



NÚCLEO DE ESTUDOS AVANÇADOS

DE REGULAÇÃO DO SISTEMA
FINANCEIRO NACIONAL

NEASF

RELATÓRIO REFERENTE À 9ª REUNIÃO DO
NÚCLEO DE ESTUDOS AVANÇADOS DE REGULAÇÃO
DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (NEASF)

ABERTURA E COMENTÁRIOS INICIAIS

No dia 4 de dezembro de 2020, ocorreu a nona reunião do Núcleo de Estudos Avançados de Regulação do Sistema Financeiro Nacional (NEASF), organizado pelo Centro de Pesquisa em Direito e Economia (CPDE) da Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito Rio).

O objetivo principal do NEASF é contribuir para o aprimoramento da regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN), por meio de pesquisas e análises que permitam diagnosticar gargalos e vislumbrar oportunidades de aperfeiçoamento do setor financeiro no Brasil. O NEASF possui uma composição *multistakeholder*, com participação de membros da academia, do mercado e do governo. Por meio de debates e mesas-redondas, os seus membros discutem temas relevantes da regulação do SFN, colaborando para uma compreensão mais ampla do setor, das tendências, dos riscos, das eventuais lacunas na regulação e das suas implicações.

O tema escolhido para o nono encontro foi “Arranjos de Pagamento: desafios e possibilidades de regulação”.

SESSÃO 1

A REGULAÇÃO DA TAXA DE INTERCÂMBIO NA VISÃO DOS INSTITUIDORES DE ARRANJO DE PAGAMENTO

A primeira sessão tratou de aspectos regulatórios comuns em diferentes mercados de pagamento, especialmente da América Latina. Foram abordadas as medidas de ajuste e controle impostas por meio da regulação, bem como os potenciais desafios e tendências do mercado de pagamentos. Partiu-se da premissa de que mercados de pagamentos competitivos, com alto índice de penetração e uso de instrumentos eletrônicos de pagamentos, tendem a ser mais regulados.

Para entender qual regulação seria comum aos diferentes mercados do mundo, comentou-se que o desenvolvimento histórico do mercado de pagamentos ocorreu de forma verticalizada, especificamente o mercado de cartões de crédito. Em virtude da estrutura de dois lados desse mercado, a disponibilização de instrumentos de pagamento (emissão de cartões) precisa de uma rede de aceitação (credenciamento), por isso o surgimento do mercado de cartões de crédito se deu de modo verticalizado, pois os emissores de instrumentos de pagamento perceberam a falta de capilaridade da rede de aceitação e passaram a atuar no credenciamento de estabelecimentos comerciais.

Assim, um movimento regulatório comum na América Latina foram processos de desverticalização dos mercados de emissão de cartões e credenciamento de estabelecimentos comerciais, com diferenças

marcantes entre os países, mas, em geral, impulsionadas por órgãos antitruste.

No Brasil, a fim de fomentar a entrada de novos participantes, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) determinou o fim da exclusividade entre instituidores de arranjo de pagamento e credenciadores. A medida, tomada em 2010, foi um dos exemplos de desverticalização do mercado de pagamentos impulsionada por um órgão concorrencial.

Comentou-se que há exemplos diversos de intervenção para desverticalizar os participantes do mercado de pagamentos na América Latina. Recentemente, o órgão antitruste da Colômbia emitiu um relatório que aponta a necessidade de segregação e descrição dos papéis dos participantes do ecossistema de pagamentos. Em 2016, a Comissão de Concorrência do governo argentino determinou o fim da exclusividade das atividades de credenciamento, bem como medidas de desinvestimento da principal credenciadora do mercado, controlada por instituições financeiras, que possuía aproximadamente 90% do *market share*.

Foi discutido que a desverticalização foi o movimento que impulsionou a regulação em diversos países, o que é explicado pela história de formação do mercado de pagamentos. Com o movimento de desverticalização, a regulação passou a tratar dos

papéis de cada participante do mercado de pagamentos e definir quais os serviços prestados na rede de pagamentos e os níveis de regulação que seriam necessários. A atividade de emissão de cartões era feita por instituições financeiras tradicionalmente reguladas, portanto, o desafio imposto foi reconhecer os papéis e a responsabilidade de instituições desreguladas.

