFN E CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA

O Sistema Financeiro Nacional (SFN)¹⁴ é composto por um conjunto de entidades e instituições responsáveis pela promoção da intermediação financeira, tendo como representante mais emblemático a figura dos bancos. Segundo Santos (2000) um dos importantes papéis dos bancos na economia é a intermediação financeira entre os agentes econômicos superavitários (aplicadores de recursos) e os agentes econômicos deficitários (demandantes de recursos). Assim, os intermediários financeiros seriam essenciais por prover serviços de divisibilidade e transformação de riscos, que os emprestadores não poderiam obter por si mesmos devido aos custos de transação envolvidos.

¹⁴ O SFN é composto por agentes normativos, supervisores e operadores. De maneira pragmática, os órgãos normativos determinam as regras gerais para o funcionamento do sistema, os supervisores fiscalizam o cumprimento das normas, enquanto os operadores realizam as funções de intermediação no sistema, ofertando os serviços financeiros.

O sistema bancário nacional passou por forte transformação e consolidação em 1994 com a adoção do Plano Real, com a instituição do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER)¹⁵ em 1995 e com a criação do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) em 1996. Destaca-se ainda um terceiro programa, aprovado em 2001, denominado Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF)¹⁶.

Conforme Nakane e Alencar (2004), entre 1994 e 2003, o número de instituições financeiras bancárias no Brasil sofreu uma redução de cerca de 33%, resultado de liquidações bancárias, fusões, aquisições, privatizações e entrada de novos bancos estrangeiros. Desde então, o processo de concentração aumentou, situação que traz à tona o papel e a atuação dos reguladores do setor.

A concentração neste período seria também resultado inicialmente, no pós-real, devido ao fim do “lucro inflacionário”. Posteriormente, com a queda da taxa de juros, as concentrações eram devidas à busca de ganhos de escala por parte dos bancos.

A Tabela 1, apresentada por Silva (2013), demonstra a evolução da concentração bancária no Brasil entre 2000 e 2013. Os números demonstram a evolução do grau de concentração do mercado bancário, com maior destaque para os segmentos de crédito rural e imobiliário. Os quatro maiores bancos apresentavam 51,7% dos ativos totais do sistema financeiro (CR4) em 2000 e em 2013 apresentavam 69,4% dos ativos totais do sistema financeiro.

¹⁵ O PROER, destinado às instituições privadas, foi criado pelo Medida Provisória nº 1.179 de 03/11/1995 e posteriormente convertida na Lei nº 9.710 de 19/11/1998, que dispunha sobre medidas de fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional. O programa possuía os seguintes objetivos: (I) assegurar a liquidez do sistema bancário por meio de linhas especiais de crédito garantindo o equilíbrio de ativos e passivos da instituição beneficiária; (II) liberação de recursos provenientes da reserva monetária para as instituições financeiras adquirir outras; (III) flexibilização de limites operacionais das instituições financeiras; e (IV) benefícios e tratamentos fiscais diferenciados para as despesas provenientes da reestruturação bem como de perdas dela resultantes.

¹⁶ Para uma descrição aprofundada desses programas, suas finalidades e o instrumental adotado consultar Verçosa (2001, p. 257).

TABELA 1 – EVOLUÇÃO DA CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA

Discriminação	Ativo	Depósito	Crédito	Empréstimo	Financiamento	Rural	Imobiliário
Ano: 2000							
CR4 ¹	51,7	51,3	52,9	49,8	37,8	80,2	91,8
CR8 ²	67,0	67,9	67,9	65,3	55,0	89,7	95,7
HHI ³	838,60	841,50	870,90	773,90	535,80	3382,40	6585,90
Ano: 2007							
CR4	53,2	54,9	53,4	53,1	51,2	74,0	86,7
CR8	73,4	74,7	75,5	73,8	76,3	84,6	97,7
HHI	861,10	917,70	930,50	886,30	935,20	3337,20	4432,90
Ano: 2013							
CR4	69,4	70,9	71,4	71,1	62,9	82,6	90,7
CR8	85,3	86,5	86,7	87,0	84,0	91,0	99,3
HHI	1338,00	1386,70	1441,70	1420,60	1239,00	4520,60	4855,90

FONTE: Banco Central do Brasil (2013).

NOTA: valores em pontos percentuais

1/ CR4 representa a proporção dos negócios dos 4 maiores bancos, em relação ao total do sistema financeiro.

2/ CR8 representa a proporção dos negócios dos 8 maiores bancos, em relação ao total do sistema financeiro.

3/ HHI é o índice de concentração de Herfindahl-Hirschman.

Corroborando para o cenário de concentração, verificamos na Tabela 2 a evolução da quantidade de instituições autorizadas a funcionar no sistema financeiro nacional. Os dados mostram que no período de 2008 a 2018 houve uma redução do número de instituições autorizadas pelo BCB a funcionar (de 2.423 para 1.677). Essa alteração é resultado tanto pela busca de uma maior racionalização e ganhos de escala por parte das instituições quanto pela saída das instituições por perda de competitividade no setor.

Analisando apenas o segmento bancário (que concentra cerca de 90% dos ativos do sistema), verificamos uma pequena redução (de 182 instituições bancárias em 2008, para 172 instituições bancárias em 2018)¹⁷.

¹⁷ As instituições bancárias são classificadas nas seguintes modalidades: banco comercial, banco de investimento, banco múltiplo, banco de câmbio, banco de desenvolvimento e caixa econômica. O banco múltiplo é constituído por no mínimo duas carteiras operacionais, sendo uma delas obrigatoriamente a carteira comercial ou de investimento/desenvolvimento, e as demais escolhidas pela instituição bancária entre as carteiras de crédito financiamento e investimento, crédito imobiliário e arrendamento mercantil. A modalidade caixa econômica, por sua vez, compreende as empresas públicas com autorização específica para realizar operações bancárias, e é representada atualmente somente pela Caixa Econômica Federal.

TABELA 2 – EVOLUÇÃO DO QUANTITATIVO DE INSTITUIÇÕES AUTORIZADAS

Segmento	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Banco Múltiplo	138	145	139	139	138	132	130	132	133	132	131
Banco Comercial ¹	21	19	20	21	23	23	22	21	21	21	20
Banco de Desenvolvimento	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Caixas Econômicas Federal	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Investimento	18	16	15	14	14	14	14	13	14	13	12
Banco de Câmbio	0	0	2	2	2	3	3	3	3	3	4
Subtotal universo supervisionado bancário	182	185	181	181	182	177	174	174	176	174	172
Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento	55	58	61	60	59	58	55	53	53	56	58
Sociedade de Arrendamento Mercantil	36	34	33	31	30	29	27	27	25	24	21
Sociedade de Crédito Imobiliário ² e Associação de Poupança e Empréstimo	18	17	14	14	12	11	9	8	4	3	3
Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte	47	46	45	42	40	38	40	40	38	38	36
Agência de Fomento	12	14	15	16	16	16	16	16	16	16	16
Companhia Hipotecária	6	6	7	8	7	8	7	8	9	7	6
Sociedade de Crédito Direto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
Subtotal outras instituições de crédito não bancárias	174	175	175	171	164	160	154	152	145	144	141
Cooperativa de Crédito	1462	1416	1377	1328	1269	1209	1163	1113	1078	1023	977
Subtotal não-bancário e cooperativa de crédito	1636	1591	1552	1499	1433	1369	1317	1265	1223	1167	1118
Sociedade Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	107	109	107	100	95	93	92	87	79	75	68
Sociedade Corretora de Câmbio	45	45	44	49	57	62	66	63	63	61	63
Sociedade Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	136	127	127	127	118	116	108	102	101	95	94
Subtotal Intermediação	288	281	278	276	270	271	266	252	243	231	225
Instituição de Pagamento	-	-	-	-	-	-	-	-	1	6	10
Subtotal Instituições de Pagamento	-	-	-	-	-	-	-	-	1	6	10
Sociedade Administradora de Consórcio	317	309	301	284	222	199	186	172	166	156	152
Subtotal Administradora de Consórcio	317	309	301	284	222	199	186	172	166	156	152
Subtotal universo supervisionado não bancário	2241	2181	2131	2059	1925	1839	1769	1689	1633	1560	1505
Total	2423	2366	2312	2240	2107	2016	1943	1863	1809	1734	1677

FONTE: Unicad, Relatório de Economia Bancária (BCB), 2018

1/ Inclui os bancos estrangeiros (filiais no país) 2/ Inclui sociedades de crédito imobiliário (Repassadoras / SCIR), que não podem captar recursos junto ao público

3/ Foram consideradas as instituições nas seguintes situações: "Autorizadas sem Atividade" "Autorizadas em Atividade"; "Em Adm. Especial Temporária"; "Em Intervenção" e "Paralisadas"

Já quando analisamos o setor não bancário (detentor de 10% dos ativos do sistema) verificamos uma variação de 2.241 instituições para 1.505 (redução de 736 instituições no período)¹⁸. Cabe também destaque para o setor de intermediação, onde houve uma concentração nas corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, resultado do crescimento do modelo de negociação eletrônica via *home brokers*, que aflorou a competição entre as instituições, levando a saída dos agentes menos eficientes ou com pouca escala operacional.

TABELA 3 – SÍNTESE DOS INDICADORES DE CONCENTRAÇÃO (2016-2018)

Indicadores	Segmento bancário e não bancário			Segmento bancário			Segmento bancário comercial		
	Dez-2016	Dez-2017	Dez-2018	Dez-2016	Dez-2017	Dez-2018	Dez-2016	Dez-2017	Dez-2018
Ativo Total									
IHHn	0,1149	0,1139	0,1089	0,1398	0,1396	0,1333	0,1452	0,1449	0,1389
RC5	71,2%	70,8%	69,3%	81,2%	81,1%	79,5%	82,7%	82,6%	81,2%
Equivalente do IHHn	8,7	8,8	9,2	7,2	7,2	7,5	6,9	6,9	7,2
Depósito Total									
IHHn	0,1544	0,1411	0,1297	0,1710	0,1566	0,1447	0,1740	0,1593	0,1479
RC5	81,3%	80,0%	78,4%	85,6%	84,3%	82,9%	86,4%	85,0%	83,8%
Equivalente do IHHn	6,5	7,1	7,7	5,8	6,4	6,9	5,7	6,3	6,8
Operações de Crédito									
IHHn	0,1291	0,1276	0,1250	0,1629	0,1614	0,1530	0,1723	0,1780	0,1630
RC5	74,3%	73,0%	70,9%	83,3%	83,4%	82,2%	85,7%	85,8%	84,8%
Equivalente do IHHn	7,7	7,8	8,3	6,1	6,2	6,5	5,8	5,9	6,1

FONTE: Relatório de Economia Bancária (BCB), 2018

Para mensurar o nível de concentração setorial, dois indicadores muito utilizados são o índice de Herfindahl-Hirschman Normalizado (IHHn)¹⁹ e a Razão

¹⁸ Destaca-se a redução das cooperativas de crédito, induzidas por fusões e incorporações estimuladas pelo BCB e alinhadas as práticas internacionais (Exemplo: em 2016, na Holanda, 106 cooperativas de crédito em atuação no país e o Banco Rabobank fundiram-se numa única instituição, denominada Coöperatieve Rabobank U.A)

¹⁹ O índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) é utilizado pelas autoridades nacionais e internacionais de defesa da concorrência como instrumento acessório na avaliação de níveis de concentração econômica. Em sua versão normalizada, o IHHn, o índice é obtido pelo somatório do quadrado da participação na forma decimal de cada instituição financeira (IF) no mercado considerado: $IHHn = (IF_1)^2 + (IF_2)^2 + \dots + (IF_j)^2$, resultando num número entre zero e um. Baseado no Guia para Análise de Atos de Concentração, divulgado pelo Comunicado nº 22.366, de 27 de abril de 2012, o BCB considera que mercados que registram valores correspondentes ao IHHn situados entre 0 e 0,1000 são considerados de baixa concentração;

de Concentração dos Cinco Maiores (RC5)²⁰, usados inclusive pelo BCB para monitoramento do SFN, com foco na manutenção de sua estabilidade.

A Tabela 3 apresenta os índices IHH_n, RC5 e Equivalente do IHH_n²¹ considerando os níveis de agregação:

- Segmento bancário e não bancário (b1+b2+b3+b4)²²
- Segmento bancário (b1+b2)
- Segmento bancário comercial (b1)

A análise dos índices de concentração do período recente analisado indica uma redução de concentração nas três variáveis e nos três segmentos (ainda que permaneça elevado o grau de concentração).

Cabe salientar que o fato de um mercado ser concentrado não necessariamente significa ineficiência, inclusive alguns mercados praticamente exigem a concentração para serem eficientes (a exemplo dos monopólios naturais). Para verificar a eficiência de um mercado precisamos verificar se existe competição neste mercado, de forma a que sejam oferecidos melhores serviços para a coletividade.

Neste sentido, medidas para avaliar o grau de competição nos setores econômicos amplamente utilizadas são os indicadores de Lerner (1934) e Boone (2008). O indicador de Lerner mede a razão entre o *markup* e o preço, sendo um *markup* relativo, no qual quanto menor a elasticidade-preço da demanda²³, maior é o indicador de Lerner. Assim, quanto maior for o poder de mercado auferido pela instituição, maior a margem de lucro obtida e maior o valor do indicador de Lerner. Já o indicador de Boone mede a sensibilidade da participação de mercado das instituições financeiras a variações no custo marginal. Assim,

acima de 0,1000 até 0,1800, de moderada concentração; e acima de 0,1800 até 1, de elevada concentração.

²⁰ A razão de concentração de ordem k é um índice positivo que fornece a parcela de mercado das k maiores empresas da indústria ($k = 1, 2, \dots, n$). Quanto maior o valor do índice, maior é o poder exercido pelas k maiores empresas.

²¹ O "equivalente número IHH_n" (η), que retrata o número de instituições financeiras (IF's), com participação idêntica no mercado, que geraria o mesmo IHH_n observado, i.e. $IHH_n = 1/\eta$. Por exemplo, um equivalente número IHH_n igual a 7 indica que o IHH_n observado seria $IHH_n = 1/7$. Portanto, quanto maior a concentração, maior o IHH_n e menor o equivalente número IHH_n.

²² O segmento (b1) engloba os bancos comerciais, os múltiplos com carteira comercial e as caixas econômicas; (b2) os bancos múltiplos sem carteira comercial e os bancos de investimento; (b3) as cooperativas de crédito e (b4) os bancos de desenvolvimento.

²³ A elasticidade-preço da demanda pode sofrer variações tanto do lado do consumidor (exemplo: preferências do consumidor) quanto nas restrições estruturais de oferta setorial.

situações em que alterações nos custos marginais não resultem em mudanças na participação de mercado indicam baixa concorrência.²⁴

A seguir, nas Tabelas²⁵ 4, 5 e 6 são apresentados os resultados das estimações realizadas para três períodos: I) 2000-2018; II) 2000-2008 (pré-crise) e III) 2009-2018 (pós-crise)²⁶.

TABELA 4 – INDICADOR DE LERNER - CRÉDITO

Segmento	2000-2018	2000-2008	2009-2018
Sistema Bancário	0,559	0,661	0,468
Bancos Públicos	0,374	0,482	0,277
Bancos Privados	0,580	0,682	0,489

FONTE: Relatório de Economia Bancária (BCB), 2018

Nota: Os valores representam a média da mediana de cada semestre durante o período indicado.

Os dados da Tabela 4 indicam que houve uma melhora nas condições de concorrência bancária na área de crédito, havendo uma redução do índice de 0,661 (pré-crise) para 0,468 (pós-crise), movimento este que foi acompanhado tanto pelos bancos privados quanto pelos bancos públicos, demonstrando redução na capacidade dessas instituições de repasse dos custos ao tomador final de crédito.

Analisando o indicador de Lerner para Serviços verificamos uma queda em todos os segmentos observando o período pré-crise e pós crise, tendência esta que também foi presenciada na análise do índice para crédito. Porém, a redução verificada no mercado de serviços foi menor que a verificada para o

²⁴ Para uma análise detalhada da metodologia de cálculo dos indicadores de Lerner e Boone, consultar: Relatório de Economia Bancária (2018) e Relatório de Economia Bancária (2017).

²⁵ No estudo foram estimadas três especificações do modelo descrito pela Equação (5), dependendo do produto considerado. A especificação 1 considera como produtos o estoque de crédito e demais ativos (ativos – estoque de crédito); a especificação 2 inclui também os ativos de tesouraria (Títulos e Valores Mobiliários – TVM); e a especificação 3 inclui, além dos ativos considerados na especificação 2, o número de pacotes de serviços. A inclusão de pacotes de serviços na função de custos das instituições financeiras tem a finalidade de filtrar eventuais efeitos cruzados entre taxas de juros cobradas nas operações de crédito e a tarifa cobrada pela utilização de cesta de serviços financeiros prestados, principalmente, por grandes instituições financeiras de varejo. As Tabelas 4, 5 e 6 levam em consideração a especificação 3 (modelo mais amplo).

²⁶ Neste período verifica-se uma ampliação da oferta de serviços financeiros e aumento da eficiência bancária, com o aumento do uso de serviços de autoatendimento em transações via *internet banking* e aplicativos de *smartphones*.

mercado de crédito, podendo indicar um possível efeito substituição, onde a diminuição do *markup* de serviços seria menor devido a absorção de parte da perda do *markup* de crédito.

TABELA 5 – INDICADOR DE LERNER – SERVIÇOS

Segmento	2000-2018	2000-2008	2009-2018
Sistema Bancário	0,875	0,907	0,846
Bancos Públicos	0,816	0,862	0,774
Bancos Privados	0,889	0,921	0,860

FONTE: Relatório de Economia Bancária (BCB), 2018

O indicador de Boone tem como hipótese de que firmas com baixo custo marginal de produção operariam com margem operacional mais elevada, situação que permitiria “sacrifício” de parte da margem, reduzindo preços, para obter maior participação de mercado. Intuitivamente, a eficiência empresarial levaria a concentração do mercado.

Espera-se que indicador de Boone (β) seja negativo, visto que bancos com baixo custo marginal ganhariam participação de mercado e, quanto menor for este parâmetro, maior o grau de competição²⁷.

Assim, analisando os dados da Tabela 6, verificamos que houve uma melhora nas condições competitivas de crédito bancário pós-crise de 2008 (indicador evoluiu de -0,0794 para -0,1867). Quanto ao indicador de Boone para serviços verificamos o sinal positivo em todos os recortes temporais, o que pode indicar que os clientes seriam pouco sensíveis a preço exclusivamente e levariam em conta outros fatores como segurança, pacote de serviços ou comodidade para concentrar seus negócios em apenas uma instituição.

²⁷ Ressalta-se ainda o caso em que o β possa ser positivo, situação na qual os bancos com maiores custos marginais ganhariam participação de mercado por meio da prestação de serviços diferenciados e de boa qualidade, para um público que não tomaria suas decisões apenas por preços, mas sim por um conjunto de serviços prestados pelos bancos.

TABELA 6 – INDICADOR DE BOONE

Especificação	2000-2018	2000-2008	2009-2018
Crédito (Modelo 1)	-0,1336*** (0,0229)	-0,0909*** (0,0229)	-0,2026*** (0,0331)
Crédito (Modelo 2)	-0,1214*** (0,0233)	-0,0847*** (0,0232)	-0,1807*** (0,0317)
Crédito (Modelo 3)	-0,1209*** (0,0245)	-0,0794*** (0,0246)	-0,1867*** (0,0329)
# Obs	3.481	3.481	3.481
Serviços (Modelo 3)	0,1216*** (0,0392)	0,0936* (0,0481)	0,1347*** (0,0381)
# Obs	2.098	2.098	2.098

FONTE: Relatório de Economia Bancária (BCB), 2018

Nota: Na estimação da função de custo total, a especificação Modelo 1 inclui crédito e demais ativos; a Modelo 2 inclui crédito, TVM e demais ativos; e a Modelo 3 inclui crédito, TVM, Total de Clientes e demais ativos. (*) significante a 10%; (**) significante a 5%; e (***) significante a 1%. O erro-padrão é indicado entre parênteses.

Assim, de modo geral, os indicadores de Lerner e Boone evidenciam que houve uma elevação do grau de concorrência entre as instituições financeiras ao se analisar os períodos pré-crise (2000-2008) e pós-crise (2009-2018). No entanto, também se verificou um aumento da concentração no período analisado, seja pelo próprio crescimento orgânico das empresas mais eficientes seja por atos de concentração (fusões e aquisições), havendo relativa estabilidade no biênio 2017-2018.

Um fator adicional que corroborou para o cenário de concentração no setor bancário foi a existência de barreiras à entrada, barreiras estas que dificultam a entrada de novos agentes e conseqüentemente geram uma redução competitiva no setor, favorecendo os já estabelecidos. Podemos elencar cerca de três grandes barreiras à entrada no setor bancário: as tecnológicas, as regulatórias e as informacionais.

Referente as barreiras tecnológicas podemos mencionar os grandes investimentos necessários em infraestrutura e armazenamento de dados que são necessários para a prestação de serviços e manter atendimento ao cliente, bem como suportar a capilaridade pelo território nacional.

Quanto as barreiras regulatórias estas priorizam questões referentes a manutenção da estabilidade do sistema e sua solidez, mas que limitam a entrada

de novos agentes no setor. Conforme argumentam Curado e Dodl (2017) exigiria-se das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB um valor de capital mínimo²⁸ realizado e patrimônio líquido bastante elevado como uma forma de minimizar o risco de que uma instituição entrante e relativamente frágil viesse a apresentar problemas de solidez, valor este exigido que seria compatível para instituições já estabelecidas no mercado mas seriam pesadas exigências para empresas entrantes e em desenvolvimento. A medida seria uma alternativa do ponto de vista da manutenção da estabilidade do sistema, mas também seria vista como uma barreira a entrantes (através do viés de seleção) e poderia gerar eventuais ineficiências alocativas²⁹.

