

A autorregulação regulada da interoperabilidade entre infraestruturas de mercado financeiro

Enforced self-regulation in the interoperability between financial market infrastructure

Submetido(*submitted*): 14 December 2023
Parecer(*reviewed*): 5 March 2024
Revisado(*revised*): 6 March 2024
Aceito(*accepted*): 15 March 2024

Leonardo Antonacci*
<https://orcid.org/0000-0003-2820-7401>

Artigo submetido à revisão cega por pares (Article submitted to peer blind review)
Licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International

Abstract

[Purpose] *The research addresses the enforced self-regulation of interoperability between financial market infrastructures in Brazilian law, with the purpose of identifying and understanding the challenges associated with its implementation.*

[Methodology/approach/design] *The research is exploratory in nature and analyses the recent regulations issued by the Central Bank of Brazil - Res. BCB Nos. 264/23, 304/23, 308/23 and 339/23.*

[Findings] *The specificities linked to the concept of self-regulation are pointed out, such as the exercise of public interest competences by regulated agents and the requirement for accountability.*

[Practical implications] *The practical challenges in implementing regulated self-regulation include technical regulation and economic regulation of the market. The study puts forward analyses and suggestions for improving implementation.*

[Originality/value] *This self-regulation model is recent and has not been analysed in the literature. The study is relevant because it analyses regulations that have not yet been studied and which have a direct and current practical application.*

Keywords: *Self-regulation. Regulation. Financial market infrastructure. Brazilian Central Bank.*

Resumo

[Propósito] O estudo aborda a autorregulação regulada da interoperabilidade entre infraestruturas no mercado financeiro no direito brasileiro, com objetivo de identificar e compreender os desafios associados à sua implementação.

*Bacharel e Mestre em Direito Administrativo pela Universidade Federal de Minas Gerais. Advogado. Profissional com mais de 5 anos de experiência nas áreas de regulação, relações governamentais e direito da infraestrutura. E-mail: leoantonaccibarone@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2820-7401>

[Metodologia/abordagem/design] A pesquisa é de natureza exploratória e analisa os recentes normativos elaborados pelo Banco Central do Brasil – Res. BCB ns. 264/23, 304/23, 308/23 e 339/23.

[Resultados] São apontadas as especificidades ligadas ao conceito de autorregulação, como o exercício de competências de interesse público pelos agentes regulados e a exigência de accountability.

[Implicações práticas] Como desafios práticos na implementação da autorregulação regulada, inclui-se a regulação técnica e regulação econômica do mercado. O estudo encaminha análises e sugestões para aprimorar a implementação.

[Originalidade/relevância do texto] Este modelo de autorregulação é recente e não encontra análises da literatura a seu respeito. O estudo é relevante por analisar regulamentos ainda não estudados e com aplicação prática direta e atual.

Palavras-chave: Autorregulação. Regulação. Infraestrutura de mercado financeiro. Banco Central do Brasil.

INTRODUÇÃO

No ano de 2019, o Banco Central do Brasil (“BCB”) inaugurou um modelo de autorregulação regulada da interoperabilidade entre infraestruturas de mercado financeiro (“IMFs”), com objetivo de superar tendências monopolistas deste mercado e estimular a inovação por meio da concorrência e da adoção de novas tecnologias.

Este modelo consiste em obrigar que as IMFs reguladas elaborem e firmem entre si uma convenção, um contrato cujo conteúdo é parcialmente enquadrado e descrito pela regulamentação e que ainda é submetido à aprovação do BCB. Essa convenção consolida a autorregulação, contendo aspectos importantes sobre padronizações tecnológicas, parâmetros de qualidade, requisitos de acesso aos sistemas, regulação tarifária, entre outros.

A primeira aplicação deste modelo está na Circular BCB n. 3.952, de 27 de junho de 2019, que regulamenta o registro de recebíveis de arranjos de pagamentos (cartões de débito e crédito), incluindo a interoperabilidade entre as entidades registradoras. Este normativo entrou em vigor definitivamente em 07 de junho de 2021.