Atualmente, a regulação e a supervisão dessas novas instituições são comuns em diferentes mercados. Por exemplo, a atividade de credenciamento é diretamente regulada pelo Banco Central ou por comissões financeiras na maior parte do mundo, requerendo patrimônio de referência mínimo e licenças emitidas pelos órgãos reguladores. Nos poucos mercados em que a licença não é exigida, há ao menos supervisão pelas agências incumbidas de programas de proteção à lavagem de dinheiro.

Os Provedores de Serviços de Pagamento (PSP), ou subcredenciadoras/facilitadoras de pagamento, podem ser desregulados, indiretamente regulados ou regulados a partir do momento em que adquirem relevância na dinâmica do mercado de pagamentos. O nível de regulação varia em cada país. Quanto aos Emissores de Moeda Eletrônica, comentou-se que o desafio regulatório é regular os novos instrumentos de pagamento providos por instituições que não são necessariamente financeiras.

Comentou-se que há casos de regulações que desvinculam as atividades de *switching*¹ e de arranjo de pagamento.² No Chile, as atividades que não interferem no fluxo de transações são desreguladas. Na Colômbia,

apenas o *switching* é regulado. No mercado europeu, ambas as atividades são reguladas por entidades regulatórias distintas e, caso determinada sociedade empresária concentre as duas atividades, precisará realizar a segregação completa de atividades, equipes e responsabilidades (*chinese wall*).

Outro ponto regulatório citado como comum a diferentes países foi o reconhecimento da coexistência de arranjos de pagamentos que variam entre duas, três e quatro partes. O desafio regulatório é harmonizar a convivência desses modelos em um mesmo ambiente regulatório, definindo normas de interoperabilidade, liquidação e gerenciamento de riscos, tanto de riscos sistêmicos de fluxos financeiros até políticas de *know your customer* (KYC)³.

Foram debatidas três questões comuns em termos de regulação para arranjos de pagamento, sendo medidas usadas para a manutenção, aplicação ou efetividade da regulação em diferentes países: (i) controle e regulação de preços; (ii) interoperabilidade e (iii) medidas nacionalistas.

No que diz respeito ao controle e à regulação de preços, foi citado que essas medidas são adotadas não para promover a competição (abertura do mercado aos novos participantes), mas por causa do legado da história de formação do mercado de pagamentos, em que intervenções incisivas podem ser necessárias para alterar o contexto no qual agentes econômicos estabelecidos detenham a maior parte do *market share*. A medida de controle de preços mais comum é a regulação da tarifa de intercâmbio.

¹ Entendido como a atividade de intermediar e conectar os sistemas dos dois lados do mercado de pagamentos.

² Entendido como o conjunto de regras que regem as relações entre os participantes do arranjo de pagamentos.

³ A política de “conheça o seu cliente” pode ser entendida como um conjunto de ações e estratégias a serem adotadas pelas instituições na coleta de dados e informações sobre seus clientes, com o intuito de resguardar o interesse destes, bem como auxiliar na prevenção de práticas ilícitas no sistema financeiro.

O Brasil foi mencionado como exemplo, em razão da regulação que estipulou a média ponderada como limite (*cap*) da tarifa de intercâmbio cobrada nas transações com cartões de débito (Circular BCB nº 3.887/2018). Os mercados de pagamentos do Uruguai e da Costa Rica foram citados como exemplos de que a regulação de preços atinge a taxa de desconto dos estabelecimentos comerciais, cobrada pelos serviços prestados pelas credenciadoras (Merchant Discount Rate – MDR).

No Chile, o mercado se desenvolveu com base em uma única instituição credenciadora que detinha 90% do *market share*, e, atualmente, os preços cobrados dos estabelecimentos são definidos por meio da autorregulação. O legado do mercado de pagamentos chileno, desenvolvido com base em um único agente monopolístico, dificulta que a regulação enfrente os desafios concorrenciais. O modelo de intervenção extremo, em que o regulador define todas as tarifas cobradas no arranjo de pagamentos, é inexistente na América Latina, tendo a China sido citada como o mercado em que as tarifas são definidas pelo regulador.