Outro exemplo de barreira regulatória seria a diferenciação de capital estrangeiro e capital nacional nas instituições, sendo a participação de capital estrangeiro sujeita à aprovação do Presidente da República, via Decreto Presidencial, para poder atuar no setor financeiro nacional. Tal trâmite pode ser

²⁸ Resolução nº 2.607: “[...] Art. 1º Os limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido abaixo especificados devem ser permanentemente observados pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil: I - R\$17.500.000,00 (dezesete milhões e quinhentos mil reais): banco comercial e carteira comercial de banco múltiplo; II - R\$12.500.000,00 (doze milhões e quinhentos mil reais): banco de investimento, banco de desenvolvimento, correspondentes carteiras de banco múltiplo e caixa econômica; III - R\$7.000.000,00 (sete milhões de reais): sociedade de crédito, financiamento e investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade de arrendamento mercantil e correspondentes carteiras de banco múltiplo; IV - R\$3.000.000,00 (três milhões de reais): companhia hipotecária; V - R\$1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais): sociedade corretora de títulos e valores mobiliários e sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários que Resolução nº 2.607, de 27 de maio de 1999. administrem fundos de investimento nas modalidades regulamentadas pelo Banco Central do Brasil - exceto fundos de investimento em quotas de fundos de investimento - ou sociedades de investimento, que sejam habilitadas à realização de operações compromissadas, bem como realizem operações de garantia firme de subscrição de valores mobiliários para revenda, de conta margem e/ou de swap em que haja assunção de quaisquer direitos ou obrigações com as contrapartes; VI - R\$550.000,00 (quinhentos e cinquenta mil reais): sociedade corretora de títulos e valores mobiliários e sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários que exerçam atividades não incluídas no inciso anterior; VII - R\$350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais): sociedade corretora de câmbio. [...]”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2607_v2_P.pdf> Acesso em: 10/02/2020.

²⁹ Conforme argumentam Curado e Dodl (2017): “[...] “Em época de modelos de negócios intensivos em tecnologia (o que gera um amplo leque de possibilidades), um valor de capital arbitrado previamente se torna inconsistente. Na linguagem de plano de negócios, são os planos operacional e mercadológico que definem o plano financeiro. No caso de correção dos valores definidos na Resolução nº 2.099, de 1994 (com redação pela Resolução nº 2.607, de 1999), qualquer referencial que se utilize traduzirá uma ‘padronização’ artificial de modelos de negócios, indo de encontro aos resultados almejados de eficiência para o SFN. Ou ainda, com base em qual tecnologia, estrutura de custos, natureza das operações, e demais variáveis a serem consideradas, esse capital inicial seria determinado?”.

presenciado na conjugação normativa da Constituição Federal (ADCT 52) e Circular 3317³⁰ do BCB , respectivamente:

“Art. 52. Até que sejam fixadas as condições do art. 192, são vedados:

I - a instalação, no País, de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior;

II - o aumento do percentual de participação, no capital de instituições financeiras com sede no País, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior.

Parágrafo único. A vedação a que se refere este artigo não se aplica às autorizações resultantes de acordos internacionais, de reciprocidade, ou de interesse do Governo brasileiro.”.

“Art. 5º Em face da admissibilidade prevista no art. 52, parágrafo único, do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, os pleitos de que trata o art. 1º serão analisados com vistas ao respectivo encaminhamento à deliberação do Excelentíssimo Senhor Presidente da República.

Parágrafo único. Uma vez editado o decreto presidencial, o Banco Central do Brasil comunicará formalmente a decisão aos interessados, para que possam adotar as providências complementares previstas na regulamentação em vigor.”.

O rito processual além de possuir riscos operacionais possui discricionariedade e opacidade no processo de avaliação, dado o fato de não existirem prazos máximos obrigatórios para serem cumpridos, ficando assim a mercê dos agentes responsáveis, além de ser uma prática antiquada em um contexto de globalização financeira.

Entretanto, recentemente ocorreram avanços no sentido da desburocratização do processo de entrada de instituições estrangeiras no país. Por meio do Decreto nº 10.029³¹ de 26 de setembro de 2019, fica delegado ao BCB o reconhecimento como de interesse do Governo brasileiro a instalação, no

³⁰ Dispõe sobre procedimentos a serem observados na formalização de pleitos para participação ou aumento de participação estrangeira no capital de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como para instalação, no País, de agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior.

³¹Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/decreto/D10029.htm> Acesso em: 10/10/2019.

país, de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior e o aumento do percentual de participação, no capital de instituições financeiras com sede no país, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior. Outro decreto editado anteriormente e alinhado a permissão de capital estrangeiro em território nacional foi o Decreto nº 9.544³², de 29 de outubro de 2018, que reconhece como de interesse do Governo brasileiro a participação estrangeira no capital social de Sociedades de Crédito Direto e de Sociedades de Empréstimos a Pessoas autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, facilitando o aporte estrangeiro em *fintechs*.

Já no que tange as barreiras informacionais estas decorrem das assimetrias de informação entre os agentes, sendo os bancos relevantes pela redução dessas assimetrias (e conseqüente redução do risco envolvido na operação) o que confere vantagem competitiva frente a novos entrantes. Conforme João Manoel de Pinho Mello (2008)³³:

“No mundo real, a informação é imperfeita. Tomadores têm mais informação, em relação aos credores, sobre as probabilidades de honrar seus compromissos. Intermediários financeiros, bancos em particular, adicionam valor na medida em que têm uma melhor tecnologia de aquisição de informação privada e, assim, contribuem para melhorar a eficiência alocativa dos recursos financeiros disponíveis.”

Contudo, o avanço de novas tecnologias e a atuação mais pró-competitiva dos reguladores parece estar mudando (ao menos no curto prazo) o cenário concorrencial entre incumbentes e entrantes no mercado financeiro ao reduzir as barreiras à entrada, possibilitando uma maior e melhor oferta de produtos e serviços, dando assim maior empoderamento ao consumidor.

No mercado financeiro estão surgindo novos agentes que se utilizam de novas tecnologias para a oferta de produtos e serviços, agentes estes representados pelas *fintechs* e que serão discutidos na próxima seção.

³²Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/decreto/D9544.htm> Acesso em: 10/10/2019.

³³ PINHO DE MELLO, João Manoel. **Atos de concentração e conduta no setor bancário**. In: GOLDBERG, Daniel K. (ORG). Sistema Financeiro – o desafio da concorrência. Editora Singular, São Paulo, 2008.

2.2 FINTECHS

A crise financeira de 2008 teve como causas fundamentais falhas de regulação e supervisão, evidenciando que o arcabouço regulatório adotado até o momento não era suficiente para prevenir uma crise financeira. Segundo trabalho do World Bank (2010) os modelos de regulação adotados antes da crise de 2008 foram insuficientes para preveni-la e os efeitos ressaltaram a importância da proteção do consumidor para a estabilidade de longo prazo do sistema financeiro³⁴.

Conforme aponta Salama (2009) dois dos aspectos mais evidentes das omissões dos reguladores norte-americanos que culminaram na crise financeira de 2008 foram a tolerância aos altíssimos níveis de alavancagem dos bancos e a falta de parâmetros mínimos na oferta de crédito para os financiamentos imobiliários³⁵. Como fator conjuntural, o autor adiciona as baixas taxas de juros no período entre 2002 e 2005, que aumentaram a disponibilidade de recursos para o aumento da bolha imobiliária e direcionaram os investidores para alternativas mais arriscadas para obter melhores retornos financeiros.

Loyola (2010) cita cinco falhas de regulação e supervisão verificados com a crise de 2008:

- 1) Foco insuficiente no risco sistêmico (risco pode não ser aparente quando se preocupa com as atividades e riscos das instituições de forma individualmente)

³⁴ *“Throughout Europe, the US and elsewhere, the rapid growth of household lending over the last decade has been accompanied by an increase in the number of households that had difficulty in understanding the risks and obligations that they assumed — or the full range of choices available. Financial institutions have also transferred financial risks to households which have increasingly become exposed to new types of risks, such as those related to changes in foreign exchange and variable interest rates. In developed mortgage markets, complex financial products (such as hybrid adjustable-rate mortgages) were sold to borrowers, some of whom had patchy credit histories. Securitization of such household credit — in today’s deeply interconnected financial markets—spread the weaknesses in the household financial sector to the rest of the financial system [..]”*

³⁵ “O governo americano pôs em prática uma série de políticas especificamente destinadas a promover os financiamentos imobiliários do tipo *subprime* (mais arriscados). De particular importância foi o papel desempenhado pelas empresas “quase públicas” de financiamento imobiliário nos Estados Unidos (Fannie Mae e Freddie Mac), que estiveram sob forte pressão política para alimentarem o mercado imobiliário de baixa renda. Somadas, essas duas empresas respondiam por quase 70% do mercado de financiamentos imobiliários norte-americano.”

- 2) Viés pró-cíclico da regulação financeira, estimulando a excessiva alavancagem e a tomada imprudente de riscos no período de expansão econômica;
- 3) Estreito perímetro regulatório que não abarcava instituições de importância sistêmica como os bancos de investimentos e os fundos de *hedge*;
- 4) Distorção de incentivos, gerando a imprudente tomada de riscos dos intermediários financeiros;
- 5) Necessidade de maior transparência, notadamente nas operações de derivativos de crédito e securitização, fato que aumentou a percepção de risco de contraparte e agravou a crise de liquidez pós fechamento do Lehman Brothers.

Após a crise financeira de 2008, houve uma série de avanços regulatórios que culminaram no acordo de Basileia III, que trouxe uma maior preocupação com instituições que apresentem relevância sistêmica tanto em âmbito nacional quanto internacional e fez com que os bancos aumentassem esforços em atividades de ampliação da governança e de gerenciamento de riscos. Desde então, empresas fornecendo soluções tecnológicas inovadoras e personalizadas ganharam espaço no setor financeiro, em áreas identificadas com obsolescências ou omissões no mercado financeiro. Essas empresas são as *fintechs*.

O termo *fintech* deriva da contração das palavras em inglês “*finance*” e “*technology*”, se referindo assim a “Tecnologia Financeira”. Segundo definição proposta pelo *Financial Stability Board* (FSB), voltada para as atividades e resultados, *fintech* corresponderia a:

“Inovações financeiras, habilitadas 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.”

Segundo relatório do FSB (2017), haveria três fatores comuns e inter-relacionados que impulsionariam as inovações das *fintechs*, a saber:

- Mudança nas expectativas do consumidor e novas demandas: a capilaridade da internet e a possibilidade de realização de transações em tempo

real propiciadas por ela originou maiores expectativas nos clientes em termos de conveniência, custo, velocidade e praticidade do uso de serviços financeiros. As *fintechs* busariam preencher esse *gap* ofertando serviços úteis e práticos, reduzindo os seus custos de adoção e as barreiras para acesso. Adiciona-se também a crescente influência da geração *millennials*³⁶, com conhecimento em computação e dispositivos móveis, que demanda cada vez mais serviços digitais.

- Rápida evolução tecnológica: a combinação de novas tecnologias com dispositivos de acesso na palma da mão dos consumidores (como celulares e outros dispositivos conectados à internet) tem adicionado uma nova dimensão ao mundo digital. Assim como a internet democratizou dados e informações as novas tecnologias podem democratizar as finanças.

- Alterações na regulamentação financeira e estrutura de mercado: desde a crise financeira global de 2008 os reguladores buscaram ações para tentar reduzir os riscos de crises futuras como a revisão dos requisitos de balanço, incluindo maiores exigências de capital e menor alavancagem no setor bancário, avaliação da robustez dos regimes de recuperação, incluindo requisitos adicionais de *stress testing*, dentre outros. Essas alterações aliadas a outros fatores (como exemplo a redução da taxa de juros) levou as instituições financeiras tradicionais a uma busca por redução de custos e uso mais eficiente do capital, que fez com que estas reduzissem ou se retirassem de algumas atividades (abrindo espaço para novos agentes entrarem no mercado).

Assim, por meio de novas tecnologias, as *fintechs* buscam trazer mais agilidade, praticidade e uma melhor experiência para o consumidor. Algumas das tecnologias associadas aos negócios das *fintechs* são o *machine learning* (aprendizado de máquina), IoT – *Internet of Things* (Internet das Coisas), API (*Application Programming Interface*), computação em nuvem e DLT - *Distributed Ledger Technology* (tecnologia de registro distribuído).

O *machine learning* é um ramo da inteligência artificial³⁷ que consiste no princípio de que os sistemas podem aprender com as informações, identificar

³⁶ *Millennials* corresponde aos nascidos nos anos 80 e 90 e são também conhecidos como “pioneiros digitais”. Há ainda a geração mais contemporânea (Geração Z) que corresponde aos nascidos a partir de meados da década de 90 e são conhecidos também como “nativos digitais”.

³⁷ Inteligência Artificial pode ser definida como a ciência capaz de imitar habilidades humanas.

padrões e tomar decisões autônomas³⁸. Para isso, utiliza massivamente modelos matemáticos e estatísticos para a construção de modelos analíticos automatizados. A tecnologia pode ser utilizada em processos que envolvam tomada de decisão, com aplicações em gerenciamento de risco, prevenção de fraudes, consultoria financeira, marketing etc.

A Internet das Coisas³⁹ (IoT, em inglês) relaciona-se a objetos físicos que usam sensores e APIs para conectarem-se a internet e troquem dados. O conceito tecnológico permite que as empresas monitorem as atividades dos consumidores, tanto como forma de ofertar serviços cada vez mais customizados quanto para limitar eventuais riscos. Exemplos de possível aplicação no setor financeiro vão desde suporte de voz na utilização de ATM's até o uso por seguradoras para monitorar os riscos de seus segurados e assim precificar o prêmio individualmente, além de incentivar a adoção de condutas mais responsáveis por parte do contratante do seguro.

Outra inovação importante para o desenvolvimento das *fintechs* é a computação em nuvem (*cloud computing*). Esta pode ser sintetizada como fornecimento de serviços de computação (servidores, rede, banco de dados, rede, software ...) pela internet – “a nuvem”. A tecnologia permite às empresas a redução de custos, escalabilidade e velocidade, não exigindo os vultosos investimentos em infraestrutura para a oferta de serviços.

Já os APIs referem-se a um conjunto de padrões de programação, protocolos de comunicação e ferramentas para construções de aplicações. APIs seriam um modo de dois aplicativos conversarem entre si, usando uma linguagem comum compreensível por ambos. Quando uma empresa divulga o API para terceiros ela permite que as funcionalidades desenvolvidas sejam utilizadas por outros desenvolvedores.

No mercado financeiro, o conceito de API está relacionado ao conceito de *Open Banking* que simplificado seria um modelo colaborativo de dados

³⁸ Tramita atualmente no Senado Federal o Projeto de Lei nº 5051/19 que pretende estabelecer os princípios para o uso da Inteligência Artificial no Brasil. Disponível em: <<https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/138790>> Acesso em: 10/10/2019.

³⁹ Visando o estímulo e expansão das aplicações de Internet das Coisas (IoT) foi instituído o Decreto 9.854, de 25 de junho de 2019, que estabelece as diretrizes do Plano Nacional de Internet das Coisas. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Decreto/D9854.htm> Acesso em: 10/10/2019.

bancários entre empresas. O compartilhamento de dados dos clientes permitiria um aumento de competição no sistema financeiro, criação de produtos e serviços customizados e redução dos custos (dada a redução de assimetrias informacionais).

Quanto a DLT, esta seria uma forma de registro e compartilhamento de dados entre diversos locais de armazenamento, apresentando três características importantes:

- habilidade de registrar e compartilhar informações sem a necessidade de uma entidade centralizada de registro;
- dispensabilidade de confiança entre os participantes da rede, já que essa tecnologia fornece mecanismos de validação que dificultam a atuação de indivíduos que tentem comprometer a integridade das informações da rede,
- garantia de ausência de gastos duplos (mesmo ativo ou *token* ser enviado para múltiplas pessoas).

Uma das implantações da DLT é a *Blockchain*, originada com a criptomoeda Bitcoin⁴⁰, mas que pode ter outras aplicações como registro de pagamentos e transferências internacionais e aumentar a velocidade de transações e diminuir o risco de fraudes em operações de financiamento. Na *Blockchain* os dados estariam seguros por criptografia e registrados de forma imutável.

Anteriormente vimos algumas das características das tecnologias que estão moldando os novos modelos de negócios e algumas de suas aplicações. A seguir, entenderemos um pouco melhor o ambiente *fintech*.

Pesquisa BID e Finnovista (2018)⁴¹ identificou a existência e 1.166 *fintechs* na América Latina, sendo estas divididas em onze segmentos, dos quais destacam-se como mais representativos três deles, representando cerca de 58% das empresas identificadas: pagamentos e remessas (24,4%), empréstimos

⁴⁰ Primeira moeda virtual, criada em 2009 por Satoshi Nakamoto (pseudônimo de um autor ou grupo). Caracterizado pelo seu caráter descentralizado (sendo totalmente virtual, sem a necessidade de bancos ou influências governamentais) o bitcoin é criado através da chamada "mineração" e todo o processo, desde a criação até as transações, ficariam registrados em blocos que se conectariam de forma cronológica formando uma "cadeia de blocos" - a *Blockchain*.

⁴¹ A pesquisa contou com a colaboração de entidades líderes no desenvolvimento de ecossistemas de empreendedorismo de cada um dos 18 países participantes, a saber: Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

(17,8%) e gestão financeira empresarial (15,5%). Conforme aponta o relatório, a representatividade desses três segmentos pode ser explicada, em grande parte, devido a massificação dos dispositivos móveis na região, a existência de altas taxas de população mal atendida e/ou excluída do sistema financeiro formal e pelas limitações de oferta propiciadas pelos agentes financeiros tradicionais⁴².

Apesar da abrangência geográfica, 86% das *fintechs* localizavam-se em apenas cinco países, com destaque para o Brasil como maior mercado da região: Brasil (33%), México (23%), Colômbia (13%), Argentina (10%) e Chile (7%).

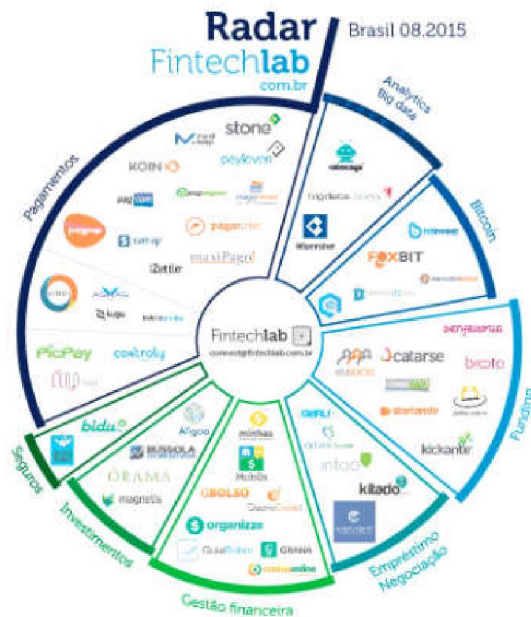
Segundo levantamento do Radar FintechLab⁴³ de junho de 2019, havia cerca de 604 empresas entre *fintechs* (529) e iniciativas de eficiência financeira (75) atuando no Brasil. Verificamos no radar a presença de um verdadeiro “ecossistema” de *fintechs*, atuando nos seguintes segmentos (em ordem decrescente da quantidade de agentes atuantes): pagamentos, empréstimos P2P, gestão financeira, investimentos, seguros, *cryptocurrency*, *crowdfunding*, negociação de dívidas, câmbio e remessas, bancos digitais e multisserviços.

Analisando os infográficos do levantamento FintechLab dos anos de 2015 e 2019 podemos perceber a evolução no quantitativo de empresas atuantes no país, fato este possibilitado não só por fatores como a disponibilidade de investidores e instituições reguladoras propensas ao diálogo (a fim de garantir segurança jurídica e estimular a competição) mas também dos consumidores que começam a confiar e utilizar mais as novas marcas entrantes no mercado.

⁴² O relatório apresenta que em 2017 cerca de 67% da população da região possui acesso a smartphones e a estimativa de que 45% dos adultos da região ainda estejam excluídos dos serviços financeiros formais por não possuir conta bancária.

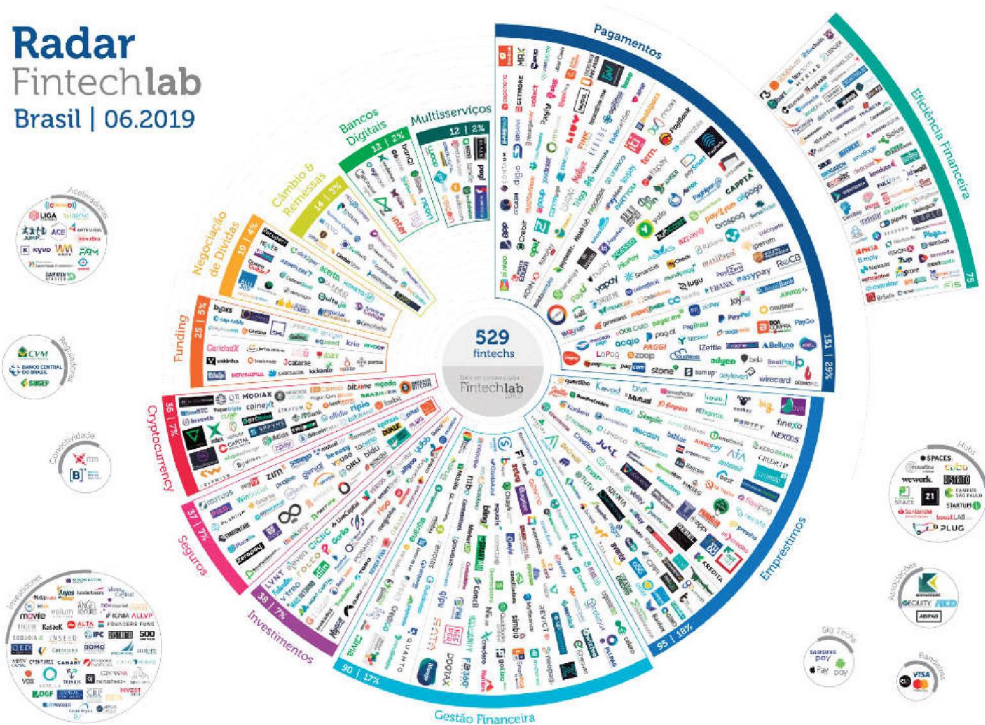
⁴³ FintechLab é um hub para conexão e fomento do ecossistema de *fintechs* nacional, iniciativa da Clay Innovation, agência de inovação e design de serviços que atua em projetos de pesquisa aprofundada com consumidor, desenho de jornada de serviços e inovação. O trabalho considera como *fintechs* as empresas ou iniciativas que trazem novas abordagens e modelos de negócios em serviços financeiros e são escaláveis principalmente através de tecnologia. Já as iniciativas classificadas como de eficiência financeira são organizações que atuam por meio de bureaus de informações, soluções de prevenção à fraude, biometria, blockchain, analytics, além de outras tecnologias e serviços que apoiam e trazem maior agilidade e praticidade ao mercado financeiro

FIGURA 1 – RADAR FINTECHLAB AGO/15



FONTE: FintechLab e Clay Innovation (2015).

FIGURA 2 – RADAR FINTECHLAB JUN/19



FONTE: FintechLab e Clay Innovation (2019).