Desde então, foram publicadas outras resoluções com este mesmo modelo regulatório, a saber: as Resoluções BCB ns. 264/2022, 308/2023 e 339/2023, que regulamentam, respectivamente, o registro de recebíveis de arranjos de pagamento (revogando a Circular 3.952/2019), recebíveis imobiliários e duplicatas escriturais.

A escolha pelo modelo da autorregulação regulada, embora não seja uma desconhecida da doutrina e do direito positivo brasileiro, representa uma nova

forma de intervenção indireta no domínio econômico. Nesse contexto, a autorregulação surge como uma estratégia para descentralizar a responsabilidade de regular o mercado, mediante a delegação das competências reguladoras com os próprios agentes econômicos, em um *approach* de colaboração entre o público e privado.

Neste artigo, será feita uma pesquisa exploratória sobre a aplicação da autorregulação regulada pelo BCB no contexto da interoperabilidade entre IMFs, visando apontar os principais desafios de sua implementação neste mercado, a partir da análise de instrumentos normativos e da própria autorregulação.

No primeiro momento, será conceituado o que se entende por autorregulação e, logo adiante, será explicitado o que são as IMFs, sua importância para o mercado e como funciona a interoperabilidade entre elas. Nos itens seguintes, serão explorados os desafios conceituais da autorregulação das IMFs, notadamente demonstrando-se que ela é responsável por relevantes interesses públicos, ainda que elaborada por agentes privados.

O último item problematiza os desafios práticos da implementação da autorregulação, trazendo algumas questões que já se demonstraram nas experiências reais vivenciadas desde 2019.

Ao final, conclui-se que este modelo da autorregulação regulada tem sido reiterado pelo BCB e aparenta ser sua escolha de estruturação regulatória do setor. Este modelo é funcional neste contexto, na medida em que atribuição de poderes e responsabilidades aos agentes regulados é mediada pelo *accountability* e pela supervisão exercida pelo BCB sobre a convenção.

CONCEITUANDO A AUTORREGULAÇÃO REGULADA

Diante do enfraquecimento da capacidade interventiva direta do Estado perante a economia, surgem diferentes e novas estratégias que visam atender às responsabilidades públicas impostas ao Estado agora dito Estado-Regulador. Dentre essas é que ressurge a autorregulação.

A autorregulação se caracteriza como uma estratégia para a remoção do Estado de uma posição hierárquica perante os entes regulados, assim permitindo ou reconhecendo que a própria regulação seja descentralizada, proposta e implementada por agentes policêntricos. Há nisso uma corresponsabilização da esfera privada pela organização do mercado e pela própria consecução dos interesses públicos, antes tutelados exclusivamente pelos órgãos estatais (GONÇALVES, 2010).

Como conceito, pode-se indicar a autorregulação como a definição de regras juridicamente válidas para a organização da atividade econômica que são elaboradas, fiscalizadas e impostas por agentes não estatais e exercida de forma coletiva por um grupo desses agentes participantes do mercado. Isso implica uma certa coincidência (ao menos discursiva) entre agentes reguladores e agentes regulados, ainda que não haja perfeita identidade das pessoas jurídicas em ambos os polos (CAFAGGI, 2004; DEFANTI, 2018; MARQUES NETO, 2011).

Historicamente e a partir de cada contexto, a estratégia da autorregulação é aplicada por diferentes razões. Dentre as principais cita-se (i) maior capacidade dos entes privados regularem atividade por terem melhores informações sobre o mercado, reduzindo a assimetria informacional que prejudica, muitas vezes, a Administração Pública, (ii) menores custos de fiscalização e *enforcement* das regras, vista a proximidade entre regulador e regulado, inclusive sem se recorrer a recursos do erário, (iii) aprimoramento da legitimidade e a *accountability* da regulação, pela redução da hierarquização e maior envolvimento dos agentes interessados (BALDWIN; CAVE; LODGE, 2012). Ogus (1995) ainda indica que a autorregulação é aplicável quando alguma falha de mercado (externalidades ou assimetrias informais) para as quais os instrumentos de direito privado não são suficientes para solucioná-las, sendo a autorregulação uma opção mais barata que a regulação externa.