No que diz respeito à interoperabilidade, observou-se que a abertura ou o fechamento dos arranjos de pagamento pode ser vista de diferentes formas, a depender das características de cada mercado. Comentou-se que pode haver regulação que obrigue a interoperabilidade (mandatada), regulações que preveem a interoperabilidade dentro do mesmo arranjo de pagamento ou entre arranjos diferentes. Há países também em que a interoperabilidade decorre das forças de mercado e as próprias instituições decidem interoperar os seus sistemas de pagamento.

Comentou-se também sobre as medidas nacionalistas, representadas na América Latina pelo caso do mercado de pagamentos da

Venezuela, em que existe a obrigatoriedade de processamento de transações e localização dos pagamentos, a fim de não depender de componentes estrangeiros.

Debateram-se também os potenciais desafios e tendências do mercado de pagamentos. O primeiro desafio citado foi a chegada da tecnologia ao mercado de pagamentos, que possibilitou que determinados segmentos do varejo passassem a ter a participação de novas instituições. Ao mesmo tempo em que a tecnologia possibilitou novos modelos de negócio, também trouxe o desafio de refletir se a regulação é capaz de proteger o mercado de riscos sistêmicos.

Como potencial tendência, comentou-se que o regulador tem papel central na promoção de competição entre diferentes formas de pagamento. Foram mencionados o arranjo de pagamento instantâneo brasileiro (PIX), o arranjo de pagamento instantâneo do México (CoDi) e a Transferência 3.0, em implementação na Argentina. Na Europa, foi citado o *Pan-European Payments System Initiative* (PEPSI), atualmente chamado de European Payments Initiative (EPI), iniciativa criada para estimular a competição.

Os últimos potenciais desafios debatidos foram a chegada de novos participantes ao mercado de pagamentos, em especial, as *big techs* e a emissão de moedas digitais por bancos centrais (Central Bank Digital Currencies). A chegada de novos participantes representa um desafio, uma vez que eles não são, necessariamente, entidades reguladas, sendo a prestação de serviços financeiros e de pagamentos por *big techs* de difícil classificação, que impõe questões competitivas sensíveis.

Quanto à emissão de moedas digitais por bancos centrais, foi debatido que essa inovação pode alterar toda a estrutura tradicional

do mercado de pagamentos, tendo sido citado que o Banco Central do Brasil (BCB) estabeleceu um grupo de trabalho para discussões, o regulador uruguaio vem fa-

zendo emissões em ambientes controlados e a Europa está com o debate um pouco mais avançado que a América Latina, mas ainda incipiente.

SESSÃO 2

OS 7 ANOS DA LEI 12.865/2013: IMPACTOS DO MARCO LEGAL PARA OS INSTITUIDORES DE ARRANJO DE PAGAMENTO

A segunda sessão tratou do tema “Os 7 anos da Lei 12.865/2013: impactos do marco legal para os instituidores de arranjo de pagamento”. Inicialmente, foi debatida a missão do Banco Central do Brasil (BCB), que consiste em assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e garantir solidez e eficiência ao sistema financeiro. Foi feito um apanhado histórico para demonstrar como a competição se insere na missão do BCB.

Citou-se que, durante duas décadas, o BCB se empenhou em garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, o que foi alcançado em 1994 e reforçado em 1999, tendo sido cumprido 20 anos de metas de inflação no Brasil. Um dos efeitos de alcançar a estabilidade do poder de compra da moeda foi o enfraquecimento do sistema

financeiro, pois as instituições financeiras, privadas e públicas, deixaram de arrecadar receitas inflacionárias.⁴

Posteriormente, teve início a fase destinada a construir o Sistema Financeiro Nacional (SFN) sólido. Essa fase envolveu a agenda do BCB durante os anos 2000 com a implementação, por exemplo, dos Acordos de Basileia.⁵ Mencionou-se que as instituições financeiras que se consolidaram durante esse processo são sólidas em termos de capital, competência de seu corpo diretivo e em termos tecnológicos, semelhante às instituições existentes nos Estados Unidos da América e na Europa após a crise de 2008. Um dos efeitos de alcançar esse objetivo foi a criação de um sistema financeiro concentrado e com níveis de competição abaixo do esperado.