Apesar do rápido crescimento percebido no número de *fintechs* atuantes no país, ainda há um longo caminho a ser percorrido para que haja a consolidação destas. Pesquisa⁴⁴ de 2019 realizada pela Associação Brasileira de Fintechs (ABFintechs) e pela consultoria PwC com 205 *fintechs* atuantes no país evidenciou como principais desafios e barreiras para a expansão e consolidação das *fintechs* os seguintes fatores: atração e retenção de recursos humanos qualificados, alcançar a escala necessária para operação, conseguir visibilidade no mercado para capturar novos clientes, obter investimentos para o negócio e atender os requisitos do ambiente regulatório.

Destaca-se a falta de profissionais experientes com domínio de habilidades digitais e com conhecimento adequado da complexa e rigorosa regulamentação do sistema financeiro nacional, como um fator que atrasa a expansão dessas empresas. Referente a complexidade de adaptação ao ambiente regulatório este configuraria insegurança jurídica ao modelo de negócio das *fintechs*, afastando investidores e tornando-se uma barreira a entrada de novas empresas.

As *fintechs* chegam ao mercado financeiro com supervisão limitada ou inexistente dos reguladores. Os reguladores têm assim o desafio de acompanhar o rápido desenvolvimento tecnológico e assim adaptar ou criar novos normativos que se adequem aos novos modelos de negócios e seus serviços ofertados, como forma de minimizar a insegurança jurídica, proteger os usuários e manter a estabilidade do sistema financeiro. Os desafios regulatórios serão assim discutidos na próxima seção.

⁴⁴Pesquisa Fintech Deep Dive 2019. 2019.

3 DESAFIOS REGULATÓRIOS

A realidade demonstra a inexistência de perfeição nos mercados como proposto nos modelos de concorrência perfeita. O que se mostra é a existência de falhas de mercado, falhas estas que poderiam ser sanadas pela intervenção estatal sobre a atividade econômica por meio da regulação⁴⁵.

A existência de falhas como monopólios naturais, bens públicos, externalidades e assimetrias de informação impediria que determinados mercados funcionassem de maneira adequada apenas pelos incentivos da livre iniciativa e concorrência, exigindo a atuação regulatória estatal de modo a criar os incentivos corretos para a atuação dos agentes, garantindo assim o “*nivelamento das regras do jogo*”.

No que tange ao sistema financeiro, a regulação teria como um dos principais objetivos a garantia da estabilidade e solidez do sistema financeiro, preocupando-se assim não só com a saúde financeira de uma instituição individual, mas do sistema como um todo. Para isso, os entes reguladores atuam na implementação da regulação prudencial no setor, sendo esta entendida como uma série de normativos aos quais as instituições financeiras estão sujeitas (como exemplo estão as exigências no gerenciamento de riscos e requerimentos de capital mínimo para atuação) visando assegurar a solidez destas em situações de estresse em suas atividades, bem como evitar ou mitigar a ocorrência de risco sistêmico no setor financeiro, fato que ocasionaria um “efeito cascata” no setor ocasionando a quebra de várias instituições financeiras em sequência devido ao contágio na complexa cadeia interligada do sistema financeiro.

Entretanto, a evolução tecnológica e a difusão dessas tecnologias disruptivas pelo sistema financeiro trouxeram novos desafios regulatórios. Com o surgimento de novos produtos, serviços e de novos agentes com modelos de negócios diferentes das até então firmas estabelecidas surge também a preocupação com a existência de novas falhas de mercados que possam decorrer do uso dessas novas tecnologias e quais os eventuais riscos ao sistema

⁴⁵ Para uma visão evolutiva da Teoria Econômica da Regulação consultar Stigler (1971), Posner (1974), Becker (1983), Peltzman (1976), Peltzman (1989) e Viscusi (2005).

financeiro a utilização dessas novas tecnologias poderia desencadear nos mercados.

Assim, as autoridades regulatórias e concorrenciais colocam-se em um difícil dilema: como garantir a estabilidade financeira sem prejudicar a inovação e nem a entrada de novas empresas no mercado?

Enquanto por um lado defende-se o aumento da competição entre as empresas do setor financeiro, de modo a trazer melhores produtos e serviços aos consumidores, ocasionando uma melhora de bem-estar e até a inclusão financeira de parcelas da população que antes estavam aquém do sistema financeiro, por outro lado, autores como Keeley (1990) e Allen e Gale (2004) defendem que o excesso de competição poderia causar problemas na estabilidade do setor bancário (com a redução das margens, os bancos aumentariam o apetite pelo risco) gerando eventuais falências e risco sistêmico.

O cenário de rápido crescimento das empresas impulsionado pelo avanço tecnológico dos últimos anos traz um grande desafio de adaptação aos reguladores. Até então, as empresas financeiras tradicionais levavam anos e até décadas para crescer, fato que permitia previsibilidade e acompanhamento “de perto” por parte dos reguladores. Já nos últimos anos é muito comum os casos de empresas com modelos de negócio tecnológico que alcançam as cifras do bilhões em pouco tempo, agregando escala e porte para as empresas que até pouco tempo eram praticamente irrelevantes.

Tal cenário expõe os reguladores a um “*gap* normativo”, situação em que há uma desconexão regulatória entre as normas existentes e as novas atividades e entes oriundos do avanço tecnológico, desconexão está que traria uma espécie de “zona cinzenta” na qual falhas de mercado poderiam passar imperceptíveis gerando ineficiência e até eventual risco sistêmico.

Nesse contexto, Moses (2007) cita quatro razões para se solicitar alterações legais frente às mudanças tecnológicas. A primeira delas seria a necessidade de leis especiais para regulamentar novas formas de condutas, podendo até ser necessária a proibição de tecnologias específicas ou aplicações específicas dessas tecnologias (podendo haver propostas alternativas para incentivar novas atividades nesta situação). Em segundo estariam as incertezas quando as leis vigentes fossem aplicadas a novas formas de condutas, situação na qual poderiam não estar claras quais condutas seriam comandadas, proibidas

ou autorizadas havendo a necessidade do esclarecimento das regras legais existentes. A terceira razão seria o excesso de inclusão e a sub-exclusão, hipótese na qual as leis não foram formuladas pensando nas novas tecnologias e assim tenderiam ou a incluir ou a excluir de forma inadequada as novas condutas. Por fim haveria a obsolescência, ocasião em que as leis seriam justificadas com base em premissas não mais existentes havendo então a necessidade de readequação regulatória.

Conforme Finck (2017) a “economia das plataformas digitais” estaria sob incertezas regulatórias e regras potencialmente desatualizadas, estando sob regimes legais inadequados. Quanto as incertezas, se por um lado estas podem retardar o desenvolvimento dos novos negócios, por outro, podem facilitar a expansão descontrolada de seu poder.

Dentre as facetas da desconexão regulatória estão o descompasso regulatório, sendo este a janela temporal entre a evidência do *gap* normativo e do posicionamento do regulador ante ao problema identificado e o *timing* regulatório, que seria o questionamento referente ao momento adequado a se intervir, caso seja necessário. Cabe então aos reguladores a adaptação a nova dinâmica a se enfrentar devido aos avanços tecnológicos, buscando assim a reconexão regulatória.

O regulador ao se ver diante de um impasse pode adotar uma das três ações a seguir:

- 1) Não fazer nada, sendo apenas o adiamento para eventuais problemas maiores no futuro
- 2) Adotar uma postura passiva, tentando apenas adaptar a inovação a uma norma já existente (possivelmente inadequada)
- 3) Adotar uma postura ativa, buscando entender a tecnologia e seus potenciais riscos e assim verificar a melhor opção para enquadramento do novo fenômeno estudado, seja por adaptação do normativo existente seja pela criação de novo normativo adequado a nova realidade apresentada pelo modelo de negócio disruptivo

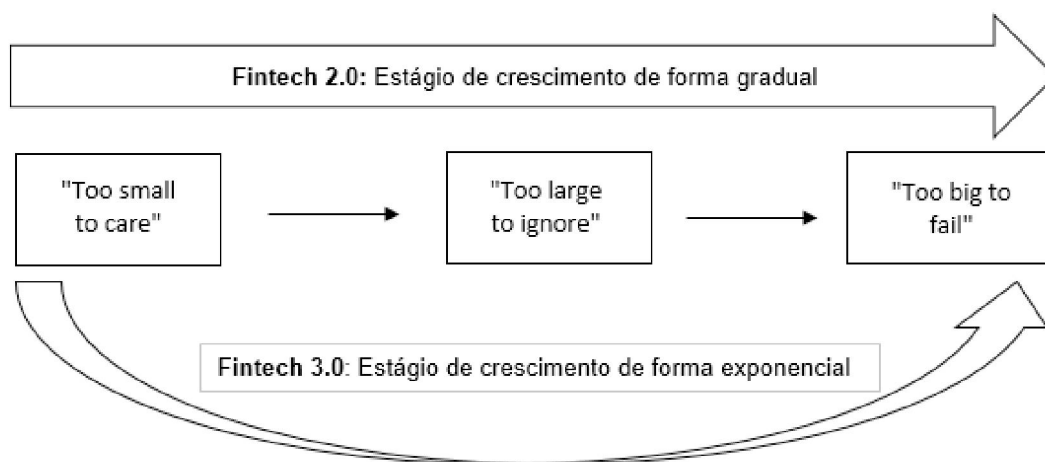
A postura ativa do regulador vai ao encontro da mitigação da desconexão regulatória, diminuindo assim as incertezas e os riscos sistêmicos provenientes das novas atividades. Nas palavras de Coglianese (2017), o regulador deveria atuar da seguinte maneira:

“The excellent regulator cannot stay in one place, content to have mastered the past and the present. The world changes, its problems change, its science and technologies change, its economic conditions change, and ultimately its social fabric can change too. In such a world, regulatory excellence demands forward momentum. It is not a static achievement”

O fenômeno que exige a readaptação da atuação dos reguladores é explicado por Arner e Barberis (2015) através das diferentes abordagens regulatórias relacionadas aos diferentes modelos de crescimento das empresas.

Conforme abordado pelos autores, existem duas formas evolutivas das empresas, a forma gradual (FinTech 2.0) e a forma exponencial (FinTech 3.0)⁴⁶.

FIGURA 3 – ABORDAGENS REGULATÓRIAS EM RELAÇÃO AO MODELO DE CRESCIMENTO



FONTE: Arner and Barberis: “FinTech Regulation Recent Developments and Outlook” (2015), adaptado.

O movimento FinTech 2.0 corresponderia ao período entre 1987-2008, período de desenvolvimento dos tradicionais serviços digitais e de atenção regulatória quanto aos riscos das interconexões financeiras transfronteiriças e sua interseção com a tecnologia. Exemplos das tecnologias deste período são: o telex, o fax, o uso de sistemas computacionais complexos e a emergência da Internet. O advento da internet e dos serviços de *internet banking* trouxe atenção adicional aos reguladores, dado que não existia mais a necessidade de os

⁴⁶ O período correspondente a FinTech 1.0 corresponderia ao intervalo entre 1967-1987, com o lançamento de tecnologias como a calculadora e o ATM, período este em que os serviços financeiros passaram do analógico para o digital.

clientes irem presencialmente em sua agência física, podendo acessar suas contas o momento que quisessem, fato que, em situações de estresse, poderia potencializar uma crise de liquidez no sistema bancário.

A transição do período FinTech 2.0 para o FinTech 3.0 é marcada pelo oferecimento de produtos e serviços financeiros não mais apenas por instituições financeiras reguladas, podendo agora ser ofertados por qualquer instituição, por meio digital⁴⁷.

FinTech 3.0⁴⁸ corresponde ao período de 2009 até os dias atuais, podendo ser identificada na Crise Financeira Global de 2008 um ponto de inflexão para esse movimento. A Crise de 2008 fez surgir fatores propícios para o surgimento de *players* inovadores no mercado financeiro, tais como: a percepção deteriorada da solidez e segurança dos bancos, o contágio da crise financeira para uma crise econômica gerando desempregados (sendo parcela desta capacitada e proveniente do setor financeiro) que fundaram a FinTech 3.0 e a nova geração que está, mais do que as outras, conectada aos canais digitais, demandando este tipo de serviços e ofertando sua força de trabalho a estes novos *players*.

Assim, no grau de desenvolvimento das empresas haveria três estágios: inicialmente um estágio em que estas seriam “*too small to care*” (pequenas demais para se importar), havendo riscos reduzidos e pouca relevância no mercado; em seguida haveria a situação em que estas empresas cresceram e podem trazer riscos a estabilidade do sistema financeiro “*too large to ignore*” e por último chegar ao estágio no qual cresceram tanto que sua insolvência poderia ser catastrófica para o sistema financeiro e a economia, sendo “*too big to fail*”.

A sequência gradual e linear apresentada anteriormente é característica da Fintech 2.0, onde a previsibilidade do crescimento das empresas e a relativa demora para a maturação dos negócios permitia que os reguladores acompanhassem de perto a evolução dos negócios e conseqüentemente reduziam-se os riscos de desconexão regulatória. Porém, as novas tecnologias

⁴⁷ Conforme Bill Gates menciona “*banking is essentials, banks are not*”. Ver Falk Rieker, “Does the future need banks?” (2013).

⁴⁸ No ocidente os motivos para o surgimento do FinTech 3.0 foram reações a Crise de 2008. Porém, na Ásia e na África o desenvolvimento estaria relacionado com a busca por desenvolvimento econômico, chamado por Arner e Barberis (2015) de “Fintech 3.5”.

adotadas pelos entrantes no mercado financeiro fazem com que haja a migração muito rápida do estágio “*too small to care*” para o “*too big to fail*”⁴⁹, característica do movimento Fintech 3.0.

Adicionalmente ao fenômeno das *fintechs* iniciando sua atuação no mercado financeiro apresenta-se o fenômeno das *BigTechs* ou *Techfins*, que deve trazer preocupação ainda maior aos reguladores sendo estas já caracterizadas como “*too large to ignore*” e até “*too big to fail*”.

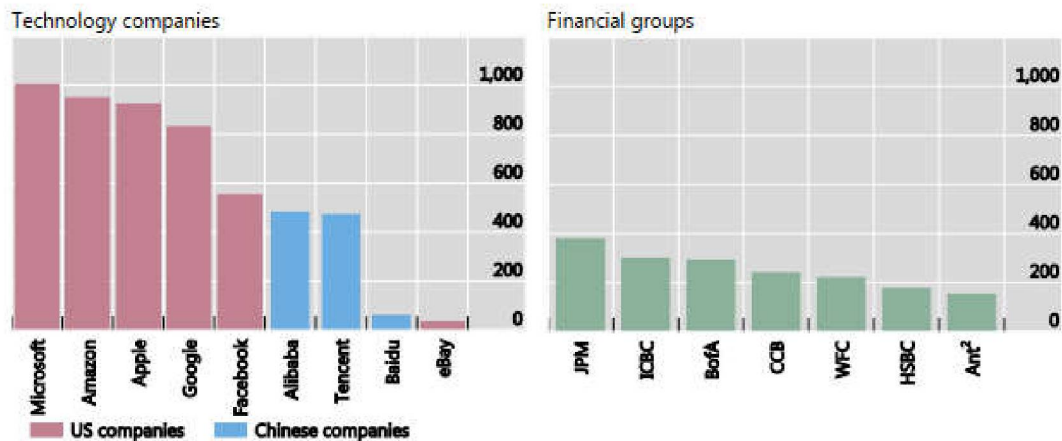
As *BigTechs* correspondem as grandes empresas de tecnologia e *e-commerce*, sendo no ocidente conhecidas pela sigla GAF A (Google, Amazon, Facebook e Apple) e no oriente pela sigla BAT (Baidu, Alibaba e Tencent). As *BigTechs* caracterizam-se por serem inicialmente empresas não ligadas a atividade financeira que possuem uso intensivo de tecnologia e constroem uma imensa base de dados de seus clientes/usuários através do mapeamento do uso de sua rede/plataforma. Posteriormente é utilizada essa massa de informações do usuário em atuações no ramo financeiro, sendo uma grande vantagem competitiva. Assim, essas empresas utilizam instrumentos de *big data* e *analytics* para mapear o comportamento desses usuários e posteriormente oferecer soluções financeiras mais customizadas aos seus usuários.

As *BigTechs* poderiam utilizar países com flexibilidade regulatória para criar produtos e serviços financeiros e, posteriormente, usar sua rede já existente para implementá-los, sendo uma “Empresa Nação”.

O gráfico 1 nos mostra a comparação do valor de mercado entre as *BigTechs* e os principais grupos financeiros atuantes no mundo. Os valores nos dão ideia da proporção de seus negócios e do potencial competitivo ao entrar no segmento financeiro.

⁴⁹ Exemplo desse crescimento exponencial é visto através do fundo de investimentos do grupo chinês Alibaba, Yu'e Bao, que em apenas nove meses já detinha US\$ 90 bilhões, sendo o 4º maior do mundo, enquanto fundos tradicionais de mesmo porte levaram décadas para chegar a essas cifras: Vanguard (1975), Fidelity (1946) e Schwab (1971).

GRÁFICO 1 – Valor de mercado dos principais grupos financeiros e BigTechs – Abril/19
(bilhões de dólares)



FONTE: Thomson Reuters Eikon; hurun.net; relatórios das cias.

NOTA: Ant = Ant Financial; BofA = Bank of America; CCB = China Construction Bank; ICBC = Industrial and Commercial Bank of China; JPM = JPMorgan Chase; WF = Wells Fargo. ² O valor estimado da Ant Financial foi derivado do valor captado nas recentes rodadas de financiamento da empresa.

Estudo recente do Financial Stability Board (2019) indicou os fatores que levam as grandes empresas de tecnologia a se aventurar no mercado financeiro, ainda que este seja menos lucrativo que o mercado de tecnologia, dentre os quais estão:

- diversificação dos fluxos de receita: principalmente por seus negócios de *e-commerce*;

- acesso a novas fontes de dados: a) provisão de serviços financeiros permitiria coletas adicionais de hábitos de gasto e posições financeiras de seus clientes que poderia ser combinado com informações de outras atividades do usuário, como pesquisas online, nas redes sociais ou em atividades de comércio eletrônico; b) pode ocorrer situações em que a *BigTech* ofereça serviços financeiros gratuitos em troca dos dados do cliente, dos quais ela consegue extrair valor através de seu negócio tecnológico (como uma publicidade melhor direcionada) e c) oferecer recompensas (inclusive monetárias) em troca inscrições voluntárias em iniciativas que garantam as *BigTechs* acesso a uma variedade de informações pessoais adicionais.

- complementar e reforçar suas principais atividades comerciais, aumentando sua base de clientes e a fidelidade⁵⁰: podem oferecer maior conveniência e agilidade de serviço a seus clientes ao integrar serviços financeiros em suas plataformas, o que aumentaria as receitas de seus principais negócios. Haveria um processo de retroalimentação onde a oferta de serviços financeiros geraria dados, que seriam utilizados para reforçar os negócios principais das *BigTechs* (exemplo: publicidade) e os dados do *e-commerce* poderiam ser utilizados para apoiar as atividades de score e precificação do usuário.

Brummer e Yadav (2018) discordam da visão de que o fenômeno *fintech* seria apenas mais uma forma de interação na trajetória de inovação financeira, sendo um movimento distinto das eras anteriores de inovação por três motivos: I) o uso não mais de apenas dados, mas de diferentes formas qualitativas de dados (mídias sociais, sites e metadados digitais) que não eram utilizados antes; II) o confiança não apenas nos serviços online, mas também nos alicerçados em sistemas operacionais automatizados e baseados em tecnologias como o *machine learning* e a inteligência artificial; III) *fintechs* ao invés de serem um balcão único de serviços (modelo tradicional financeiro) buscam atuar em pontos específicos da cadeia financeira, promovendo a desintermediação e fragmentação das transações financeiras. Para os autores, os três motivos apresentados complicariam a já difícil tarefa dos reguladores na supervisão da inovação financeira.

Ante ao fenômeno de *fintechs* e de *BigTechs* atuando no sistema financeiro, cabe as entidades regulatórias o posicionamento frente a estes novos *players* e seus potenciais riscos ao sistema. Entretanto, importante salientar que no cenário com estes novos atores e seus modelos de negócio baseados em tecnologias disruptivas a discussão do *trade-off* entre competitividade e segurança do sistema financeiro mostra-se insuficiente.

Mais do que um dilema, conforme abordam Brummer e Yadav (2018), os reguladores estariam postos diante de um trilema. O trilema seria de que, ao

⁵⁰ Na América Latina, um exemplo dessa frente de atuação é visto com as atividades da plataforma de e-commerce Mercado Livre que emprestou cerca de USD 534 milhões em 2019 nos mercados da Argentina, Brasil e México. Mercado Libre (2019). **Sustainability Report 2019**.

buscar entre inovação financeira, integridade dos mercados e normas regulatórias claras, os reguladores poderiam obter apenas duas ao mesmo tempo.

Ao se priorizar a segurança do mercado e regras claras, os reguladores fariam uma série de proibições que inibiriam as inovações. Ao se desejar encorajar inovações e ter clareza nas normas o regulador deveria simplificar e flexibilizar a estrutura regulatória, aumentando os riscos de solidez para mercado e para os consumidores. E, caso opta-se pela promoção da inovação e solidez do mercado deveria fazê-lo por meio de um complexo aparato regulatório, repleto de regras e isenções, que aumentaria os custos e *compliance*, afetando de formas desproporcionais os incumbentes e as *fintechs*.

O trilema, na visão dos autores, seria intensificado pelos três motivos expostos anteriormente.

Quanto as diversas fontes de dados utilizadas estas, se por um lado permitiriam aos reguladores e empresas uma visão diferenciada dos mercados (ao não estarem mais dependentes apenas de informações de transações em papel, em dinheiro ou presenciais para suas análises), por outro haveria problemas relacionados ao custo do tratamento dos dados e a possível imprecisão destes. No que se refere aos custos, reguladores e participantes do mercado poderiam ver-se frente a altos custos analíticos na limpeza, coleta, interpretação e manipulação dos dados, tentando encontrar correlações e significados nas diversas fontes de dados. Estes custos, principalmente para reguladores com restrições orçamentárias, poderiam levar os reguladores a confiar nas informações dos supervisionados, levando a claras preocupações quanto a captura de agência. Já referente a precisão dos dados destaca-se o exemplo da rápida proliferação das “*Fake News*”, que se dissipa rapidamente por sites, blogs e mídias sociais e é uma informação incorreta, ambígua ou fraudulenta. Esse tipo de informação pode juntar-se aos demais dados e gerar análises falsas ou de baixa confiabilidade.