Destaca-se, ainda, que a autorregulação não é uma estratégia adotada isoladamente pela Administração Pública, mas uma realidade da vida social, tendo os mercados sempre se autorregulado, apesar do que constava na regulamentação (BLACK, 2001).

Existem diferentes tipos de práticas e instrumentos mistos pelos quais se aplica a estratégia da autorregulação, dentre as quais há autorregulação voluntária, autorregulação reconhecida pelo Estado, autorregulação delegada e a autorregulação regulada (ou supervisionada) (BALDWIN; CAVE; LODGE, 2012). É sobre esta última que nos interessa o aprofundamento e aplicação nas seções seguintes deste artigo.

Autorregulação regulada se refere a um conjunto de arranjos jurídicos e institucionais pelos quais o exercício da autorregulação é sujeita a algum tipo de supervisão ou controle estatal, sendo por muitas vezes induzida ou determinada por regulamentação administrativa que simultaneamente cria a competência autorregulatória e o dever de supervisão (BINENBOJM, 2016; DEFANTI, 2018).

É o regulador quem coloca os objetivos de política pública, mas os standards de sua aplicação são derivados da autorregulação e da negociação entre os agentes econômicos com um papel residual e controlador do regulador.

Conforme as competências previstas em regulamento administrativo, o regulador supervisiona a elaboração, a aprovação, o conteúdo, e a aplicação das normas da autorregulação, assegurando-se do seu *enforcement* e da tutela aos interesses públicos.

Simultaneamente, alude-se à ideia de co-regulação, uma espécie de autorregulação regulada: “modelo regulatório fundado na divisão de tarefas e responsabilidades entre o Estado, agentes regulados e partes interessadas, cuja concretização se dá, formalmente, por meio de delegação de tarefas pelo Poder Público, mediante fixação de parâmetros sob controle estatal.” (BINENBOJM, 301)

Segundo Ogus (1995), essa estrutura permite standards mais customizados e flexíveis com menor custo de transação para os agentes, mas cujo limite é justamente nos casos em que as consequências da negociação entre agentes extrapolam suas esferas de atuação e acarretam impactos sobre terceiros, sobre bens públicos (meio ambiente, saúde pública, segurança etc) ou quando não há informações insuficientes para esses agentes se autorregularem.

Correlatamente, cria-se o desafio da "regulação da autorregulação" ou de um "Direito Administrativo da autorregulação", visto que a própria atuação da Administração Pública perante os agentes autorregulados e as normas que eles criam também deverá ela mesma estar circunscritas em normas e regulamentos que descrevam, autorizem e limitem os poderes do regulador perante o fenômeno da autorregulação. Bem como se implica no dever da doutrina de teorizar sobre o fenômeno da autorregulação regulada (GARDELLA, 2003).

CONTEXTO DA REGULAÇÃO DA INTEROPERABILIDADE ENTRE IMFS

Definição e papel das Infraestruturas de Mercado Financeiro

Previamente ao exame da autorregulação regulada prevista pelo BCB, cabe esclarecer o que são as infraestruturas de mercado financeiro e porque há regulação administrativa sobre elas.

Uma IMF pode ser definida como um sistema multilateral (ou a empresa que o administra) por meio do qual as instituições participantes realizam serviços de compensação, liquidação e registro de pagamentos, ativos financeiros ou mobiliários, derivativos ou outras transações (BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2012).

A categoria de IMFs se diferenciam muito por suas formas de organização, funções e designs técnicos e institucionais. Compreendem-se em 5 (cinco) principais tipos: arranjo de pagamento, contraparte central, sistema de compensação e liquidação, depositário central e registradora. Serão focalizados os dois últimos tipos, porque sobre eles recai a autorregulação regulada criada pelo BCB, objeto deste artigo.

Conforme previsto na Lei Federal n. 12.810, o depositário central é responsável pela guarda de ativos financeiros ou valores mobiliários, o controle de sua titularidade efetiva e tratamento dos eventos (negociações ou outros efeitos legais) sobre eles incidentes. Esses ativos ou valores são transferidos fiduciariamente ao depositário central, o qual não poderá de eles dispor e constituirão patrimônio apartado.