⁴ Receitas geradas com a perda de valor real dos depósitos efetuados pelos clientes das instituições financeiras. Uma das possíveis formas das instituições financeiras gerarem receita inflacionária é deixar de incluir uma taxa de rendimento que compense a perda inflacionária sobre o valor depositado pelos clientes, mas incluir uma taxa de juros que compense a perda inflacionária nos empréstimos concedidos pela instituição financeira.

⁵ Recomendações formuladas pelo Comitê de Basileia para Supervisão Bancária, fórum composto por 45 autoridades monetárias, com o objetivo de emitir recomendações de cooperação entre bancos centrais e outras instituições para mitigar os riscos inerentes à atividade financeira, reforçar a regulação e supervisão bancária e promover melhores práticas em busca de estabilidade monetária e financeira. As recomendações foram feitas em 1988 (Basileia I), 2004 (Basileia II) e 2010 (Basileia III). Para mais informações, ver: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em: 14 dez. 2020.

No atual momento, qual seja, de implementar a meta referente à eficiência do SFN, debateu-se que o BCB deve manter a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez alcançada, o que envolveu cautela regulatória durante a crise econômica que o Brasil enfrentou durante os anos de 2013-2015 e também durante a pandemia provocada pela Covid-19, em 2020.

A sessão também abordou a tecnologia como vetor para eficiência, competição e inovação do sistema financeiro. Apon- tou-se que a tecnologia diminuiu a escala para que uma instituição seja considerada competitiva. Nesse sentido, houve diminuição no número de clientes necessários para que as instituições se consolidassem no mercado. Cogitou-se que a competição do futuro vai decorrer de instituições com modelos de atuação diferentes, capazes de reduzir o poder de mercado das instituições com maior *market share*.

Também foi observado que as agências bancárias físicas possuem importância, apesar do surgimento de instituições digitais no país. Estas vêm tendo relevância na redução de preço, de margem e de inclusão financeira, mas a rede de agências físicas ainda representaria um diferencial, mesmo que reduzido ao longo do tempo. Como exemplo, foram citadas as cooperativas, baseadas no modelo de agências físicas e que têm espaço no sistema financeiro brasileiro.

No que diz respeito à tecnologia como vetor de concorrência, destacou-se que a ruptura tecnológica em modelos de negócio tem acontecido, principalmente em dois mercados: (i) o mercado de pagamentos e (ii) o mercado de distribuição de produtos de investimento.

Quanto ao mercado de pagamentos, foi mencionado que ele pode ser considerado uma porta de entrada, pois as instituições

que surgiram no mercado de pagamentos nos últimos anos, em grande parte, passaram a atuar em mercados tradicionais, como o de crédito. Quanto ao mercado de distribuição de produtos de investimento, existiram casos emblemáticos que buscaram ser replicados no setor.

Observou-se que, diante desse contexto, o papel do BCB é propiciar capacidade inovativa e garantir que os benefícios trazidos por novos modelos de negócio sejam repassados, ainda que parcialmente, aos consumidores. Além da manutenção da solidez do sistema financeiro, foi destacado que a proteção de dados de cidadãos e sociedades empresárias deve ser garantido, em especial após a aprovação da Lei Geral de Proteção de Dados (Lei nº 13.709/2018), da estruturação da Autoridade Nacional de Proteção de Dados (ANPD) e da entrada de *big techs* no mercado de pagamentos.

Os movimentos de inovação tecnológica trouxeram novos desafios regulatórios. A regulação do sistema financeiro brasileiro, assim como o de outros países, é de acordo com a atividade exercida (por exemplo, bancos comerciais, bancos múltiplos, corretoras). Atualmente, há o risco de que algumas instituições que pedem licença para atuar não tenham as suas atividades descritas em nenhuma licença específica. Há o desafio também, por parte do regulador, de entender como os modelos de negócio funcionam.

Levantou-se como desafio regulatório o fato de que a atividade financeira de pagamentos pode ser confundida com outros serviços financeiros prestados por um mesmo grupo econômico, tornando difícil saber onde cada operação começa e termina, bem como quem é o responsável por realizá-la. Ter amplo conhecimento da cadeia de prestação de serviços permite entender os riscos de cada atividade e, eventualmente, definir a responsabilidade de cada agente na rede de pagamentos.