No que tange ao segundo motivo, uso de *machine learning* e inteligência artificial, estes propiciam o uso de informações das mais diversas fontes mas trariam três perigos aos mercados: 1) o funcionamento correto dos algoritmos estaria condicionado ao *input* de dados corretos e confiáveis, sendo que *inputs* de dados incorretos (como os potencialmente provenientes de fontes

alternativas) levariam a *outputs* não confiáveis e amplificariam as informações ruins ao se utilizar em múltiplos programas; II) deficiências na programação ou vulnerabilidades a erros podem potencializar crises mais do que trazer eficiência aos mercados em situações que não estavam previstas na programação ou quando os dados forem insuficientes para fornecer previsões confiáveis; III) altos custos ao regulador para entender o “aprendizado próprio” do *machine learning* e inteligência artificial, exigindo destes a adequação e o avanço computacional necessário para investigar a programação, sob risco de atuarem com ferramental defasado.

Por fim, o terceiro motivo, desintermediação financeira, apesar da eficiência gerada (a título de exemplo temos plataformas mais “*user friendly*” e facilidade para unir emprestadores e tomadores de recursos) a desintermediação traz riscos associados a interoperabilidade das plataformas, nas quais cadeias financeiras mais longas e fragmentadas podem ter elos mais fracos e afetar a rede como um todo em caso de falhas, e os riscos associados a maturidade das empresas e tecnologias. Ambos os tópicos aumentam as dificuldades dos reguladores no entendimento e prevenção de eventuais riscos futuros.

Nesse cenário de diversos *trade-offs* e tentando conciliá-los ao máximo, faz-se necessária a adoção de uma abordagem regulatória que se adapte à nova realidade proposta pela evolução tecnológica e pelos modelos de negócio dele provenientes, que sofrem constantes mudanças e assim aumentam-se as probabilidades de seus modelos de negócio estarem a margem do universo regulado e, dessa forma, podendo originar as mais diversas formas de falhas de mercado.

Neste sentido, é necessária a adoção de um modelo de regulação flexível para se adaptar as novas tecnologias com a mesma velocidade que estas se alteram. Uma abordagem experimentalista que pode ser adotada nacionalmente e já vem sendo adotada por outras jurisdições para efetuar a reconexão regulatória das *fintechs* é o sandbox regulatório⁵¹. De maneira simplificada, o sandbox permitiria a atuação das *fintechs* em um ambiente controlado e supervisionado, onde o regulador acompanharia o desenvolvimento das

⁵¹ O Sandbox será explorado de forma mais detalhada na seção 4.2.3 da presente dissertação.

atividades das *fintechs* na prática e assim poderia adequar as atividades aos normativos vigentes ou editar novos normativos, mitigando eventuais falhas provenientes de se estar na “zona cinzenta” do universo não regulado e flexibilizando as barreiras de custos e regulatórias encontradas pelas *fintechs* ao entrar no mercado.

A seguir, serão discutidos três casos de *fintechs* que evidenciam a necessidade de uma abordagem regulatória mais ampla e flexível, tanto para acolher os novos modelos de negócios quanto para protegê-los de investidas dos grandes bancos, a fim de evitar possíveis problemas regulatórios e concorrenciais futuros. Será discutido assim o caso da desconexão regulatória do *peer-to-peer lending* no Brasil com o caso Fairplace, o problema da aquisição de *Mavericks*⁵² (empresas com alto potencial disruptivo) no sistema financeiro com o caso XP Investimentos e investidas de incumbentes contra os novos modelos de negócio no caso GuiaBolso.

3.1 CASO FAIRPLACE

O caso diz respeito a primeira empresa de *peer-to-peer lending* (P2P) a atuar no Brasil, a Fairplace, no ano de 2010. Conforme abordam Maia e Lewgoy (2015), a *fintech* tentou instalar o P2P puro no país (sem intermediação bancária), entretanto, teve de encerrar suas atividades alguns meses após o seu início porque a sua atividade foi caracterizada como intermediação financeira (segundo a legislação a intermediação financeira é competência exclusiva de instituições financeiras previamente autorizadas a funcionar pelo BCB).

Assim, por falta de conexão regulatória, a *fintech* teve sua existência precocemente abortada. Ao inexistir normativo regulamentando as atividades de P2P na época e somando o fato de a *fintech* não estar autorizada pelo BCB a atuar como intermediária financeira, a Fairplace entrou no rol de proibições da

⁵² Segundo o Guia H do CADE, empresas *mavericks* “geralmente possuem baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços de mercado para baixo ou empresas que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam. Nesse sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os preços das empresas com maior *market share*. O CADE pode considerar que o AC que envolva uma empresa com uma estratégia de liderança de custos, de inovação ou de nicho, por exemplo, pode diminuir a concorrência atual ou potencial do segmento, diminuir a rivalidade e desestimular a inovação no mercado em análise, ainda que a variação do HHI seja baixa”.

Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, lei que define os crimes contra o sistema financeiro nacional:

“Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.

Art. 16. Fazer operar, sem a devida autorização, ou com autorização obtida mediante declaração falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio:

Pena - Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa. ”

Neste caso, a desconexão regulatória além de inviabilizar a continuidade da Fairplace, inibiu o desenvolvimento de um novo ramo de atividade no setor financeiro, fazendo com que a inovação chegasse tardiamente ao mercado e retardando assim seus possíveis efeitos positivos ao consumidor.

Somente nos anos de 2014 e 2015 novos agentes surgiram no cenário P2P nacional, só que desta vez, para se adaptarem a falta de regulação específica de suas atividades e não incorrerem em crime contra o sistema financeiro nacional, estas passaram a atuar vinculadas a instituições financeiras já estabelecidas, atuando sob o arcabouço da figura de correspondente bancário⁵³.

Entretanto, o imprevisto utilizado pelas *fintechs* mostrou-se inadequado devido as diferentes propostas de modelos de negócios dessas empresas. A figura dos correspondentes bancários foi criada para prover capilaridade as instituições financeiras prestando serviços de atendimento ao cliente destas instituições. Assim, os correspondentes bancários devem prestar contas à instituição financeira contratante, o que na figura das *fintechs* reduziu a sua autonomia e dinamismo devido a necessidade de vinculação a uma instituição

⁵³ A Resolução nº 3.954/11 do Banco Central do Brasil altera e consolida as normas que dispõem sobre a contratação de correspondentes no país. Conforme descrito em seu Art. 2º: “O correspondente atua por conta e sob as diretrizes da instituição contratante, que assume inteira responsabilidade pelo atendimento prestado aos clientes e usuários por meio do contratado, à qual cabe garantir a integridade, a confiabilidade, a segurança e o sigilo das transações realizadas por meio do contratado, bem como o cumprimento da legislação e da regulamentação relativa a essas transações. ”

financeira para atuação, fato que, conseqüentemente, aumentou também os custos da operação, reduzindo a competitividade e ocasionando um preço maior do que potencialmente poderia ser ao consumidor final.

Somente após oito anos do caso Fairplace ocorreu a reconexão regulatória com o normativo específico para P2P, a Resolução nº 4.656/18 do Banco Central do Brasil, criando a figura da sociedade de crédito direto (SCD) e da sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP)⁵⁴.

3.2 CASO ITAÚ UNIBANCO E XP INVESTIMENTOS

O caso diz respeito ao ato de concentração envolvendo o Itaú Unibanco S.A. (Itaú)⁵⁵ e a XP Investimentos (XP)⁵⁶⁵⁷, no qual o Itaú demonstrava o interesse pela aquisição de parcela acionária da XP Investimentos. Do ponto de vista racional da operação, esta justificava-se pela oportunidade de investimento do Itaú em um modelo de negócios com forte crescimento no Brasil e no mundo: o modelo de plataformas abertas de investimento. Assim, o banco entraria nesse novo negócio complementar a suas atividades, investindo em uma empresa com potencial disruptivo no setor de distribuição de produtos de investimento no Brasil, além de ser a pioneira do segmento em âmbito nacional.

O modelo de negócio das plataformas abertas de investimentos permite que em um único local os clientes tenham acesso a diversos ativos financeiros (fundos, títulos públicos, emissões bancárias, renda variável etc.) disponibilizados por emissores distintos, através de uma única conta de registro e custódia que é estruturada como um *marketplace*, conectando investidores e

⁵⁴ A Resolução será discutida com mais detalhes na seção 4.1.

⁵⁵ O Itaú Unibanco faz parte do Grupo Itaú Unibanco, cujas principais atividades operacionais são: (i) banco comercial; (ii) Itaú BBA (grandes empresas e banco de investimento), (iii) crédito ao consumidor (produtos e serviços financeiros para não correntistas) e (iv) atividade com mercado e corporação.

⁵⁶ A XP, que faz parte do Grupo XP, atua nos seguintes segmentos: (i) corretagem de valores, (ii) distribuição de produtos de investimento, (iii) *asset management* (incluindo administração de clubes e fundos de investimento e gestão de recursos de terceiros), (iv) corretagem de seguros e planos de previdência (nesse ramo, o Grupo XP atua pontualmente na distribuição de alguns planos de previdência privada e seguros de vida), (v) educação financeira, (vi) serviços de informática voltados para sistema financeiro (*Tecnifinance/Infostock*), e (vii) serviços de mídia digital com veiculação de notícias financeiras, publicidade ou informação através de portal na internet.

⁵⁷ BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16.**

produtos financeiros⁵⁸. A XP, ao inaugurar as plataformas abertas no Brasil, permitiu a redução dos custos de transação na atividade de investimento, democratizando o acesso a este segmento.

As plataformas abertas constituem-se em um mercado de dois lados. Neste, de um lado a XP interage com diferentes emissores de produtos financeiros, que buscam canais para ampliar a distribuição desses produtos (sendo a XP apenas mais um deles) e, de outro, a XP se relaciona com os investidores, que buscam melhores alternativas de investimentos.

A transação em questão inicia-se em julho de 2017, quando o banco Itaú anuncia ao mercado a pretensão de adquirir ações da XP Investimentos S.A. (XP Investimentos), que era controladora indireta da XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (XP Corretora), no valor de R\$ 5,7 bilhões, e aportar R\$ 600 milhões na XP Investimentos.

Nesta operação, o Itaú tornar-se-ia acionista minoritário da XP Investimentos, possuindo 49,9% do capital social total e 30,1% do capital social votante, participação esta que seria adquirida da XP Controle S.A. (XP Controle), controladora direta da XP Investimentos.

Segundo as cláusulas contratuais, a operação dar-se-ia em três fases, sendo a primeira descrita anteriormente. A segunda corresponderia a pretensão de aquisição adicional, no ano de 2020, de 12,5% das ações, o que corresponderia a 62,4% do capital social total e 40,0% das ações ordinárias da XP Investimentos. A terceira fase aconteceria em 2022, com aquisição de mais 12,5% das ações, garantindo ao Itaú 74,9% do capital social total e 49,9% das ações ordinárias da XP Investimentos.

Há ainda acordo de acionistas prevendo a possibilidade de, a partir de 2024, a XP Controle poder exercer opção de venda da totalidade de sua participação no capital social da XP Investimentos ao Itaú Unibanco. E, a partir de 2033, o Itaú poderia exercer opção de compra da totalidade da participação detida pela XP Controle no capital social da XP Investimentos. Ambas as

⁵⁸ Este modelo de negócios se opõe as plataformas “fechadas” e “semiabertas” de investimentos já bastante difundidas no mercado financeiro, em especial para o segmento de alta renda. Entretanto, nesses modelos os ativos ofertados eram de forma total ou parcial restritos aos ativos emitidos ou geridos pela própria instituição.

operações, opção de venda e compra, deverão ser objeto de nova análise pelo CADE⁵⁹ e pelo BCB caso ocorram.

O caso passou por análise do CADE em 18 de julho de 2017, quando foi apresentada a notificação do ato de concentração, o qual autorizou em 14 de março de 2018, por maioria, a aquisição de parte do capital social da XP Investimentos pelo Itaú-Unibanco.

Segundo Parecer Técnico da Superintendência Geral do CADE⁶⁰ a operação apresentaria sobreposição horizontal nas atividades de corretagem de valores, administração e gestão de recursos de terceiros e distribuição de produtos de investimentos a clientes. Também haveria reforço na integração vertical entre 1) atividade de administração e gestão de recursos de terceiros de ambos os grupos e 2) emissão de títulos privados bancários do grupo Itaú com a atividade de distribuição de produtos de investimentos de ambos os grupos.

Entretanto, o parecer conclui que a forma de disponibilizar produtos pela plataforma aberta aumenta a competição, pois: 1) permitiria a competição de ofertantes na plataforma, 2) promoveria a competição entre as plataformas emergentes e os bancos tradicionais e 3) reduziria as barreiras à entrada para novos ofertantes, que não precisariam desenvolver custosas redes de atendimento ao cliente. Adicionalmente, fatores como a fácil expansão da capacidade de oferta de serviços (cada vez mais digitais) e a facilidade para o cliente migrar entre as diferentes plataformas e comparar de forma transparente os serviços faria com que dificilmente a XP mudasse o seu comportamento de atuação no mercado, dado que uma alteração de comportamento estimularia a migração dos clientes para seus atuais concorrentes (Easynvest, Modal, Genial, BTG Digital, Órama, etc.) ou até mesmo para novos entrantes dada as baixas barreiras à entrada⁶¹.

⁵⁹ Autarquia responsável por zelar, fomentar e disseminar a cultura de livre concorrência no Brasil. Cabe ao CADE a atuação em atos de concentração econômica que possam alterar a dinâmica da livre concorrência e a investigação e posterior julgamento de cartéis e outras condutas anticompetitivas.

⁶⁰ BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16**. Parecer Técnico n.º 24 Superintendência-Geral.

⁶¹ A tecnologia necessária para a criação de uma plataforma de investimentos digital está disponível no mercado, não havendo barreiras vinculadas a patentes, *know how* ou direitos de propriedade intelectual; as mídias sociais reduzem os custos de disseminação dos serviços o que facilita a entrada de novos agentes; não há restrição quanto a especialização da mão de obra (podendo ser utilizada a mesma de outros ramos do mercado financeiro); exigências

Assim, a SG recomendou a aprovação do ato de concentração condicionando a obrigações comportamentais, previstas em um Acordo em Controle de Concentrações (ACC), dentre as quais constam: o comprometimento das empresas em reforçar os mecanismos de governança corporativa de forma a manter a independência de gestão dos controladores da XP; o compromisso da XP em não discriminar em sua plataforma produtos de investimentos ofertados por instituições concorrentes do Itaú; a proibição de exigência de exclusividade aos ofertantes de produtos de investimentos (visando permitir o acesso de outras plataformas) e a proibição de exigência de exclusividade em relação a agentes autônomos de investimentos⁶², salvo orientação da CVM; a vedação do direcionamento dos clientes Itaú para a XP (evitando o reforço de posição dominante, que já é detido pela empresa); a manutenção por ambas as empresas de um canal de denúncia online (administrada por auditor externo) para o envio de reclamações de possíveis práticas excludentes, além do compromisso da XP em manter sua política de taxa zero para a custódia de renda fixa, bolsa, COE, Tesouro Direto e TED para retiradas (independentemente do valor investido ou volume de operações realizadas).

O Parecer, contudo, ressalva que a operação é bastante sensível, dado que a aquisição de um *player* disruptivo (*Maverick*) por um incumbente pode ser motivada por uma necessidade de proteção do próprio mercado, levando a um arrefecimento do nível competitivo em geral, o que teria efeitos nefastos para o bem-estar econômico.

Conforme já mencionado, o ato de concentração foi aprovado por maioria no CADE, com a inclusão de alguns remédios. Entretanto, cabe destacar alguns argumentos colocados nos votos de reprovação do ato de concentração, citados

regulatórias serem as mesmas de empresas nas atividades de corretagem de valores e gestão e distribuição de fundos.

⁶² O agente autônomo de investimentos é pessoa natural que atua na: prospecção e captação de clientes, recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; e na prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado. O profissional deve exercer suas atividades sempre por meio de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, em nome da qual atua como representante. O agente autônomo deve manter relação de exclusividade com apenas um intermediário, ressalvada a distribuição de cotas de fundos de investimentos, conforme Art. 13, inciso I, combinado com os §§ 2º e 3º da Instrução CVM nº 497/2011.

pelo conselheiro João Paulo de Resende⁶³ e pela conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt⁶⁴ em voto vogal.

O conselheiro João Paulo Resende trouxe em seu voto a discordância do fato de que, em função do acordo de acionistas, da participação minoritária do Itaú, e de compromissos de não discriminação, não exclusividade e manutenção de preços, apresentados pela SG/CADE e pelo relator Paulo Burnier da Silveira, as preocupações concorrências estariam equacionadas. Cita o item 250 do parecer da SG, mostrando as características problemáticas da operação:

“Algumas conclusões preliminares apontam no sentido de que: (i) a XP desempenha um papel de *maverick* no mercado brasileiro de corretagem e distribuição de produtos de investimentos; (ii) os agentes tradicionais do sistema financeiro não atendem adequadamente as necessidades do consumidor brasileiro, com produtos, na média, mais caros e de menor qualidade, denotando baixa rivalidade no mercado; (iii) trata-se de um mercado de dois lados, com características peculiares, tais como efeitos de rede e *multihoming*, que impactam a análise competitiva; (iv) há diversas barreiras à entrada no mercado de plataformas de produtos de investimentos, especialmente no que se refere à escala e efeitos de rede; (v) as *fintechs* tem promovido uma revolução na prestação de serviços financeiros, com novos produtos ou novas formas de prestação dos serviços, incrementando a competição e, em geral, com maior percepção positiva por parte dos consumidores; e (iv) esses novos negócios, intensivos em tecnologia e disruptivos, demandam atenção especial da autoridade de defesa da concorrência em relação à concorrência dinâmica.”

Resende menciona limitações do ACC negociado (apesar de não ter o controle da companhia, o Itaú poderia indicar seu diretor financeiro, 30% a 40% do Conselho de Administração e a maioria do Comitê de Auditoria, dentre outras atribuições) entendendo que a aquisição não seria tão passiva como aparentava e que não gerariam efeitos práticos de remediação do ato de concentração⁶⁵. O

⁶³ Disponível em: <<https://bit.ly/2Q4FwYC>> Acesso em: 10/10/2019.

⁶⁴ Disponível em: <<https://bit.ly/2Cv9Bsp>> Acesso em: 10/10/2019.

⁶⁵ Destaca-se a reticência quanto a eficácia do compromisso de não discriminação (dada a sua difícil comprovação), a dificuldade de comprovação de violação ao compromisso de não exclusividade e os desdobramentos da exigência de manutenção da tarifa zero para determinados produtos: “[...]ainda que possa trazer benefícios para o consumidor no curto prazo, é um tipo de exigência pouco convencional e, mais ainda, com eficácia limitada. Em primeiro lugar porque tem prazo de duração: no presente caso, cinco anos. Em segundo lugar, porque o prejuízo causado ao mercado não se limita aos consumidores, mas à concorrência, no médio e longo prazo. Só para dar um exemplo, com poder de mercado, barreiras à entrada e alta capacidade de financiamento (em função do porte do Itaú), a exigência de tarifa zero pode gerar um efeito de preço predatório, eliminando os rivais para, posteriormente, obter lucros monopolistas, quando todos os produtos e clientes já estiverem listados na plataforma da XP, como ocorre com mercado de dois lados, em geral.”

conselheiro adiciona três riscos concorrenciais que não foram tratados pelo ACC: a discriminação de concorrentes do Itaú, o reforço de barreiras à entrada no mercado do Itaú e a bancarização do mercado de plataformas abertas e sua possível extinção.

Referente a discriminação de concorrentes do Itaú o parecer SG minimizou os riscos da possibilidade de que o banco crie facilidades para a XP e dificuldades para os concorrentes da XP. Resende menciona a possibilidade de o banco possuir incentivos para a distribuição de seus produtos exclusivamente na XP, podendo haver discriminação por parte do Itaú. Cita como exemplo desse comportamento o que ocorre com a Ágora, controlada pelo Bradesco desde 2008⁶⁶, e que praticamente só oferece produtos de seu controlador.

Vários bancos de pequeno porte como o Banco Original, Banco Fibra, Banco PAN, Banco BMG e Indusval dependeriam fortemente da XP e sua plataforma de investimentos virtual, podendo aqueles se verem excluídos do acesso a fundos que lhes propiciariam alcançar o tamanho necessário para rivalizar com os grandes bancos caso a XP exerça seu poder de mercado⁶⁷.

Quanto a bancarização do mercado de plataformas abertas, o risco seria de que os bancos adquirissem tais plataformas e minimizassem a forte concorrência que vem sofrendo dessas plataformas:

“E já no seu nascedouro esse mercado enfrenta ameaças de extinção. O Bradesco já comprou a Ágora (conforme item 110 do parecer). Com a autorização para que o Itaú agora compre a XP, nenhuma outra operação do tipo poderá ser barrada, pois estamos falando do maior banco privado comprando a maior plataforma aberta de investimentos. Creio que esse tipo de movimento virará uma tendência, com as demais plataformas abertas independentes sendo adquiridas pelos grandes bancos. Nesse cenário, teríamos a bancarização do mercado da desbancarização, ou a rebancarização das alternativas de investimentos, em especial para o varejo. Essa visão sistêmica é imprescindível.”

⁶⁶ Operação aprovada sem restrições em 17 de setembro de 2008: **AC 08012.002361/2008-29**.

⁶⁷ *Parecer SG*: “há diversos entraves ao crescimento de plataformas concorrentes da XP e não se pode afirmar, neste momento, que os demais players sejam concorrentes capazes de contestar eventual exercício de poder de mercado das requerentes perante esses bancos após a operação, já que há dúvidas reais a respeito da capacidade das demais plataformas concorrentes em substituir efetivamente a XP em curto espaço de tempo”.

A conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt descreve em seu voto o cenário do setor bancário que é altamente concentrado e no qual a distribuição de produtos de investimentos atualmente é concentrada nos cinco maiores bancos, sendo que no presente cenário, a XP corresponderia a um Maverick promovendo com sucesso o processo de desbancarização. Em suas palavras:

“Aprovar esta operação, portanto, é dar o aval para que qualquer outro banco compre as demais empresas de plataforma aberta que, com todas as dificuldades, conseguiram entrar neste mercado, copiando a tecnologia da Maverick, isto é, da XP. É colocar o processo de desbancarização em cheque, destarte. É isso que esta operação traz como real risco ao SFN brasileiro.

Ou seja, não se trata tão somente da desbancarização, mas de uma melhor performance de fundos independentes para os consumidores finais, distribuídos também por plataformas abertas, como a da XP”

Schmidt adiciona fatores como a existência de barreiras à entrada no mercado de plataformas abertas, o fato do tamanho da XP aumentar essas barreiras (devido à dificuldade dos entrantes em criar uma base de clientes) e a estrutura engessada dos bancos como motivos para estes comprarem os seus concorrentes de plataformas abertas, o que elevaria seus lucros e no longo prazo poderia diminuir o bem-estar do consumidor. Faz-se necessário então avaliar o custo que a operação pode trazer à concorrência bancária, dada a sua estrutura já ser extremamente concentrada e a estrutura verticalizada dos conglomerados bancários, o que aumentaria o poder de mercado dos bancos ao aumentar ainda mais o seu portfólio de produtos e serviços (poder de portfólio).

Em seguida, Schmidt aborda qual seria o real interesse da aquisição de uma empresa que possui participação pequena no mercado de distribuição de produtos de investimento (menos de 4% do mercado considerando plataformas abertas e fechadas)⁶⁸ e o desfecho que tal operação pode tomar:

⁶⁸ Conforme argumenta Cristiane Schmidt, não seria a pequena participação que incomodaria o Itaú, mas a potencialidade desse número se elevar muito e de forma acelerada.

“É bom ter clareza de que a contestabilidade aos bancos virá de empresas com tecnologias disruptivas, fazendo um negócio antigo de forma nova. Os preços baixos observados hoje, assim, poderão subir novamente, mesmo que a tecnologia tenha vindo para ficar. Os bancos simplesmente incorporarão ao seu *modus operandi* tal tecnologia, mas precificarão da forma antiga. É o que um agente racional faria, se o regulador o permitir.

Como para um banco, seus clientes representam o seu “ganha pão”, a sua fonte de receita, pode-se afirmar que esta operação tem como objetivo a compra da base de clientes (atual e futura) do Maverick e o estancamento do crescimento de uma indústria nascente, que tem como lema a “desbancarização”. A base de clientes (ou o passivo do banco), assim, é, inquestionavelmente, o que mais vale, sendo a “joia da coroa”.

Por conseguinte, o que está em risco é a eliminação de toda a inovação que apenas começa a florescer com a chegada das empresas de plataformas abertas, com estruturas mais ágeis e, assim, mais baratas. O problema, então, não é a venda *per se* da XP, mas a venda da XP para um banco. Pior, para o maior banco privado brasileiro”

A conselheira destaca a necessidade de uma análise antitruste diferente nesta 4ª Revolução Industrial, na qual não se foque unicamente no *status quo*, mas haja também uma análise sobre a dinâmica do mercado, sobre o seu processo:

“A dinâmica neste mercado, desse modo, precisa ser inexoravelmente considerada, pois a potencialidade destes *players* de plataforma aberta está só começando a trazer maior competição para os bancos. O problema antitruste, volto a enfatizar, não deve focar apenas nas supostas concentrações horizontais ou verticais dos produtos oferecidos atualmente pelas Requerentes como, em geral, sugere que seja feita a análise antitruste estática tradicional. [...]

A análise pura e fria do Guia H, assim, é temerosa, pois pode resultar em conclusões equivocadas. Este é o caso. Mercados relacionados à 4ª Revolução Industrial ou digital – como esse – tem estratégias dinâmicas. Logo, os jogos precisam ser dinâmicos. A Amazon, por exemplo, teve prejuízo durante algum tempo até formar reputação necessária para começar a lucrar. Se não tivesse insistido por algum tempo, mesmo com prejuízo, não conseguiria vingar no mercado e hoje valer mais do que a Microsoft. Seria correto sancioná-la por preço predatório, dado que seu preço deveria ser menor do que os custos de operação? Parece que não, uma vez que a inovação é a vertente mais importante nestes mercados digitais para gerar mais competição em um mercado relevante mais amplo. O antitruste calcado em indústrias como a do cimento e aço precisa, desta forma, ser repensado. ”

Por fim, acrescenta o fato de que, nesse cenário dinâmico, o pior efeito seria o incentivo anticompetitivo dado pela bancarização das plataformas abertas, como é o caso da BTG Digital (BTG Pactual) e da Ágora (comprada pelo Bradesco) – além do mencionado caso Itaú/XP – e ressalta a importância de se ter a contestabilidade do mercado e baixas barreiras à entrada para a manutenção dos incentivos a inovação.

Schmidt termina seu voto com a seguintes paráfrase:

“diante dos riscos concorrenciais mais acentuados observados em mercados dinâmicos e recém-criados, com tecnologias disruptivas; a melhor estratégia do órgão antitruste, se seu objetivo é maximizar o bem-estar do consumidor dinamicamente, é reprovar e não aprovar um AC que possa trazer resultados deletérios à concorrência. Enquanto uma reprovação hoje pode ser reapresentada amanhã, uma aprovação hoje pode trazer danos irreversíveis à dinâmica do mercado, com queda substancial de bem-estar social no longo prazo e retrocesso ao desenvolvimento econômico do país.”

O ato de concentração envolvendo a XP Investimentos e o banco Itaú é o primeiro a ser julgado pelo Conselho após a assinatura do Memorando de Entendimentos⁶⁹ entre Cade e Banco Central do Brasil (BCB), cujo objetivo é a atuação coordenada entre ambas as instituições. No caso em específico, o BCB entendeu que a operação reunia as condições para ser aprovada, sendo considerada pró-competitiva e, portanto, benéfica para o consumidor e para a eficiência da intermediação financeira, necessitando apenas haver algumas medidas compensatórias, descritas em ACC assinado pelo BCB, Itaú e XP Investimentos em 9 de agosto de 2018, das quais estão as principais:

a) não indicação pelo Itaú Unibanco de executivos em área financeira ou de negócios da XP Investimentos pelo prazo de 15 anos;

b) não aquisição pelo Itaú Unibanco de novas plataformas eletrônicas para oferta de produtos de investimentos, ou de entidades que administrem tais plataformas, pelo prazo de 8 anos;

⁶⁹ **Memorando de Entendimentos:** “As partes se comprometem a envidar os melhores esforços de cooperação e a estabelecer, de forma conjunta, regras específicas para a análise de processos administrativos de controle de atos de concentração envolvendo instituições supervisionadas pelo Banco Central do Brasil, tendo em vista o interesse público na segurança jurídica, na eficiência, na higidez e na concorrência nos mercados regulados”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf>. Acesso em: 10/10/2019

c) limitação da aquisição de ações pelo Itaú Unibanco a 49,99% do capital da XP Investimentos, com possibilidade de compra adicional limitada a 12,5% do capital total em 2022, caso venha a ser aprovada pelo BCB no citado ano;

d) proibição de interferência do Itaú Unibanco nas decisões negociais da XP Investimentos e da XP Corretora pelo prazo de 15 anos;

e) proibição de a plataforma da XP Corretora instituir práticas discriminatórias, no tocante às condições de acesso de instituições financeiras ofertantes de produtos de investimento financeiro, especialmente no que se refere ao preço pago por tais instituições financeiras, que consiste na porcentagem da remuneração dos produtos que é destinada à XP Corretora, pelo prazo de 8 anos;

f) divulgação ampla, pela XP Corretora, da política de acesso a suas plataformas eletrônicas de negociação de produtos, pelo prazo de 8 anos;

g) proibição de contratação, pela XP Corretora ou por outras instituições financeiras do XP, de AAI com exclusividade, salvo em caso de determinação regulamentar específica, pelo prazo de 8 anos;

h) proibição de acesso privilegiado do Itaú Unibanco à base de dados da plataforma XP Investimentos pelo prazo de 15 anos;

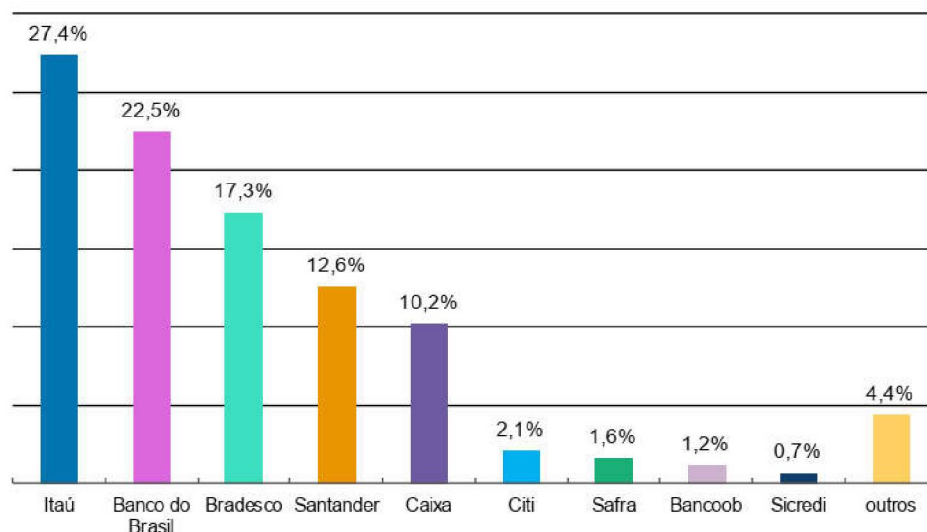
i) não aquisição pela XP Corretora e por outras instituições financeiras do Grupo XP, de novas plataformas eletrônicas para oferta de produtos de investimentos, ou de entidades que administrem tais plataformas pelo prazo de 8 anos; e

j) proibição de contratação privilegiada, pela XP Corretora ou por outras instituições financeiras do Grupo XP, de serviços bancários ofertados pelo Itaú Unibanco, pelo prazo de 8 anos.

Por meio dessas medidas, o BCB acredita que será mantida a independência da XP corretora e a isonomia concorrencial entre as plataformas de investimentos, fomentando a concorrência e o bem-estar dos consumidores.

Entretanto, cabe salientar a força competitiva da XP Investimentos que incomodava os bancos. Conforme gráfico a seguir, mais de 90% das captações líquidas efetuadas pela XP Corretora, em janeiro de 2017, provinham de instituições financeiras de grande porte, como Itaú Unibanco, Banco do Brasil, Bradesco, Santander e Caixa Econômica Federal.

GRÁFICO 2 – Percentual das captações líquidas da XP Corretora por banco de origem em janeiro de 2017 (bilhões de reais)



FONTE: XP Corretora

NOTA: Captação total - R\$ 3,4 bilhões

Conforme exposto, o maior percentual de captação provinha do Itaú Unibanco (27,4%), o que embasa o argumento de que a operação teve características defensivas por parte do Itaú, numa espécie de “recompra” de seus clientes, tentando mitigar os efeitos danosos da migração significativa de investidores de sua plataforma fechada para a plataforma aberta de investimentos da XP Corretora.

3.3 CASO BRADESCO E GUIABOLSO

A operação envolve as empresas Banco Bradesco S.A. (“Bradesco”) e GuiaBolso Finanças e Correspondente Bancário e Serviços Ltda. (“GuiaBolso”) referente a suposta prática de infração à ordem econômica cometida pelo Bradesco em relação a *fintech* GuiaBolso⁷⁰.

O GuiaBolso é um aplicativo desenvolvido para *smartphones* que propõe a gestão financeira dos recursos de seus usuários. Para isso, utiliza-se do acesso às informações bancárias de seus usuários, devidamente autorizado por meio

⁷⁰ BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Processo Administrativo 08700.004201/2018-38.**

de senhas, para consolidar as informações das contas bancárias de maneira a fornecer informação útil ao usuário para a gestão de suas finanças pessoais, apresentando informações como extratos de conta corrente, dados de cartões de crédito, lançamentos futuros, dentre outros que não ficam muitas vezes claros da maneira como é exposto via *internet banking*.

Posteriormente, o GuiaBolso passou a utilizar os dados acessados para classificar o grau de risco de seus usuários de acordo com as características de movimentação financeira destes. Dessa maneira, o aplicativo passou a ofertar serviços de crédito aos usuários, tornando-se um *marketplace* de serviços de empréstimo pessoal, atuando como um mercado de dois lados. Nesse sentido, diversas instituições financeiras poderiam ofertar crédito aos usuários do GuiaBolso considerando o *rating* de risco elaborado pelo *App* e os clientes poderiam comparar de forma online as diversas opções de empréstimo e contratar a que lhe for mais adequada, abrindo assim o leque de oportunidades de financiamento e havendo significativa redução nos custos comparados ao mercado tradicional.

O caso inicia-se em julho de 2018, a partir de representação da Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência (Seprac)⁷¹. Segundo o parecer, o Bradesco estaria prejudicando as atividades econômicas do GuiaBolso ao instituir um segundo fator de autenticação para que seus clientes acessassem suas contas correntes na plataforma de *internet banking*, o que inviabilizaria o modelo de negócios do GuiaBolso.

Anteriormente, em março de 2016, o Bradesco ajuizou ação com pedido de liminar contra o GuiaBolso, solicitando que a *fintech* se abstinhasse de coletar os dados dos clientes do Banco Bradesco através da plataforma de *internet banking* e apagasse os dados já coletados. Dentre as alegações para tal pedido constavam: risco para a segurança (a IF não saberia diferenciar entre os acessos por aplicativos e os acessos de ataques de fraude), elevação dos custos de administração do sistema pela instituição financeira, quebra de sigilo bancário, desrespeito ao contrato com a instituição financeira, ausência de transparência

⁷¹ Parecer nº 1/2018/GABIN/SEPRAC-MF (SEI 0495937).

do aplicativo e concorrência desleal (infração ao direito autoral sobre o banco de dados)⁷².

O pedido de concessão de liminar foi indeferido, destacando-se o fato de que as senhas foram fornecidas voluntariamente pelos clientes do GuiaBolso, que o *App* utiliza protocolos de segurança e que não foram demonstradas fraudes pelo uso do aplicativo. Adiciona-se ainda o fato do aumento da vulnerabilidade aos usuários do Bradesco ao ser interposto o *token* para acesso as contas correntes:

“Também não se pode ignorar que, aparentemente, para dificultar o acesso do GuiaBolso, o autor conscientemente teria passado a exigir a segunda senha (*token*) para que os seus clientes acessassem as informações bancárias, de forma que o próprio autor teria sido responsável pelo aumento da vulnerabilidade dos sistemas de segurança.”

Conforme ainda menciona o parecer, instituições financeiras de mesmo porte como Itaú, Santander e Banco do Brasil utilizam a opção de senha adicional para conferir maior segurança, muitas vezes randômica, apenas para operações específicas. Por outro lado, o Bradesco utilizaria este sistema de dupla checagem já no acesso inicial à conta⁷³. Dada a falta de proporcionalidade com o risco e devido aos efeitos negativos sobre a concorrência no setor de crédito, a medida seria ilegal.

Verifica-se ainda a existência de outras condutas anticompetitivas a que o Bradesco teria recorrido, dentre elas: impedir que seus clientes pudessem adquirir produtos de terceiros em mercados complementares (*lock-in*) concorrendo com produtos bancários, abuso do direito de petição (*sham*

⁷² Conforme divulgado pelo jornal Folha de S. Paulo: “O desentendimento entre o Bradesco e o GuiaBolso começou no final de 2014, quando o aplicativo dava os primeiros passos, o Bradesco considerou investir em sua expansão por meio de um programa de incentivo a startups. Em troca, o GuiaBolso deveria oferecer aos usuários do *App* apenas produtos do Bradesco. Os donos do GuiaBolso rejeitaram a oferta, optando pelo financiamento de fundos de investimento estrangeiros na tentativa de se manter independente. Segundo pessoas que acompanharam as conversas, a recusa teria provocado a retaliação do Bradesco, que decidiu ir à Justiça em março de 2016. ” Disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/09/fazenda-entra-em-acao-do-bradesco-contra-guiabolso.shtml>> Acesso em: 30/10/2019.

⁷³ Ao instituir o sistema de dupla checagem para o acesso inicial a conta corrente, o Bradesco passou a atuar oferecendo uma espécie de venda casada aos clientes, no qual eles só teriam acesso seguro as operações sensíveis caso se comprometessem a adquirir produtos financeiros daquela instituição. Assim, caso o cliente optasse por autorizar o acesso por terceiros a sua conta, abriria mão da segurança de suas operações bancárias.

*litigation*⁷⁴), fechamento de mercado (*foreclosure*) e abuso da proteção da propriedade intelectual⁷⁵.

Referente a dependência das *fintechs* em relação aos bancos, a Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (SG/Cade) apresenta como argumentos que vão de encontro as práticas anticompetitivas do Bradesco o presente na Lei Complementar nº 105/2001⁷⁶ e na Lei nº 13.709/2018 (a Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais - LGPD), nos quais não se constitui ilícito a divulgação de informações com o consentimento do interessado e o titular dos dados possui os direitos sobre estes, podendo assim decidir como e quem poderá utilizá-los.

Atualmente o processo administrativo tramita na SG/CADE, no qual ao final esta opinará pela condenação ou arquivamento e remeterá o caso para julgamento pelo Tribunal Administrativo do Cade, responsável pela decisão final.

Destaca-se o fato de um eventual efeito cascata de outros bancos no caso de decisão favorável ao Bradesco em sua ação ajuizada, já que estes teriam incentivos para ter a mesma conduta e fatalmente impactaria o mercado nascente de *fintechs*.

Apesar dos exemplos de ação conflituosa entre os interesses de *fintechs* e incumbentes expostas anteriormente o relacionamento entre estes parece caminhar naturalmente para uma relação de complementariedade e cooperação. De maneira geral, as *fintechs* ainda não alcançaram uma base de clientes suficiente para ameaçar competitivamente as instituições financeiras líderes do mercado ou não possuem acesso suficiente a fontes de financiamento baratas.

⁷⁴ *Sham litigation* corresponde ao abuso do direito de ação no Poder Judiciário com a finalidade de prejudicar a livre concorrência. Nessa prática, o que se peticiona não se tem como objetivo o externado no pedido, mas sim há a finalidade não declarada de restringir a concorrência. No caso abordado, a inexistência de infrações as cláusulas contratuais que foram alegadas pelo Bradesco é um forte indício de que ação foi proposta com o propósito exclusivo de elevar os custos para o rival, custos os quais muitas vezes uma *startup* não pode arcar, configurando-se como uma prática anticoncorrencial.

⁷⁵ Conforme consta no Art. 36 da Lei 12.529/11, o abuso do direito de propriedade intelectual constitui-se como infração da ordem econômica: “§ 3º As seguintes condutas, além de outras, na medida em que configurem hipótese prevista no caput deste artigo e seus incisos, caracterizam infração da ordem econômica: (...) XIV - açambarcar ou impedir a exploração de direitos de propriedade industrial ou intelectual ou de tecnologia; (...) XIX - exercer ou explorar abusivamente direitos de propriedade industrial, intelectual, tecnologia ou marca.”

⁷⁶ Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências: “ Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados. (...) § 3º Não constitui violação do dever de sigilo:(...) V – a revelação de informações sigilosas com o consentimento expresso dos interessados; (...)”.

Assim, a parceria poderia ser vantajosa para ambos os lados: incumbentes se beneficiariam ao ter acesso as inovações tecnológicas (obtendo vantagem competitiva) e as *fintechs* teriam acesso a base de dados dos clientes dos incumbentes e poderiam ter as suas operações viabilizadas e ganhar escala.

A tecnologia permite a desagregação dos serviços financeiros, gerando cada vez mais especialização e eficiência, levando as empresas a atuar em nichos. À medida que os prestadores de serviços ganham escala estes tendem a ampliar seu ramo de atuação e conseqüentemente podem impactar na lucratividade dos grandes bancos e outras instituições financeiras, o que no longo prazo pode gerar uma mudança na composição do sistema financeiro. Por hora as *fintechs* aparentam não ser uma grande ameaça competitiva, entretanto um outro agente merece atenção por possuir a combinação de capital, acesso a dados dos consumidores e tecnologia - as *BigTechs*.

3.4 ANÁLISE DOS ESTUDOS DE CASO

Os três casos anteriormente apresentados (Fairplace, XP Investimentos e GuiaBolso) apresentam certa similaridade, podendo ser percebidas em cada um dos casos as dificuldades encontradas por estas *fintechs* para se desenvolver ou se consolidar nos seus mais diversos estágios de maturação.

Assim, no caso Fairplace podemos perceber os efeitos práticos da desconexão regulatória para empresas em estágio inicial de desenvolvimento. No caso em específico, por não haver na época o normativo específico para P2P e sua atividade ter sido considerada de intermediação financeira (atuando sem autorização concedida pelo BCB) a Fairplace entrou no rol de proibições de crimes contra o sistema financeiro nacional, tendo curto período de vida. Por volta de 4 a 5 anos o segmento de *peer-to-peer lending* no Brasil permaneceu adormecido até o ressurgimento das *fintechs* desse segmento através da solução de improviso – atuar como correspondentes bancários – solução esta que era um contrassenso do ponto de vista conceitual, visto que as *fintechs* surgiram com a proposta de dinamismo, geração de competitividade e redução de custos, mas para funcionar teriam de estar ligadas às instituições financeiras tradicionais.

No caso GuiaBolso percebemos a desconexão regulatória em uma *fintech* já estabelecida e a respectiva investida do banco Bradesco para tentar inviabilizar o negócio de um concorrente que começa a lhe incomodar. De um lado o GuiaBolso precisa das informações bancárias de seus usuários (com as respectivas autorizações) para que possa fornecer serviços de gestão das finanças pessoais dos usuários e posteriormente oferecer serviços acessórios, como por exemplo crédito. Do outro lado está o banco Bradesco, que instituiu sistema de dupla checagem em seus serviços de *internet banking* para que o App não acesse os dados autorizados pelo cliente, que são a “matéria-prima” do modelo de negócio da *fintech*, para inviabilizar suas atividades. O banco também está sendo acusado de usar de outras condutas anticompetitivas como *lock-in*, *sham litigation*, *foreclosure* e abuso da proteção de propriedade intelectual contra o GuiaBolso.

No respectivo caso um ponto central para a resolução do litígio em prol da *fintech* seria a regulamentação do Open Banking⁷⁷, havendo assim uma espécie de esclarecimento dos normativos e limites de atuação para atividades e tecnologias, mitigando eventuais problemas referentes a posse, a disponibilidade e ao uso dos dados dos clientes no sistema financeiro. Enquanto não há reconexão regulatória, há espaço para inúmeros litígios como o apresentado.

Entretanto, importante salientar a relativa demora para realização de alterações normativas no sistema financeiro, vide trecho da Constituição Federal de 1988, em seu artigo 192:

“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.**”

Apesar da previsão constitucional, passaram-se mais de 30 anos e ainda não houve alteração na lei do sistema financeiro nacional. Assim, continua a vigência da Lei nº 4.595 de 1964⁷⁸.

⁷⁷ Em complementariedade com a Lei Geral de Proteção de Dados.

⁷⁸ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm> Acesso em: 10/10/2019.