Foram citadas pesquisas do Banco Central Europeu que indicam que o aumento da inovação tende a reduzir a estabilidade financeira, mas foi debatido que o Brasil está na fase em que é possível haver inovação sem prejudicar a estabilidade do SFN. Além disso, dois fatores foram mencionados como presentes nos relatórios internacionais e nacionais que se destinavam a avaliar o aumento da competição no sistema financeiro: a escassez de informações e a escassez de colaterais (garantias em operações de crédito).

Quanto à escassez de informações, a mudança do cadastro positivo foi citada como um fator relevante para o aumento da concorrência, porém limitado, uma vez que apenas informações financeiras são compartilhadas, deixando de fora informações cotidianas, como as informações disponíveis nas redes sociais. Desse modo, refletiu-se que a fronteira do compartilhamento de informações foi expandida, e o *open banking* poderá fornecer informações mais rápidas e precisas.

Quanto à escassez de colaterais, citaram-se dois projetos: o registro de recebíveis de cartões e a transformação da duplicata. O registro de recebíveis de cartões é uma das principais garantias em operações de crédito que as pequenas empresas possuem. No que diz respeito à duplicata eletrônica, a perspectiva é torná-la um colateral crível, pois, atualmente, ela serve para conhecer o fluxo de caixa dos estabelecimentos. A duplicata eletrônica também permite que as informações circulem, de modo que cada pessoa reconheça os credores e devedores, evitando que haja duplicatas emitidas sem transações comerciais vinculadas.

O Brasil carecia de regulador para a área de pagamentos do varejo até o ano de 2013, quando a Lei nº 12.865 foi aprovada e atribuiu a competência regulatória ao

BCB. Assim, a evolução da indústria de cartões se deu, em grande medida, à margem regulatória. Quando o BCB passou a regular o mercado, enfrentou desafios, como a verticalização, o acesso discriminatório, a neutralidade de rede, o gerenciamento de risco e a eficiência ligada a preços.

Debateu-se o duopólio existente no mercado de pagamentos até o ano de 2010, que gerava custos elevados e escassez de credenciamento de estabelecimentos comerciais, pois um dos custos envolvidos na aceitação de cartões é a tarifa que remunera os credenciadores (MDR), que era definida pelos agentes duopolísticos. Mencionou-se que o número de credenciadores dobrou nos últimos cinco anos, em parte motivado pelo fim do duopólio, movimento acompanhado pela queda nas taxas cobradas no sistema de pagamentos, aumento da competição no mercado de recebíveis de cartões, acréscimo do número de credenciados, aumento das transações de cartões e diminuição do prazo para transferência dos recursos para os estabelecimentos.

Outro desafio para o futuro debatido foi o arranjo de pagamentos instantâneos, desenvolvido pelo Banco Central do Brasil (PIX). Reconheceu-se que mais de 40 países possuem arranjos de pagamentos instantâneos, sendo o modelo Chinês citado como um dos mais desenvolvidos. Como vantagens associadas ao PIX foram mencionados o tempo de recebimento dos recursos, a liquidez imediata e o baixo custo associado, fatores que beneficiam pequenos estabelecimentos. Igualmente, a conveniência de pagar por meio do PIX foi destacada, uma vez que os consumidores buscam instrumentos de pagamento que possibilitem interligações nos momentos da compra e do pagamento.

Citaram-se também as seguintes vantagens associadas ao PIX: redução de transações em papel-moeda, que aumentaram

durante a pandemia e possuem riscos sociais atrelados, como roubo; o fato de o PIX ser aberto, ou seja, todas as instituições aderentes podem oferecer os mesmos serviços, criando a possibilidade de haver instituições de menor porte direcionadas a nichos de mercado; e a capacidade de conexão entre diferentes sistemas, o que facilita a conciliação e o controle dos pagamentos.

Demonstrou-se preocupação relacionada com fraudes no mercado de pagamentos, com destaque para o custo do combate à fraude como potencial barreira à entrada de novas instituições no mercado. Portanto, diante da organização e do desenvolvimento contínuo das estruturas que sustentam essas fraudes no mercado de pagamentos brasileiro, assim como o elevado custo para combatê-las, foi debatido que qualquer elemento tecnológico pode limitar a competição ao longo do tempo, o que constitui outro desafio para o regulador, assim como para as instituidoras de arranjo de pagamento.