Por fim, o caso XP Investimentos apresenta a tradicional estratégia de eliminação de concorrentes via aquisição. Conforme exposto anteriormente havia fortes motivos que justificavam a operação realizada pelo Itaú Unibanco para aquisição da XP Investimentos, como a perda de grande parte dos clientes para a plataforma aberta de investimentos, a aquisição de um negócio líder do segmento e o potencial disruptivo do modelo de negócios (*Maverick*) adquirido.

De maneira geral, a falta de aparato normativo regulatório em tempo hábil inibe tanto a inovação quanto o surgimento de novos modelos de negócio que poderiam promover a competição no sistema financeiro e trazer aumento de bem-estar aos consumidores. Aliado a isso, abre também espaço para que as grandes instituições financeiras estabelecidas possam exercer seu poder contra os entrantes e manter o status quo, além de manter o desenvolvimento de modelos de negócio disruptivos fora do universo regulado, onde podem estar sendo gestados os mais diversos riscos ao mercado.

Nesse contexto, cabe as entidades regulatórias uma abordagem regulatória flexível de modo a fomentar a inovação e promover a competição, mas sem deixar de lado a estabilidade do sistema financeiro, a proteção dos consumidores e a segurança jurídica.

Conforme abordado por Brummer e Yadav (2018) haveria um trilema a ser enfrentado pelos reguladores: coordenar inovação financeira, integridade dos mercados e normas regulatórias claras. Neste trilema, os reguladores poderiam obter apenas dois desses objetivos, expondo-se ao risco do objetivo não abarcado.

Economia e regulação financeira são cíclicas e tendem a atuar uma em contraposição a outra: quando a economia está aquecida as regras tendem a ser mais permissivas, quando ocorrem crises as regras tendem a se tornar mais rígidas para responder as atitudes mais negligentes que desencadearam tais crises.

Analisando sob a ótica do trilema as alterações regulatórias recentes promovidas pelos reguladores do sistema financeiro nacional, parece claro os objetivos escolhidos por estes: promoção da inovação financeira e normas regulatórias claras. O objetivo integridade dos mercados ou estabilidade financeira foi aparentemente “deixado de lado” em função do cenário de relativa

estabilidade financeira⁷⁹ atual, fato que propicia a tomada desse risco medido e o avanço da agenda de promoção da inovação e competitividade no setor financeiro.

Um exemplo de iniciativa proativa do regulador como forma de fomentar a inovação e promover a reconexão regulatória é a iniciativa promovida pelo Banco Central, simbolizada através da Agenda BC#⁸⁰. A Agenda BC# possui como pauta de trabalho a evolução tecnológica como meio de desenvolver questões estruturais do sistema financeiro. Divide-se em quatro pilares: Inclusão (acesso ao mercado para todos), Competitividade (adequada precificação por meio de instrumentos competitivos de acesso ao mercado), Transparência (nas informações de mercado e do BCB) e Educação (conscientização do cidadão quanto a sua participação no mercado e hábitos de poupança).

Analisando pelo viés do trilema, o pilar da Agenda BC# que mais simboliza a tentativa de promover a inovação e dar clareza as regras de atuação é o pilar Competitividade, podendo este ser dividido nas frentes Eficiência de Mercado e Inovações. Em Eficiência de Mercado destacam-se o decreto para simplificar autorização para participação de IF's estrangeiras no SFN, Cadastro Positivo, Sistemas de Pagamentos Transfronteiriços e Criação do Departamento de Competição e de Estrutura do Mercado Financeiro (Decem) no BCB. Já na frente Inovação os destaques são para Implementação do Sistema Financeiro Aberto (Open Banking), a autorização de funcionamento das *fintechs* de crédito por meio da resolução 4.656/18 do Banco Central do Brasil, Pagamentos Instantâneos (PIX), e Sandbox Regulatório.

Reverendo os casos sob o ponto de vista do regulador, de promover a inovação financeira e ter clareza nos normativos, casos semelhantes ao Fairplace são solucionados por meio da resolução 4.656/2018, havendo normativo próprio para a atuação de *fintechs* de crédito no país, estando claro o seu escopo de atuação e fomentando todo o segmento de crédito P2P em âmbito nacional. Referente ao caso GuiaBolso os avanços para a implementação do Open Banking além de permitir o fluxo de dados dos clientes entre as instituições

⁷⁹ Sinal da estabilidade pode ser verificada pela evolução do IPCA de 10,67% em dezembro de 2015 para 4,31% em dezembro de 2019 e uma taxa Selic de 14, 25% em dezembro de 2015 para 4,5% em dezembro de 2019. Consultar mais em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas>> Acesso em 10/03/2020.

⁸⁰ As alterações regulatórias serão discutidas a partir da seção 4.

financeiras e *fintechs*, propiciando a criação de diferentes soluções financeiras e novos modelos de negócio, dá clareza quanto a posse e ao uso destes dados, mitigando eventuais litígios por falta de amparo normativo e fomentando o surgimento de novos negócios que tenham nos dados dos clientes a matéria-prima para se desenvolver.

Referente ao caso Itaú Unibanco e XP Investimentos, apesar dos pontos levantados pelos conselheiros do CADE, João Paulo de Resende e Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt, quanto a possíveis problemas concorrenciais que poderiam ocorrer ao se aprovar a aquisição da maior plataforma de investimentos aberta do país e que possui potencial disruptivo (*Maverick*) pelo maior banco privado do país, o Banco Central aprovou a operação entendendo que, do ponto de vista regulatório, a operação não geraria riscos ao sistema financeiro, mantendo-se a possibilidade de manutenção da inovação em questão (plataforma de investimentos aberta) e a possibilidade de competição no segmento em questão.

Quanto as instabilidades no sistema financeiro há tanto autores que defendam a estabilidade da concentração como Keeley (1990) e Allen e Gale (2004) quanto os que defendam a instabilidade da concentração, como Boyd e Nicoló (2005). Em aspecto micro, conforme discutem Brummer e Yadav (2018) as *fintechs* adicionariam ao cenário de competição no sistema financeiro fatores que dificultariam ainda mais o trabalho dos reguladores, fatores como o uso de diferentes formas de dados, o uso intensivo de tecnologias como o *machine learning* e a inteligência artificial, além da desintermediação e fragmentação das transações financeiras.

Em meio aos inúmeros desafios a serem enfrentados, cabe ao regulador definir qual postura adotará e quais objetivos irá buscar em sua atividade normativa, de forma a abrir mão do menor risco possível. Um instrumento adaptativo de regulação que fomenta a inovação e permite aos reguladores estudar as novas tecnologias e negócios são os Sandboxes Regulatórios⁸¹. Nesse instrumento os negócios disruptivos podem inovar e testar suas inovações regulatórias em um ambiente controlado e supervisionado pelo

⁸¹ Sandboxes regulatórios serão discutidos no item 4.2.3

regulador com regras mais brandas para a atuação, sendo uma mão dupla entre fomento de inovação e contenção de riscos potenciais.

A seguir, serão discutidas as iniciativas dos reguladores nacionais para o desenvolvimento de um sistema financeiro mais eficiente e competitivo.

4 PANORAMA REGULATÓRIO E NOVOS DESAFIOS

Em um cenário de rápidas transformações tecnológicas é necessário que o regulador responda em tempo hábil para fomentar os novos modelos de negócio, trazê-los para o ambiente regulado (promovendo a reconexão regulatória) e reduzir as incertezas jurídicas quanto ao modelo de negócio das *fintechs*, de modo a promover um aumento de competição entre os agentes no mercado financeiro e uma melhor oferta de produtos e serviços ao cliente final, resultando assim em uma melhora de seu bem-estar.

Neste sentido, os reguladores do sistema financeiro nacional estão promovendo uma série de iniciativas normativas que buscam enquadrar os novos modelos de negócio, fomentar a inovação e a competição, além de alinhar-se aos avanços regulatórios internacionais. Pode-se destacar como exemplos da iniciativa dos reguladores nacionais para o desenvolvimento de um sistema financeiro mais eficiente e competitivo a Agenda BC+ iniciada em 2016 (atual Agenda BC#), o lançamento do Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (Lift⁸²) coordenado pelo BCB e pela Fenasbac e o LAB (Laboratório de Inovação Financeira) que é um fórum de interação multissetorial criado pela Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que reúne representantes do governo e da sociedade para promover as finanças sustentáveis no país.

Nesse sentido, será exposto nas seções seguintes alguns dos principais avanços regulatórios apresentados e também serão expostas iniciativas regulatórias que estão se desenvolvendo e devem ser concretizadas nos próximos meses como o Sistema de Pagamentos Instantâneo, o Open Banking e o Sandbox regulatório. O conjunto dessas iniciativas visa a construção de um sistema financeiro mais eficiente, competitivo e seguro.

⁸² O Lift é um ambiente virtual de colaboração entre o mercado, universidades, empresas de tecnologias e *fintechs* para o desenvolvimento de soluções financeiras tecnológicas, funcionando como uma aceleradora para o desenvolvimento de projetos e sendo um espaço onde o regulador pode acompanhar e validar as regras para dar segurança aos futuros clientes desses serviços.

4.1 PANORAMA REGULATÓRIO

As operações de *crowdfunding* de investimento⁸³ foram regulamentadas em 13 de julho de 2017 pela Instrução CVM nº 588/17. A norma trouxe maior segurança jurídica ao mercado de financiamento coletivo, antes amparado pela Instrução CVM 400/03, mas que não contemplava as especificidades e necessidades da estrutura atual de financiamentos coletivos. A norma permite que investidores e empreendedores de pequeno⁸⁴ porte tenham acesso mais democratizado e menos burocrático de capitalização e crédito.

No *crowdfunding* de investimentos os investidores recebem participação societária ou título de dívida conversível em participação societária da empresa interessada pela captação. Em regra, o valor anual que o investidor poderá aportar nesta modalidade é de até R\$ 10.000,00 por ano, valor flexibilizado em algumas exceções.

A CVM passará então a aprovação e supervisão das plataformas eletrônicas de investimentos⁸⁵ (e não mais as rodadas de investimentos, uma a uma), que poderão disponibilizar mais opções de investimentos em empresas, de forma mais rápida e com maiores opções (empresas com faturamento anual de até R\$ 10.000.000,00 fazendo rodadas de captação até R\$ 5.000.000).

A nova norma ainda traz maior transparência aos investidores ao tornar obrigatória a prestação de contas acerca da sociedade empresária de pequeno porte, do valor mobiliário ofertado e da plataforma eletrônica, visando munir os investidores de maiores informações para embasar a tomada de decisão.

⁸³ A Instrução CVM 588/17 define *crowdfunding* de investimento como “captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>> Acesso em: 10/10/2019.

⁸⁴ A ICVM 588/17 define sociedade empresária de pequeno porte como: “sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM”

⁸⁵ Define-se plataforma como: “pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores”

Em 17 de novembro de 2017, o uso dos Robo-advisors⁸⁶ (ferramentas que utilizam algoritmos para prestar consultoria de valores mobiliários e administrar carteiras de investimentos) foram regulamentados pela Instrução CVM nº 592/17⁸⁷, que dispõe sobre atividades de consultoria de valores mobiliários. Conforme tratado na Instrução:

“Art. 16. A prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários com a utilização de sistemas automatizados ou algoritmos está sujeita às obrigações e regras previstas na presente Instrução e não mitiga as responsabilidades do consultor em relação às orientações, recomendações e aconselhamentos realizados.

Parágrafo único. O código-fonte do sistema automatizado ou o algoritmo deve estar disponível para a inspeção da CVM na sede da empresa em versão não compilada.”

Em relação as *fintechs*, atualmente estão autorizadas a atuar no país, por meio da Resolução 4.656/18⁸⁸ do Banco Central do Brasil, dois tipos de *fintechs* de crédito: a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP).

Conforme definido em seu artigo 3º, a SCD corresponde a:

“[...] 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 capital próprio.”

Conforme definição, a SCD não pode realizar captação de recursos do público, operando apenas capital próprio. Ao realizar as operações de crédito, a SCD deve utilizar instrumentos de mensuração de risco de crédito para selecionar os seus clientes como por exemplo a situação econômico-financeira,

⁸⁶ Conforme definição da *Securities and Exchange Commission* (SEC) robo-advisors seriam caracterizados por: uso de tecnologias inovadoras para fornecer serviços de administração discricionária de ativos para seus clientes por meio de programas baseados em algoritmos online. (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Robo-Advisers. IM Guidance Update, fev. 2017, nº 2017-02. Disponível em: <<https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>> Acesso em: 10/10/2019.

⁸⁷ Disponível em: <<https://bit.ly/3cdzHR5>> Acesso em: 10/10/2019.

⁸⁸ Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018: “Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições.”

grau de endividamento e capacidade de geração de caixa. Adicionalmente, é permitida a prestação de serviços de análise e cobrança de créditos para terceiros, distribuição de seguro relacionados as operações por ela concedidas e emissão de moeda eletrônica.

No art. 7º, fica definido a SEP como:

“[...] instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.”

A SEP realizará operações conhecidas no mercado como *peer-to-peer lending* (P2P). Nesse modelo de negócios a *fintech* apresenta-se como o intermediador financeiro entre o credor e o tomador de crédito, sendo remunerado através da cobrança de tarifas. A SEP funciona apenas para unir os credores e tomadores, sendo limitada a quantia máxima de exposição de um credor de R\$ 15.000,00, por SEP e por devedor.

É de responsabilidade da SEP utilizar modelos de análise de crédito capazes de fornecer aos potenciais credores indicadores que reflitam de forma imparcial os riscos das operações de empréstimos e financiamentos bem como dos potenciais devedores. Adicionalmente, como na SCD, a SEP é autorizada a prestar serviços de análise e cobrança de créditos para terceiros e emitir moeda eletrônica.

A SCD e a SEP possuem como benefícios a redução da burocracia e dos custos no acesso ao crédito, rapidez nas transações, aumento da eficiência e concorrência no mercado de crédito (abrindo espaço para a redução do custo do crédito).

Apesar do avanço regulatório, ainda é pequeno o quantitativo de *fintechs* regulamentadas sendo onze SCDs e quatro SEPs funcionando atualmente.

TABELA 7 – QUANTITATIVO DE INSTITUIÇÕES AUTORIZADAS – DEZEMBRO/2019

Segmento	Dez-2013	Dez-2014	Dez-2015	Dez-2016	Dez-2017	Dez-2018	Dez-2019
Banco Múltiplo	132	130	132	133	132	131	132
Banco Comercial ¹	23	22	21	21	21	20	20
Banco de Desenvolvimento	4	4	4	4	4	4	4
Caixas Econômicas Estaduais/Federal	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Investimento	14	14	13	14	13	12	11
Banco de Câmbio	3	3	3	3	3	4	5
Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento	58	55	53	53	56	58	59
Sociedade de Crédito Direto	-	-	-	-	-	1	11
Sociedade de Empréstimo entre Pessoas	-	-	-	-	-	-	4
Sociedade Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	93	92	87	79	75	68	67
Sociedade Corretora de Câmbio	62	66	63	63	61	63	55
Sociedade Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	116	108	102	101	95	94	94
Sociedade de Arrendamento Mercantil	29	27	27	25	24	21	21
Sociedade de Crédito Imobiliário ² e Associação de Poupança e Empréstimo	11	9	8	4	3	3	3
Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte	38	40	40	38	38	36	33
Agência de Fomento	16	16	16	16	16	16	16
Companhia Hipotecária	8	7	8	9	7	6	6
Instituição de Pagamento	-	-	-	1	6	10	19
Subtotal	608	594	578	565	555	548	561
Cooperativa de Crédito	1209	1163	1113	1078	1023	973	920
Subtotal	1817	1757	1691	1643	1578	1521	1481
Sociedade Administradora de Consórcio	199	186	172	166	156	152	148
Total	2016	1943	1863	1809	1734	1673	1629

FONTE: Unicad, 2019 – Adaptado.

1/ Inclui os bancos estrangeiros (filiais no país)

2/ Inclui sociedades de crédito imobiliário (Repassadoras / SCIR), que não podem captar recursos junto ao público

3/ Foram consideradas as instituições nas seguintes situações: "Autorizadas sem Atividade" "Autorizadas em Atividade"; "Em Adm. Especial Temporária"; "Em Intervenção" e "Paralisadas"

Um normativo que diminui as barreiras à entrada e facilita a entrada de novos competidores no sistema financeiro foi a segmentação do conjunto de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB para fins de aplicação proporcional de regulação prudencial, instituído pela Resolução nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017.

Outra mudança importante relaciona-se as portabilidades de crédito⁸⁹ e salarial⁹⁰ entre instituições do sistema financeiro. Através da portabilidade de crédito o cliente pode solicitar a transferência de empréstimos, financiamentos e de arrendamento mercantil de uma instituição para outra, mediante liquidação antecipada da operação na instituição de origem pela nova instituição financeira, situação na qual o cliente e a nova instituição negociarão as novas condições de concessão de crédito. Esta opção mostra-se importante para a melhora das condições financeiras dos tomadores e para o aumento da concorrência no sistema financeiro. No que tange a portabilidade salarial, o correntista pode transferir os recursos depositados em sua conta salário para o banco de sua preferência ou instituição autorizada a funcionar pelo BCB, propiciando maior comodidade ao correntista e estimulando maior concorrência entre as instituições.

Em relação as garantias houve avanços com a instituição da duplicata eletrônica⁹¹, que permite que as informações das duplicatas sejam registradas eletronicamente. Dessa maneira, evita-se o uso de uma mesma garantia em mais de uma operação de crédito tornando assim as garantias das operações de crédito mais confiáveis.

Referente ao tema de defesa da concorrência destaca-se o projeto que trata da cooperação e da partilha de competências entre o BCB e o CADE na esfera concorrencial do SFN. Quando se tratava do sistema financeiro nacional o órgão regulador (BCB) e o órgão antitruste (CADE) tiveram durante um longo período um conflito quanto a atribuição de competência de averiguação de atos de concentração no sistema financeiro nacional, fato que causava insegurança jurídica aos casos de fusões e aquisições e incertezas mercadológicas e jurídicas propiciadas por eventuais sanções aplicadas pelo CADE ou BCB em caso de descumprimento de alguma regra dessas entidades.

A situação de complementariedade de competências para análise de atos de concentração no sistema financeiro nacional foi então resolvida com assinatura do memorando de entendimento entre as duas autarquias em 20 de fevereiro de 2018, pelo qual as entidades se comprometem a atuar de forma

⁸⁹ Resolução nº 4.292, de 20 de dezembro de 2013.

⁹⁰ Resolução nº 4.639, de 22 de fevereiro de 2018.

⁹¹ Lei nº 13.775, de dezembro de 2018.

complementar e cooperativa em casos de ato de concentração. Entretanto, referente aos casos de atos de concentração de natureza prudencial, o BCB poderá aprová-los unilateralmente, em situações que coloquem em risco a estabilidade e solidez do sistema financeiro nacional (como exemplo, uma possível crise sistêmica).

O projeto trouxe maior racionalidade e eficiência aos procedimentos relacionados à defesa da concorrência e ao escopo de atuação das instituições sujeitas à supervisão ou à vigilância do BCB.

4.2 NOVOS DESAFIOS

4.2.1 Sistema de Pagamentos Instantâneo

O histórico nacional de altas taxas de inflação e elevadas taxas de juros (notadamente nas décadas de 1980 e 1990) fizeram com que soluções ágeis na utilização dos recursos fossem desenvolvidas e implementadas. Assim, ferramentas como as transferências eletrônicas e os cartões de crédito e débito foram prematuramente utilizadas no país.

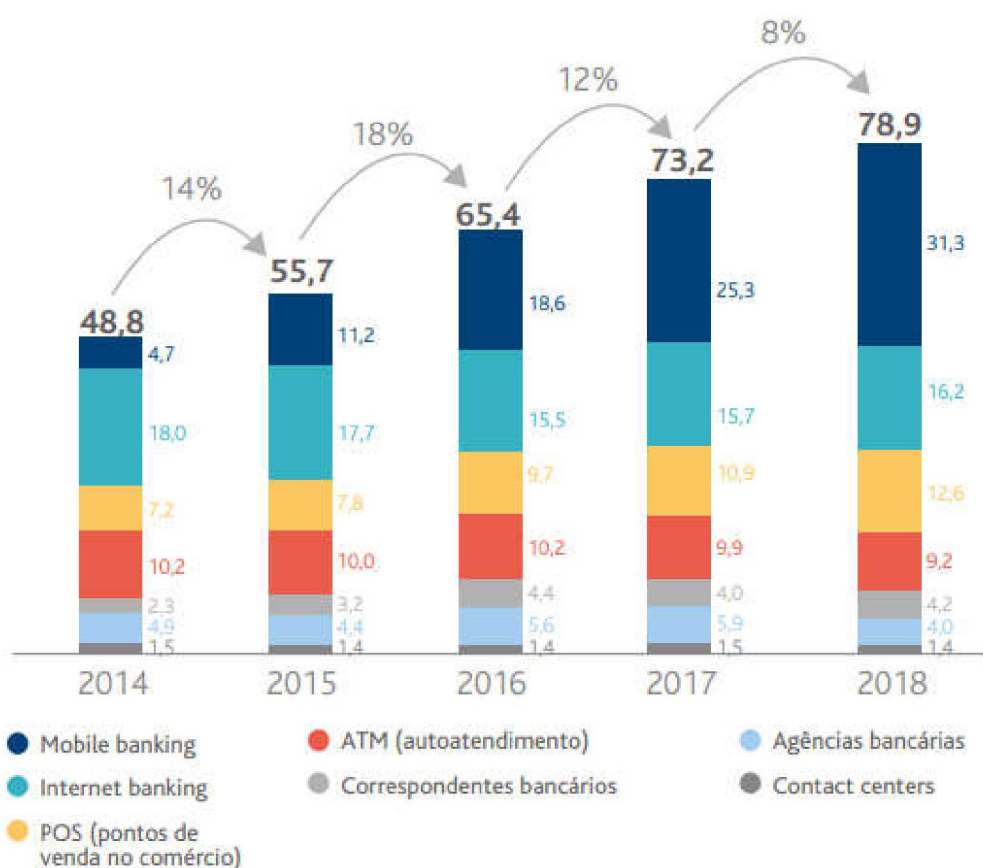
O sistema de pagamentos nacional tem passado por uma contínua evolução, o que tem possibilitado a manutenção da estabilidade sistêmica e a possibilidade de utilização de fontes alternativas de pagamentos. Nesse sentido uma mudança significativa no Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) ocorreu em 2002, na qual dentre as principais alterações está a implementação do Sistema de Transferência de Reservas (STR), que colocou o Brasil no seleto grupo de países que possui sistema de transferências interbancárias de fundos liquidadas em tempo real, em caráter irrevogável e incondicional. Referente as vantagens trazidas pela reforma ao “Novo SPB” temos:

- redução do risco sistêmico, ao reduzir o risco na liquidação das operações bancárias, o que poderia gerar um “efeito dominó” de quebra bancária
- redução do risco de crédito ao qual o BCB estava exposto, sendo a partir de então a efetivação de transferências de fundos condicionadas a saldos suficientes na conta de liquidação do emitente
- redução do tempo entre a efetuação da transação e sua liquidação final;

- alinhamento a práticas internacionais
- surgimento de novos serviços, como a Transferência Eletrônica Disponível (TED)

Com o avanço tecnológico houve uma mudança não só dos produtos ofertados como também da forma com que estes podem ser acessados. Passamos a viver um momento não mais centrado na necessidade de deslocamento até uma agência bancária para efetuar transações, mas de poder fazê-las literalmente com apenas um toque, seja via *internet banking* ou pelo *mobile banking*.

GRÁFICO 3 – Evolução das transações bancárias por canal (em bilhões de transações)



FONTE: Pesquisa FEBRABAN de Tecnologia Bancária (2019).

Através dos dados da Pesquisa Febraban sobre tecnologia bancária percebemos nos últimos anos uma evolução considerável do uso dos canais digitais, sendo atualmente seis em cada dez transações bancárias já realizadas

pelo cliente ou pelo computador ou pelo celular. Observando os dados de 2018 percebe-se que a evolução do número de transações bancárias foi puxada pelo crescimento das operações por *mobile*⁹² (salto de aproximadamente 24% em relação a 2017), fato explicado pela comodidade e praticidade no uso do canal.

Referente aos investimentos em tecnologia realizados pelas instituições financeiras, com o objetivo de melhor atender as necessidades dos clientes em meio as rápidas mudanças tecnológicas, foram aplicados R\$ 19,6 bilhões em 2018 (crescimento de 3% em relação a 2017), sendo a maior parte desses investimentos canalizadas para as tecnologias de Big Data, Inteligência Artificial, Blockchain, robótica e *open banking/market place*.

Alinhado a essa tendência evolutiva, o BCB iniciou em 2018 os encaminhamentos para que iniciemos o funcionamento de um Sistema de Pagamentos Instantâneo (SPI). Os pagamentos instantâneos consistem em transferências monetárias eletrônicas entre diferentes instituições financeiras, de pagamentos e disponibilidade de fundos para o beneficiário em tempo real, no sistema 24/7 (24 horas por dia, 7 dias por semana). No sistema proposto, os recursos estariam disponíveis para o recebedor a qualquer hora, inclusive fins de semana e feriados.

O SPI busca sanar problemas como:

- a demora na disponibilização dos recursos para o beneficiário;
- a redução de custos associados a utilização do dinheiro em espécie;
- substituição dos modelos de transferência existentes (TED⁹³ e DOC⁹⁴)

que apresentam limitações no endereçamento (como o correto preenchimento de informações como código da instituição, a agência, o CPF e o nome do beneficiário) bem como as tarifas existentes nesses serviços.

⁹² Analisando as operações com movimentação financeira houve um aumento de 80% em 2018 comparativamente a 2017. Em 2017, haviam sido efetuadas 1,7 bilhão de transações com movimentação financeira por meio do celular; em 2018, foram feitas 3 bilhões de transações.

⁹³ A TED é a transferência financeira entre diferentes instituições (financeiras ou de pagamentos) detentoras de conta no BC. É utilizada para transferir valores entre correntistas de diferentes instituições, pessoas físicas e jurídicas, e entre as próprias instituições envolvendo pagamento de obrigações ou não. Não há limite de valor para o envio da TED. O horário de envio é definido pelas instituições (em geral até 17h dos dias úteis). Após o horário limite estabelecido pela instituição, ela pode ser agendada para o dia útil seguinte ou data posterior.

⁹⁴ O DOC é uma transferência financeira entre diferentes instituições, com limite de R\$4.999,99. Nesta operação o débito na conta do emissor ocorrerá no mesmo dia, porém, o crédito na conta do destinatário ocorrerá no dia útil seguinte à data de emissão.

Assim, o SPI busca trazer adequações tanto na experiência do usuário quanto as adequações da nova era digital, sendo necessário apenas um *smartphone*, uma conta em um prestador de serviço de pagamento (PSP) e o aplicativo desse PSP.

Os trabalhos para a implementação dos Pagamentos Instantâneos iniciaram com a Portaria nº 97.909⁹⁵ de 7 de maio de 2018, o qual instituiu o grupo de trabalho temático para tratar de questões relacionadas ao ecossistema de pagamentos instantâneos no Brasil. Os trabalhos do grupo culminaram na divulgação em 21 de dezembro de 2018 do Comunicado nº 32.927⁹⁶ que divulgou os requisitos fundamentais para o sistema de pagamentos instantâneos brasileiro.

Fica definido pelo Comunicado o papel de liderança do BCB na condução do projeto de implementação do SPI, criando as regras do ecossistema (com ajuda de agentes do mercado para algumas regras específicas) e sendo este uma estrutura flexível e aberta de participação, com o intuito de permitir a entrada e o surgimento de novos entrantes que forneçam soluções inovadoras para os usuários, contemplando três formas de participantes de serviços de pagamentos:

- Participante Direto
- Participante Indireto
- Provedor de Serviços de Iniciação de Pagamentos

No SPI, a infraestrutura de liquidação será centralizada e operada pelo BCB, estando disponível 24 horas por dia, em todos os dias do ano, sendo as operações liquidadas uma a uma ao serem aceitas pela infraestrutura (liquidação bruta em tempo real).

Em 28 de agosto de 2019 os requisitos fundamentais foram atualizados por meio do Comunicado nº 34.085⁹⁷, tendo como principal alteração a definição de “base de dados de endereçamento”, cerne do ecossistema de pagamentos.

Segundo o comunicado, a base de dados de endereçamento armazenará as informações “das chaves ou apelidos que servem para identificar as contas transacionais dos usuários recebedores de maneira intuitiva e simplificada, permitindo que o usuário pagador utilize informações que ele já possui sobre o

⁹⁵ Disponível em: <<https://bit.ly/2PsVRo>> Acesso em: 10/10/2019.

⁹⁶ Disponível em: <<https://bit.ly/32rMPOg>> Acesso em: 10/10/2019.

⁹⁷ Disponível em: <<https://bit.ly/2uu70hQ>> Acesso em: 10/10/2019.

usuário recebedor (número de telefone celular, CPF/CNPJ e endereço de e-mail, por exemplo) para iniciar o pagamento. ”

Propõe ainda que a base de dados de endereçamento seja única, desenvolvida e operada pelo BCB, tendo em vista a obtenção de ganhos de escala e bom funcionamento do ecossistema (dada a neutralidade da autarquia).

Como estão previstos vários tipos de agentes no ecossistema de pagamentos instantâneos, há potencial competitivo e inovador tanto para entrantes quanto para instituições já estabelecidas, o que tende a gerar uma melhoria e ampliação dos serviços ofertados bem como a redução dos preços dos serviços.

Finalmente, no dia 19 de fevereiro de 2020, o BCB lançou a marca PIX⁹⁸ para representar o sistema de pagamentos instantâneo do Brasil que estará disponível a partir de novembro de 2020⁹⁹ e será mais uma alternativa para a realização de transações, além das já existentes TED, DOC, boleto, cheque e cartões. Para utilizar o PIX, pagador e recebedor deverão possuir conta em banco, instituição de pagamento ou em um *fintech* e a liquidação da operação será imediata, significando que em poucos segundos os valores já estarão disponíveis na conta do recebedor, não importando o dia ou a hora em que a transação for efetuada (sistema disponível 24 horas, 7 dias por semana, 365 dias do ano), sem a necessidade de intermediários (propiciando menores custos de transação).

Um dos objetivos do novo sistema é o aprimoramento da experiência de pagamento dos usuários. Nele, pagadores terão ao menos três formas de iniciar os pagamentos:

- 1) Utilizando chaves ou apelidos para a identificação da conta transacional, como o número do telefone celular, o CPF, o CNPJ ou um endereço de e-mail;
- 2) Via QR Code (estático ou dinâmico)

⁹⁸ A adoção de uma marca única é fundamental para que os usuários identifiquem esse novo meio de pagamento de forma clara e inequívoca e haja a adoção do novo instrumento.

⁹⁹ Instituições de pagamento e financeiras que possuam mais de 500 mil contas de clientes ativas (contas de depósito à vista, poupança e contas de pagamento pré-pagas) serão obrigadas a participar do PIX. As demais instituições poderão, de forma facultativa, participar do PIX desde o seu lançamento.

- 3) Através de tecnologias que permitam as transações por aproximação, como a *near-field communication* (NFC)

Sob a ótica dos recebedores, espera-se um custo menor com a redução de intermediários, uma otimização da gestão do fluxo de caixa dada a disponibilização imediata de recursos e facilidades relacionadas a conciliação de pagamentos.

O BCB está liderando esse processo de implantação do PIX com o apoio de agentes do mercado¹⁰⁰ com o objetivo de aumentar a eficiência e a competitividade do mercado de pagamentos no Brasil de forma a propiciar a inovação e o surgimento de novos modelos de negócio e a diminuição do custo social relacionado ao meios de pagamentos físicos.

A iniciativa de promoção da competição e eficiência no sistema de pagamentos brasileiro não poderia surgir em melhor hora. Estudo recente divulgado pelo CADE intitulado “Mercado de Instrumentos de Pagamento” levantou três preocupações concorrenciais neste setor.

O primeiro destaque seria para a alta concentração do mercado bancário e manutenção do nível de concentração dos bancos que atuam em outros elos dessa indústria. O segundo ponto é o processo de verticalização conduzido pelos grandes bancos que passaram a controlar grande parte dos elos dos arranjos de pagamentos, facilitando tanto a manutenção da participação de mercado dos bancos quanto viabilizando uma série de práticas nocivas à concorrência nesta indústria. O terceiro ponto seria a organização do mercado como uma plataforma de múltiplos lados, que envolveria externalidades de rede e influenciaria diretamente nos incentivos dos agentes por permanecer em determinadas plataformas. Este último fato tornaria complexa a estratégia de precificação nesta indústria e exigiria das autoridades antitruste ferramental mais sofisticado para avaliação de aspectos concorrenciais neste setor e seria expandido com o surgimento das *fintechs* e novas soluções, como o *Open Banking*.

¹⁰⁰ Um exemplo de interação com os agentes de mercado é o Fórum PI, fórum para assuntos relacionados a pagamentos instantâneos no âmbito do SPB e que conta com cerca de 220 instituições participantes com o objetivo de subsidiar o BCB em relação as regras de funcionamento do ambiente de pagamentos instantâneos.

4.2.2 Open Banking

Outra inovação que está em processo de implementação no Brasil é o Open Banking, ou “Sistema Financeiro Aberto”. O Open Banking tem como cerne a premissa de que os dados financeiros pertencem aos clientes (e não das instituições financeiras) e assim sendo, estes podem utilizá-los da forma que desejarem. Assim, com a autorização do cliente (dono da informação), as informações poderiam ser compartilhadas eletronicamente através de uma plataforma unificada por meio de APIs, podendo ser acessadas por terceiros e assim possibilitando o desenvolvimento de serviços cada vez mais customizados e eficientes, aumentando a competição entre os ofertantes de serviços financeiros e a satisfação do usuário¹⁰¹.

Em 24 de abril de 2018, o BCB emitiu o Comunicado nº 33.455¹⁰² divulgando os requisitos fundamentais para a implementação no Brasil do Open Banking¹⁰³, visando o aumento da eficiência no mercado de crédito e de pagamentos no país, trazendo maior competitividade ao setor e ao mesmo tempo mantendo a segurança do sistema financeiro e a proteção dos consumidores.

Porém, um antecedente para a implementação do Open Banking no país foi a recém promulgada Lei nº 13.709/2018¹⁰⁴, a Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD), que disciplina sobre o tratamento de dados pessoais (coleta, armazenamento, tratamento e compartilhamento) com o objetivo de garantir os direitos fundamentais de liberdade e privacidade bem como o desenvolvimento econômico, a inovação e a proteção ao consumidor¹⁰⁵.

¹⁰¹ Estudo de Ornelas, Silva e Van Doornik (2020) evidencia que custos de troca de informações estão ajudando os bancos a manter as empresas como cliente. Dessa maneira, políticas relacionadas ao compartilhamento de dados (como o Open Banking) diminuiria os custos de troca de informações e permitiria aos tomadores de crédito acesso a menores taxas de juros, com o aumento da concorrência.

¹⁰² Disponível em: <<https://bit.ly/2HXw5ov>> Acesso em: 10/10/2019.

¹⁰³ Na ótica do BCB, o Open Banking é visto como: “compartilhamento de dados, produtos e serviços pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas, a critério de seus clientes, em se tratando de dados a eles relacionados, por meio de abertura e integração de plataformas e infraestruturas de sistemas de informação, de forma segura, ágil e conveniente.”

¹⁰⁴ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/L13709.htm> Acesso em: 10/10/2019.

¹⁰⁵ Cabe destaque a alguns dos Arts. Da LGPD: “Art. 7º O tratamento de dados pessoais somente poderá ser realizado nas seguintes hipóteses: I - mediante o fornecimento de consentimento pelo titular; ” [...] “Art. 33. A transferência internacional de dados pessoais somente é permitida nos seguintes casos: I - para países ou organismos internacionais que proporcionem grau de

A LGPD traz a necessidade de autorização prévia do titular dos dados para compartilhamento destes (Art. 7º), trazendo assim desafios para as plataformas de open banking no trato das informações dos usuários, sem desrespeitar a lei. Também trata da necessidade de exclusão definitiva dos dados dos usuários ao término do relacionamento (Art.60), sob pena de sanções.

Com os dados cada vez mais disponíveis, faz-se necessário então que estas informações estejam seguras e mantenham a integridade pessoal, evitando vazamentos ou ataques de *hackers*. Nestes termos, o Art. 52 traz a necessidade de comunicação de acidentes quando do manuseio dos dados ao seu titular, sendo a empresa responsável sujeita a multas e sanções.

Quanto as transações financeiras internacionais, no Open Banking haveria transferência de dados pessoais apenas entre países que proporcionem grau adequado de proteção aos dados pessoais (Art. 33, I), sendo uma possível limitação para o modelo. Para os casos de países que não possuam regulamentação compatível de proteção de dados, poderá haver a transferência mediante realização de termos burocráticos contratuais (Art. 35), sendo um entrave ao modelo dinâmico proposto pelo Open Banking.

A Lei nº 13.709/2018 sofreu alterações em 8 de julho de 2019, com a promulgação da Lei nº 13.853¹⁰⁶ que dispõe sobre a proteção de dados pessoais e para a criação da Autoridade Nacional de Proteção de Dados (ANPD)¹⁰⁷.

proteção de dados pessoais adequado ao previsto nesta Lei; " [...] "Art. 35. A definição do conteúdo de cláusulas-padrão contratuais, bem como a verificação de cláusulas contratuais específicas para uma determinada transferência, normas corporativas globais ou selos, certificados e códigos de conduta, a que se refere o inciso II do caput do art. 33 desta Lei, será realizada pela autoridade nacional. " [...] "Art. 52. Os agentes de tratamento de dados, em razão das infrações cometidas às normas previstas nesta Lei, ficam sujeitos às seguintes sanções administrativas aplicáveis pela autoridade nacional: I - advertência, com indicação de prazo para adoção de medidas corretivas; II - multa simples, de até 2% (dois por cento) do faturamento da pessoa jurídica de direito privado, grupo ou conglomerado no Brasil no seu último exercício, excluídos os tributos, limitada, no total, a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) por infração; III - multa diária, observado o limite total a que se refere o inciso II; IV - publicização da infração após devidamente apurada e confirmada a sua ocorrência; V - bloqueio dos dados pessoais a que se refere a infração até a sua regularização; VI - eliminação dos dados pessoais a que se refere a infração; " [...] "Art. 60. A Lei nº 12.965, de 23 de abril de 2014 (Marco Civil da Internet), passa a vigorar com as seguintes alterações: Art. 7º [...] X - exclusão definitiva dos dados pessoais que tiver fornecido a determinada aplicação de internet, a seu requerimento, ao término da relação entre as partes, ressalvadas as hipóteses de guarda obrigatória de registros previstas nesta Lei e na que dispõe sobre a proteção de dados pessoais; "

¹⁰⁶ Disponível em: <<https://bit.ly/37ZETFa>> Acesso em: 10/10/2019.

¹⁰⁷ A ANPD é uma autarquia submetida a regime autárquico especial e vinculada à Presidência da República que tem como objetivo zelar pela proteção de dados pessoas, fiscalizar, aplicar

Cabe salientar que a LGPD brasileira foi inspirada na *General Data Protection Regulation* (GDPR) europeia. Porém enquanto a lei brasileira tem um caráter mais genérico de regular a abertura de dados (e secundário de aumentar a competitividade no SFN, devendo ser regulado mais especificamente pelo BCB), a lei europeia, mais especificamente no Reino Unido, tinha objetivo de aumentar a inovação.

Ainda na esfera “Pré Open Banking” podemos citar a aprovação da Lei Complementar 166/19¹⁰⁸ que altera as regras sobre os Cadastros Positivos de Crédito. O Cadastro Positivo existe desde 2011 por meio da Lei nº 12.414/11¹⁰⁹, mas a sua adesão era voluntária. Com as alterações, o cadastro conterá automaticamente as informações de todos os cidadãos onde estes possuírem uma nota de crédito (score) definida de acordo com o pagamento de suas contas, sendo mais alto o score quanto mais em dia com os seus compromissos o consumidor esteja. Estes scores poderão ser consultados pelas instituições financeiras quando o consumidor buscar alguma opção de crédito, podendo, dependendo das condições de seu score, trazer melhores opções.

Apesar de ir contra a autorização prévia prevista na LGPD, o Cadastro Positivo¹¹⁰ é mais uma ferramenta em direção a diminuição das assimetrias de informação entre os agentes ao se conhecer o histórico de pagamentos dos clientes, que faz com que aumente a competição entre as instituições financeiras e os consumidores possam ser melhor atendidos.

Assim, em linha com as discussões internacionais e da promoção de iniciativas de inovação no SFN, entra a iniciativa de implementação do Open Banking pelo Banco Central do Brasil que entende ser um modelo de longo prazo, sendo assim necessário estabelecer os requisitos fundamentais antes de avançar na regulamentação propriamente dita.

No Comunicado nº 33.455/19 emitido pelo BCB, constam que deverá haver o compartilhamento dos seguintes tipos de informação:

sanções e elaborar diretrizes para a Política Nacional de Proteção de Dados Pessoais e da Privacidade.

¹⁰⁸ Disponível em: <<https://bit.ly/2HZhuJe>> Acesso em: 10/10/2019.

¹⁰⁹ Disponível em: <<https://bit.ly/396IMKI>> Acesso em: 10/10/2019.

¹¹⁰ O banco de dados não pode reunir informações pessoais e que não estejam vinculadas à análise de risco de crédito.

I - dados relativos aos produtos e serviços oferecidos pelas instituições participantes (localização de pontos de atendimento, características de produtos, termos e condições contratuais e custos financeiros, entre outros);

II - dados cadastrais dos clientes (nome, filiação, endereço, entre outros);

III - dados transacionais dos clientes (dados relativos a contas de depósito, a operações de crédito, a demais produtos e serviços contratados pelos clientes, entre outros); e

IV - serviços de pagamento (inicialização de pagamento, transferências de fundos, pagamentos de produtos e serviços, entre outros).

O Comunicado apresenta o modelo de Open Banking proposto contemplando duas vertentes complementares: de regulação e de autorregulação. Na regulação constaria a publicação por parte do BCB de normativos definindo os aspectos, abrangência, requisitos mínimos de operacionalização, controles internos, medidas de gerenciamento de riscos dentre outras especificações. Já na esfera de autorregulação caberia as instituições participantes a definição de padrões tecnológicos, operacionais e de segurança, bem como os padrões de APIs, tudo em conformidade com os requisitos mínimos estabelecidos pelo BCB.

Cabe ainda ressaltar que o sucesso do Open Banking no Brasil não depende apenas da atuação de reguladores e instituições financeiras, mas também da aceitação do público. Para este as regras devem ser claras quanto ao uso de seus dados e eventuais sanções as quais as instituições podem sofrer pelo eventual mau uso deste, da percepção da melhora na qualidade dos produtos e serviços que serão ofertados, da “*user experience*” (sendo o processo seguro, simples, eficiente e efetivo) e da mudança de percepção dos usuários de que os seus dados estejam mais seguros nos bancos tradicionais para que possam confiar mais nas soluções trazidas pelas *fintechs*.

Espera-se entre os impactos positivos do Open Banking o aumento da competição no setor financeiros com a redução das barreiras à entrada e assimetrias de informação, o aumento da inovação, uma maior inclusão financeira com o aumento de produtos financeiros para segmentos populacionais antes não atendidos ou mal atendidos e a redução dos custos de transação (dada a desintermediação e os ganhos de eficiência).

Referente aos eventuais riscos estão:

- risco sistêmico: com a entrada de novos participantes os incumbentes podem ter queda da rentabilidade (afetando o sistema) bem como as possíveis consequências que novas tecnologias podem trazer;

- segurança dos dados: mais expostos e assim sujeitos a vazamentos e ataques de *hackers*;

- exclusão financeira: exclusão das novas soluções digitais da parcela da população que não possui acesso e/ou não possui conhecimento tecnológico;

- passivo jurídico: aumento de processos devido à falta de clareza quanto a responsabilidade de clientes e instituições.

O BCB espera que o modelo seja implementado a partir do segundo semestre de 2020.

Resta acompanhar como será a implementação normativa do Open Banking no Brasil bem como sua adesão pelos bancos tradicionais. No Reino Unido, a *Competition and Markets Authority* (órgão semelhante ao CADE) emitiu resolução obrigando os nove maiores bancos do país a liberarem o acesso dos dados financeiros de seus clientes para as *fintechs*. Porém, até janeiro de 2018 apenas quatro haviam se adequado a regulamentação, apresentando resistência a norma e barreira as *fintechs*. Estudo realizado pelo Parlamento Europeu¹¹¹ identificou restrições impostas pelos bancos estabelecidos para que as *fintechs* acessassem as informações bancárias de seus clientes, com o argumento a falta de segurança no compartilhamento de dados, sendo uma barreira à entrada no mercado bancário monopolizado.