Observou-se que um terço das transações a distância no Brasil é rejeitado porque os emissores não possuem todos os elementos de autenticação necessários e deixam de assumir o risco das operações. Nesse sentido, a comodidade dos consumidores que têm transações não autorizadas é reduzida.

Ao relacionar a segurança com o PIX, foi comentado que existe um grupo de trabalho permanente entre o BCB e as instituições financeiras, bem como diálogo

constante do regulador com as entidades de segurança pública. Os limites impostos para as transações realizadas com o PIX durante o dia e a noite e a possibilidade de identificar a conta bancária recebedora do dinheiro em caso de assalto ou fraude foram ressaltados. Foi destacada também a possibilidade de, no futuro, a instituição financeira saber a geolocalização durante as transações e que uma instituição financeira poderá se comunicar com outras instituições em caso de suspeita de fraude.

Refletiu-se sobre o desbalanceamento entre risco e retorno no arranjo de cartões de crédito causado pelo parcelamento sem juros, em que os subsídios cruzados podem causar aumento nas taxas de juros para o consumidor final. Ponderou-se que o parcelamento sem juros é um produto que agrada tanto estabelecimentos comerciais quanto consumidores que têm dificuldade de associar o parcelamento sem juros a eventuais subsídios cruzados.⁶

Foi mencionado que a principal fonte de remuneração das instituições financeiras emissoras são os juros cobrados de quem atrasa o pagamento das faturas, pois a anuidade e a taxa de intercâmbio deixam de cobrir o risco associado à operação. Embora o parcelamento sem juros seja economicamente ineficiente, observou-se que o regulador tem dificuldades em inibir um produto que não tem irregularidades. Portanto, soluções de curto prazo, que se sustentem politicamente, devem ser buscadas além da esfera do regulado e regulador.

⁶ Os potenciais subsídios cruzados existentes no parcelamento sem juros são: (i) a instituição financeira emissora do cartão cobrar mais juros dos consumidores que optam pelo parcelamento com juros para compensar a perda resultante das compras do parcelamento sem juros e (ii) o aumento do valor final do produto ou serviço prestado, pois os estabelecimentos comerciais podem embutir os juros, fazendo com que os consumidores que pagam à vista financiem as compras de quem opta pelo pagamento sem juros.

Ainda sobre o parcelamento sem juros, foi debatido que o PIX não possui um substituto imediato para essa forma de pagamento. Uma das funcionalidades a serem implementadas no PIX é a possibilidade de parcelamento, mantendo com a instituição financeira a decisão sobre os juros cobrados do cliente, uma vez que elas são responsáveis por garantir o pagamento. A educação financeira foi citada como capaz de reduzir os pagamentos parcelados sem juros, mas essa mudança não foi vislumbrada no curto prazo.

Foi questionado como as inovações no mercado de pagamentos podem afetar o risco de crédito e o próprio risco sistêmico. Assim, foi dito que o PIX é uma estrutura tecnológica e um conjunto de regras com riscos inerentes, porém a regulação prudencial serve para o gerenciamento desses riscos.

Debateu-se o papel dos instituidores de arranjo de pagamento no modelo implementado pelo PIX, tendo sido citado que os instituidores de arranjo de pagamento fornecem serviços de tecnologia para pagamento para que o consumidor decida que meio de pagamento é mais

conveniente para a transação. Nesse sentido, o maior impacto do PIX ocorreria na competição, que força os modelos de negócio a adotarem estratégias benéficas para os consumidores.

Ao final, foi discutido o Edital de Consulta Pública nº 78, do BCB, que busca discutir propostas normativas que harmonizem o tratamento prudencial aplicável aos serviços de pagamento. Foi questionado se tal harmonização poderia colidir com o desenvolvimento de um mercado competitivo, uma vez que padrões mínimos de patrimônio de referência e segregação de recursos poderiam ser barreiras à entrada. Tendo sido discutido que as instituições de pagamento possuem responsabilidades com os estabelecimentos comerciais credenciados e que, diante da volumetria de transações, dos riscos associados aos serviços prestados e do acúmulo de atividades desempenhadas pelas instituições de pagamento, a regulação prudencial teria um papel importante.



 **FGV DIREITO RIO**