Um caso semelhante é investigado pela Superintendência-Geral do CADE (SG/CADE) que abriu processo administrativo¹¹² em 30 de abril de 2019 contra o Bradesco para apuração de possíveis práticas anticompetitivas em relação à *fintech* GuiaBolso, plataforma que permite a gestão de contas bancárias. Para isso, os usuários do GuiaBolso autorizam o acesso a suas informações bancárias inserindo as senhas de suas contas bancárias no aplicativo.

Porém, o GuiaBolso tinha a oferta de seu serviço restringida no caso do banco Bradesco devido a instituição de uma senha randômica adicional para o

¹¹¹ "Competition issues in the Area of Financial Technology (Fintech)". Disponível em: <[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU\(2018\)619027_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU(2018)619027_EN.pdf)> Acesso em: 10/10/2019.

¹¹² Processo Administrativo nº 08700.004201/2018-38

acesso a suas contas-correntes, enquanto outros bancos autorizam o acesso a suas informações bancárias apenas inserindo as respectivas senhas no aplicativo.

Para a SG/CADE, há evidências de infração à ordem econômica, dada a prática de restrição da oferta de serviços por *fintechs* que dependem dos dados dos usuários para prestar seus serviços, sendo um prejuízo a livre concorrência. O Open Banking seria de grande valia para a solução desse tipo de conflitos.

4.2.3 Sandbox

A tecnologia tem avançado por todos os setores, e com o setor financeiro não é diferente. Novas tecnologias estão desenvolvendo novos produtos e serviços de maneira muito mais dinâmica do que até então visto, havendo novos atores entrando no mercado com interação limitada ou inexistente junto aos reguladores. Tal atuação gera incertezas quanto a leis e regulamentos aplicáveis aos produtos e serviços disruptivos.

Assim, para a regulação de tecnologias disruptivas exige-se novas ferramentas, sendo uma delas o sandbox. O sandbox é a aplicação de requisitos regulatórios diferenciados por período limitado a determinados agentes, sendo uma via de mão dupla entre os entes públicos e privados, onde as empresas podem colocar os seus serviços em funcionamento sob um ambiente supervisionado e limitado, com regras flexibilizadas, recebendo orientação personalizada dos reguladores sobre como interpretar e aplicar as regulamentações vigentes. Por outro lado, reguladores podem monitorar de perto os resultados obtidos pela iniciativa e avaliar os riscos das novas atividades. Caso não sejam encontrados problemas durante o período de testes, as atividades são liberadas para atuar “livremente” no mercado, caso existam problemas não solucionados ou que existam riscos elevados, as inovações podem ter sua oferta limitada ou até proibida de modo a preservar a segurança, solidez e eficiência dos mercados.

O sandbox regulatório tem sido implementado ou discutido em diversos países, dentre os quais estão Abu Dhabi, Austrália, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Índia, Malásia, Singapura, Coreia, Indonésia, Japão, Rússia, Suíça,

Taiwan, Tailândia e Estados Unidos, sendo a primeira das iniciativas realizada em 2015 pela *Financial Conduct Authority* (FCA), no Reino Unido.

Recentemente, alinhado à Estratégia Brasileira para a Transformação Digital (E-Digital)¹¹³, tivemos o indicativo do início da implementação de um sandbox regulatório no país, por meio do Comunicado Conjunto¹¹⁴, de 13 de junho de 2019, emitido pela CVM. Através deste comunica-se a intenção de ação conjunta entre a CVM, BCB, Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e da Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia para a implantação de sandbox regulatório nos mercados financeiros, securitário e de capitais brasileiros, objetivando assim a promoção do desenvolvimento de produtos e serviços mais inclusivos e de maior qualidade e possa fomentar a inovação contínua nos mercados financeiro, securitário e de capitais. Assim, poderiam ser concedidas autorizações temporárias para o teste de modelos de negócios inovadores, sendo estes entendidos como atividade empresarial que:

- a) utilize tecnologia inovadora ou faça uso inovador de tecnologia;
- b) desenvolva produto ou serviço que ainda não seja oferecido no mercado de valores mobiliários; ou que
- c) promova ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação de acesso a produtos ou serviços atinentes ao mercado de valores mobiliários.

Espera-se que com a adoção do sandbox ocorra o estímulo da competição entre agentes no mercado financeiro, ao reduzir o tempo e o custo para a implementação de ideias inovadoras; redução das incertezas regulatórias e aprimoramento da regulação aplicável aos agentes e a promoção da inclusão financeira com a oferta de produtos e serviços mais acessíveis e mais baratos. Adiciona-se ainda a “vitrine” possibilitada pelo sucesso dos novos negócios na atratividade de investidores para financiar estes novos negócios, a medida que adquiram a regulação para o desenvolvimento de suas atividades (reduzindo assim o passivo regulatório) bem como a maturação dos modelos de negócio escaláveis.

¹¹³ Prevista no Decreto nº 9.319 de 21 de março de 2018 que institui o Sistema Nacional para a Transformação Digital e estabelece a estrutura de governança para a implantação da Estratégia Brasileira para a Transformação Digital, tornando o ambiente nacional mais favorável ao empreendedorismo digital.

¹¹⁴ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190613-1.html>> Acesso em: 10/10/2019.

Já quanto a eventuais riscos podemos citar:

- a sinalização errônea para o mercado: o fato das *fintechs* possuírem flexibilização de normas durante o período de testes pode passar a ideia de que estas atuem em condições de vantagem competitiva, estimulando os agentes a se retirar do ambiente regulado para atuarem na “zona cinzenta”, apesar do regime de sandbox ser temporário;

- desvantagens concorrenciais geradas em situações em que um mesmo serviço seja ofertado por agentes participantes de regimes diferentes de regulação, exigindo o estabelecimento de condições mais equitativas entre os agentes

Quanto a atuação conjunta dos reguladores no Brasil, segundo o comunicado CVM, seria a seguinte:

“Os reguladores que subscrevem este comunicado coordenarão suas atividades institucionais para disciplinar o funcionamento de elementos essenciais do sandbox em suas correspondentes esferas de competência, contemplando elementos comuns aos modelos observados em outras jurisdições, a exemplo da concessão de autorizações temporárias e a dispensa, excepcional e justificada, do cumprimento de regras para atividades reguladas específicas, observando critérios, limites e períodos previamente estabelecidos. Os reguladores, ademais, buscarão atuar conjuntamente sempre que as atividades perpassem mais de um mercado regulado.”

Não está muito claro ainda sobre como será a atuação dos reguladores, se de forma simultânea ou em diferentes prazos, mas seria desejável que fosse de forma simultânea, de modo a diminuir a burocracia a que os participantes possam incorrer, bem como atuação nas eventuais necessidades de intervenção em tecnologias/serviços que interseccionem diferentes mercados, havendo melhor entendimento da complexidade e dinamismo das tecnologias disruptivas e entendendo quais delas realmente devem sofrer intervenção regulatória.

Também é desejável que hajam canais de prestação de contas por parte do regulador, mecanismos de participação¹¹⁵ da sociedade civil em todas as fases da implementação da sandbox, além da criação de critérios objetivos que favoreçam o acesso das *fintechs* ao regime regulatório proposto.

Tal iniciativa é, sem dúvida, um pontapé regulatório no mundo das *fintechs*, porém só o real funcionamento nos mostrará os benefícios e riscos a serem enfrentados, sendo de fundamental importância tanto a participação da sociedade civil quanto o intercâmbio entre as experiências de reguladores de outros países.

Em linha com as cooperações internacionais, em agosto de 2018, o ministro da Fazenda do Brasil e o Ministro das Finanças do Reino Unido realizaram uma declaração conjunta¹¹⁶ de entidades regulatórias do Reino Unido (*Bank of England, Prudential Regulation Authority (PRA) e Financial Conduct Authority (FCA)*) e do Brasil (Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários). Na declaração conjunta ambas as nações reconhecem a importância da tecnologia e da inovação na transformação dos mercados financeiros e reforçam o compromisso de colaboração para o ambiente de *fintechs* em seus mercados, inclusive o compartilhamento do conhecimento da implementação do sandbox pela FCA. Porém, um passo maior está sendo dado rumo a criação de um “sandbox global”.

O mundo tecnológico ultrapassa fronteiras, formando assim não apenas uma rede local, mas uma rede global interjurisdicional, fortalecendo a necessidade de esforços conjuntos para a regulação dessas inovações tecnológicas, permitindo a entrada de novos ofertantes em suas economias.

Nesse sentido estão sendo realizados uma série de acordos multilaterais¹¹⁷ entre países visando a troca de informações e o auxílio regulatório, com o intuito de estabelecer padrões prudenciais mínimos de segurança e acordos sobre regras conflitantes entre as diferentes jurisdições.

¹¹⁵ Como iniciativa neste sentido podemos citar a Audiência Pública SDM nº 05/2019, que dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório).

¹¹⁶ Disponível em: <<https://www.gov.uk/government/publications/uk-brazil-3rd-economic-and-financial-dialogue-policy-outcomes>> Acesso em: 10/10/2019.

¹¹⁷ A título de exemplo podemos citar acordos entre o Canadá (*Ontario Securities Commission (OSC)*) e Abu Dhabi (*Financial Services Regulatory Authority (FSRA)*) e os acordos entre a OSC e FCA com a *Australian Securities and Investments Commission (ASIC)*.

Espera-se que esse tipo de iniciativa aumente a proteção de investidores estrangeiros e melhore a questão da proteção de dados fluindo no âmbito internacional.

Também cabe mencionar a criação do *Global Financial Innovation Network* (GFIN), capitaneada pela FCA e outros reguladores, tendo o seguinte propósito:

“O GFIN é uma iniciativa colaborativa de compartilhamento de políticas e conhecimento que visa promover áreas que incluem integridade financeira, bem-estar e proteção do consumidor, inclusão financeira, concorrência e estabilidade financeira através da inovação em serviços financeiros, compartilhando experiências, trabalhando em conjunto em questões políticas emergentes e facilitando a cooperação responsável da experimentação transfronteiriça de novas ideias.”¹¹⁸

O GFIN atua em três grandes frentes:

- colaboração entre os membros;
- grupo de trabalho conjunto para a solução de divergências regulatórias;
- realização de testes de produtos e serviços em ambiente transfronteiriço.

Até junho de 2019 já faziam parte do GFIN 35 órgãos reguladores de serviços com status de membro¹¹⁹ pelo e 7 observadores¹²⁰, incluindo o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. A CVM faz parte do grupo, sendo o primeiro representante da América Latina aceito na iniciativa, sendo representado por meio das Superintendências de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI) e de Desenvolvimento de Mercado (SDM).

Mais recentemente a GFIN está trabalhando no lançamento do Programa Piloto Transfronteiriço, iniciativa esta que permite que as empresas selecionadas possam experimentar e expandir novas tecnologias a diversas jurisdições, obtendo informações sobre como opera o produto/serviço no mercado. Foram selecionadas 8 empresas (das 40 interessadas) para o desenvolvimento de

¹¹⁸Disponível em: <https://files.consumerfinance.gov/f/documents/bcftp_global-financial-innovation-network_consultation-document.pdf> Acesso em: 10/10/2019.

¹¹⁹ Membros: reguladores ou supervisores do setor financeiro nacional que têm o compromisso de apoiar a inovação em serviços financeiros. Os membros podem participar de todos os fluxos de trabalho, bem como se candidatar para ser membro do Grupo de Coordenação (sujeito à aprovação)

¹²⁰ Observadores: participantes não reguladores da GFIN, tais como organizações internacionais intergovernamentais ou órgãos governamentais, com interesse em inovação em serviços financeiros. Observadores podem participar dos fluxos de trabalho RegTech e Colaboração.

planos de testes. As que demonstrarem plano de testes adequado passarão para o teste do Programa Piloto.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou evidenciar o cenário de concentração bancária nacional e a necessidade de promoção da concorrência para a melhoria do bem-estar dos consumidores. Questões como a quantidade elevada de desbancarizados, elevados *spreads* bancários e exercício de poder de mercado por parte dos bancos corroboram e motivam a necessidade de promoção da concorrência no sistema financeiro nacional.

Para tal finalidade, inicialmente buscou-se apresentar a evolução do cenário de concentração bancária nacional destacando o processo de transformação e consolidação no sistema bancário a partir da adoção do Plano Real em 1994, sendo presenciada uma série de liquidações, fusões, aquisições privatizações e a entrada de bancos estrangeiros no setor. O resultado das inúmeras alterações na composição do setor pode ser percebido pela redução do quantitativo de instituições financeiras atuantes no sistema nacional (entre 2008 e 2019 o número caiu de 2.423 para 1.629 instituições, respectivamente).

Por meio da análise dos índices de concentração e competitividade percebe-se uma leve redução da concentração bancária (apesar desta ainda se manter em patamares elevados) e uma melhora nas condições de concorrência na área de crédito e serviços quando comparados os períodos pré e pós crise de 2008. O período pós crise de 2008 também propiciou o surgimento de empresas que fornecem soluções financeiras através de tecnologias inovadoras (*fintechs*) e vem ganhando espaço ano após ano em áreas onde a tecnologia está obsoleta ou nas quais há omissões do mercado financeiro tradicional.

As *fintechs* chegam ao mercado financeiro sob supervisão limitada ou inexistente dos reguladores. Conforme abordam Arner e Barberis (2015) haveria diferentes abordagens regulatórias relacionadas aos diferentes modelos de crescimento das empresas, necessitando a readaptação dos reguladores à evolução dos diferentes estágios de desenvolvimento. No estágio "*too small to care*" haveria riscos reduzidos, enquanto nos estágios "*too large to ignore*" e "*too big too fail*" problemas ocasionados por essas empresas poderiam trazer riscos a estabilidade do sistema financeiro.

A rápida evolução do estágio “*too small to care*” para o “*too large to ignore*” e “*too big to fail*” propiciada pela adoção de novas tecnologias no sistema financeiro faz com que haja um descasamento entre os normativos vigentes e os novos modelos de negócio nascentes, exigindo que haja uma ação do regulador voltada ao encontro da reconexão regulatória.

Adicionalmente aos problemas que o *gap* normativo pode ocasionar, o regulador se depara com o difícil trilema apresentado por Brummer e Yadav (2018): coordenar inovação financeira, integridade dos mercados e normas regulatórias claras. Neste trilema, os reguladores poderiam obter apenas dois desses objetivos, estando expostos aos riscos do objetivo não abarcado.

Foram apresentados três estudos de casos para apresentar os desafios vivenciados por *fintechs* em diferentes estágios de desenvolvimento tanto para o seu crescimento quanto para sua consolidação no mercado financeiro. Por meio dos casos Fairplace e GuiaBolso fica exemplificado os problemas que a desconexão regulatória pode gerar em empresas em estágio inicial e numa empresa já estabelecida, respectivamente. Através do caso Itaú Unibanco e XP Investimentos mostrou-se a clássica estratégia adotada por grandes empresas para diminuição da concorrência: a aquisição de competidores.

Analisando sob a ótica do trilema as alterações regulatórias recentes promovidas pelos reguladores do sistema financeiro nacional, parecem claros os objetivos escolhidos por estes: promoção da inovação financeira e normas regulatórias claras. Um exemplo dessa iniciativa proativa do regulador como forma de fomentar a inovação e promover a reconexão regulatória é a iniciativa promovida pelo Banco Central, simbolizada através da Agenda BC# que possui como pauta de trabalho a evolução tecnológica como meio de desenvolver questões estruturais do sistema financeiro.

No âmbito da Agenda BC# foram apresentadas iniciativas e avanços regulatórios no sentido de promover a concorrência, inovação e eficiência no sistema financeiro nacional, como exemplo estão a Resolução nº 4.656/18 que institui as SEP's e SCD's e promove a reconexão regulatória das *fintechs* de crédito, o Open Banking que dá mais autonomia aos clientes quanto ao uso de seus dados no sistema financeiro e o Sandbox Regulatório, que permite que negócios disruptivos possam inovar e testar seus produtos e serviços em um ambiente controlado e supervisionado pelo regulador com regras mais brandas

para a atuação, sendo uma mão dupla entre fomento de inovação e contenção de riscos potenciais.

Assim, o presente trabalho buscou trazer os desafios e o panorama regulatório nacional para a promoção da concorrência no sistema financeiro nacional em meio ao avanço de novos agentes e novas tecnologias.

Sugestões para trabalhos futuros vão no sentido de monitorar a evolução dos indicadores de concentração e competição no sistema financeiro nacional, com disseminação das novas tecnologias e a adesão em maior escala dos produtos e serviços ofertados pelas *fintechs* e *BigTechs*, de forma a averiguar se houve materialização do aumento da concorrência, diminuição da concentração no setor bancário e melhoria do bem-estar dos consumidores, fato esperado pela entrada de novos *players* no mercado financeiro.

REFERÊNCIAS

- ABFINTECHS; PWC. **Pesquisa Fintech Deep Dive 2019**. 2019.
- ALLEN, F.; GALE, D. **Competition and financial stability**. *Journal of money, Credit and Banking*, 36(3), 453-480. 2004.
- ARNER, D. W.; BARBERIS, J. **Fintech regulation recent developments and outlook**. AIIFL. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária**. 2018.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO; FINNOVISTA. **Fintech: América Latina 2018: Crescimento e consolidação**. 2018.
- BECKER, Gary. **A theory of competition among pressure groups for political influence**. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, Mass., v.98 n.3, Aug 1983.
- BOONE, J. **A new way to measure competition**, *The Economic Journal*, volume 118, Issue 531, 1245-1261, 2008.
- BOYD, J. H.; NICOLÓ, G. De. **The theory of bank risk taking and competition revisited**. *The Journal of Finance*, 60(3):1329–1343, 2005.
- BRUMMER, C.; YADAV, Y. **Fintech and the innovation trilemma**. *Georgetown Law Journal*, 2018.
- COGLIANESE, Cary. **The challenge of regulatory excellence**. In: COGLIANESE, Cary (Org.). *Achieving regulatory excellence*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2017.
- CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Cadernos do CADE: Mercado de Instrumentos de Pagamento**. 2019.
- CURADO, M. DODL, A. **Consistência institucional e eficiência na regulação do Sistema Financeiro Nacional**. CFA Society Brazil, 2017.
- DE BANDT, O.; HARTMANN, P. **Systemic risk: A survey**. Working Paper, n. 35, European Central Bank, 2000.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; KLAPPER, L.; SINGER, D.; ANSAR, S.; HESS, J. **The Global Findex Database: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution**. Washington, DC World Bank. 2018.
- ÉPOCA NEGÓCIOS. **Brasil tem 45 milhões de desbancarizados**. 2019. Disponível em: <<https://glo.bo/2VrKUaL>> Acesso em: 15/10/2019.
- FINANCIAL STABILITY BOARD. **Financial Stability Implications from Fintech**. 2017.
- _____. **BigTech in Finance: Market developments and potential financial stability implications**. 2019.
- FINCK, Michèle. **Digital regulation: designing a supranational legal framework for the platform economy**. London School of Economics and Political Science's Law, Society and Economy Working Papers, n. 15, 2017.
- INFOMONEY. **Spread bancário do Brasil é o 2º mais alto do mundo**. Disponível em: <<https://bit.ly/3cExDSB>> Acesso em: 10/10/2019.
- KEELEY, M.C. **Deposit insurance, risk and market power in banking**. *American Economic Review*, 80, 1183-1200, 1990.

LERNER, A. P. **The concept of monopoly and the measurement of monopoly power**, Review of Economic Studies, volume 1, 157-175, 1934.

LOYOLA, G. **O Futuro da Regulação Financeira**, in Fabio Giambiagi... et al, Risco e Regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial, Elsevier, Rio de Janeiro. 2010.

MAIA, L., & LEWGOY, J. **Mercado de empréstimo online começa a atrair investidores no Brasil**. Estadão. 2015. Disponível em: < <https://bit.ly/2PWbS71> > Acesso em 30/10/2019.

MOSES, L. B. **Recurring dilemmas: the law's race to keep up with technological change**. University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy, v. 7, p. 239-286, 2007.

NAKANE, M. I.; ALENCAR, L. S. **Análise de fusões e aquisições no setor bancário: uma reflexão a partir da experiência internacional**. 2004.

NEXO JORNAL. **Como a concentração bancária afeta o PIB brasileiro**. 2020. Disponível em: < <https://bit.ly/2v1npL9> > Acesso em: 18/02/2020.

ORNELAS, J. R. H.; SILVA, M. S.; VAN DOORNIK, B. F. N. **Informational switching costs, bank competition and the cost of finance**. Working Papers Series 512, Central Bank of Brazil, Research Department. 2020.

PELTZMAN, S. **Toward a more general theory of regulation**. Journal of Law and Economics, University of Chicago Press, vol. 19(2), pp. 211-240. 1976.

_____. **The economic theory of regulation after a decade of deregulation**. Brookings Papers on Economic Activity. Chicago: Microeconomics, v. 1989, 1989, pp. 1-41.

PINHO DE MELLO, J. M. **Atos de concentração e conduta no setor bancário**. In: GOLDBERG, Daniel K. (ORG). Sistema Financeiro – o desafio da concorrência. Editora Singular, São Paulo, 2008.

POSNER, Richard A. **Theories of economic regulation**. Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 5, n. 2, 1974, 335-358

SALAMA, B. M. **De onde viemos? Inovação e resposta regulatória na indústria bancária no pré-crise**. Rev. direito GV, São Paulo, v. 5, n. 2, p. 325-342, 2009.

SANTOS, J. A. **Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: A Review of the Literature**. BIS Working Paper, n. 90. 2000.

SILVA, M. S. **Avaliação do Processo de Concentração-Competição no Setor Bancário Brasileiro**, in Banco Central do Brasil, Relatório de Economia Bancária e Crédito, 2013.

STIGLER, G. J. **The theory of economic regulation**, The Bell Journal of Economics and Management Science. Chicago: The RAND Corporation, v. 2 n. 1 – Spring, 1971 pp. 3-21.

VALOR ECONÔMICO. **Spread sobe 1,4 ponto apesar de baixa da Selic**. 2020. Disponível em: < <https://glo.bo/3aEeQoL> > Acesso em: 18/02/2020.

VELOSO, F. **A proposta do Senado para reduzir o spread bancário**. Disponível em: < <https://bit.ly/32rT7NS> > Acesso em: 10/10/2019.

VERÇOSA, H. M. D. **Os Regimes Político e Jurídico dos Bancos Centrais – o sistema financeiro nacional e o Banco Central do Brasil**, in SZTAJN, Rachel (coord.), Direito da Integração, Cultura Paulista/Unicid, São Paulo. 2001.

VISCUSI, W. K.; HARRINGTON JR., J. E., VERNON, J. N. **Economics of regulation and antitrust**. Cambridge (MA): The MIT Press, 4th ed., 2005.

WORLD BANK. **Consumer protection and financial literacy**. Washington, EUA: World Bank, 2010.