A mesma legislação define a atividade de registro como o armazenamento e publicidade de informações sobre ativos financeiros e valores imobiliários e sobre transações financeiras a eles relativas. Isto é, o registro constitui uma base de dados para a qual o provimento de informações é obrigatório pelos participantes deste sistema para concretização jurídica da realização de transações sobre esses ativos ou valores. (ARAUJO, 2017; LIMA, 2021)

Nesse sentido, a realização de transações financeiras, especialmente para constituição de ônus e gravames (cessão, alienação fiduciária, penhor, etc), sobre ativos que estão registrados ou depositados necessariamente devem ser feitas perante a IMF que registra ou deposita o respectivo ativo, para que a transação tenha eficácia e publicidade perante terceiros.

Por exemplo: uma cédula de crédito bancário (CCB) - emitida por uma pessoa física ou jurídica como promessa de pagamento em favor de instituição financeira - pode ser levada à registro pelo banco. Caso esta instituição pretenda dar em garantia fiduciária este crédito a um terceiro (digamos, um fundo de investimento em direitos creditórios), faz-se necessário que a transação seja informada ao sistema de registro para que tenha plena eficácia. Adicionalmente, a depender da regulamentação aplicável ao ativo registrado ou depositado, as informações detidas pela IMF serão utilizadas para direcionar ou realizar a liquidação financeira (pagamento) em favor do novo credor.

Usualmente, a implementação de IMFs, especialmente com registro/depósito obrigatórios por regulamentação, tem como objetivo de política pública incrementar a segurança jurídica e a eficiência dos mercados, vez que submete todas as transações e eventos daquele ativo à transparência em bases públicas, com funcionamento altamente regulamentado e supervisionado, para redução de assimetrias informacionais e incertezas das operações. Igualmente, as IMFs podem impulsionar a competição e inovação ao submeter

as informações para amplo acesso, especialmente em favorecimento de *players* entrantes (ARAUJO, 2017; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2012; WISHNICK, 2020).

Nesse sentido, as IMFs funcionam como o “back-office”, “encanamento”, “trilho” do mercado envolvido, por serem justamente as instâncias em que os negócios se concretizam (DI NOIA; FILIPPA, 2021; WISHNICK, 2020). IMFs se conformam em uma indústria de rede que conecta os diferentes participantes do mercado - emissores, credores, cedentes, cessionários, etc - e que, portanto, são locais para onde convergem os diferentes fluxos e interesses econômicos e negociais de todos eles.

Por isso mesmo, as IMFs são consideradas sistemicamente importantes nos mercados em que atuam, sendo que suas falhas e disfuncionalidades podem causar perdas exponenciais para os *players* e afetar o sistema financeiro nacional (FERRAN, 2018).

Definição e funcionamento da interoperabilidade

Assim como em todos os mercados, a tecnologia tem crescente impacto sobre as IMFs. Proporcionam melhor eficiência nos sistemas, simplificam as conexões entre os diferentes agentes, reduzem-lhes os custos e escalam as vantagens de uma indústria de rede. Nesse contexto de digitalização de mercados e serviços, o setor financeiro e as IMFs têm observado crescentemente as exigências por interoperabilidade para estruturas que antes eram insuladas e monopolistas.

Interoperabilidade, para os fins deste estudo, é a capacidade de dois ou mais sistemas de trocarem diretamente dados e utilizarem estas informações, preferencialmente de forma que o usuário tenha pouco ou nenhum impacto com esta comunicação (DIALLO, 2010). É claro que, muito além dos sistemas, a interoperabilidade é também entre as organizações que administram os sistemas e entre os serviços que são prestados por meio dessa tecnologia.

Existem diferentes níveis possíveis de interoperabilidade. Exemplificativamente: (i) os sistemas estão conectados e trocam *bytes*, (ii) esses bytes são convertidos em dados com significados funcionais que permitem a geração de informações e prestação de serviços e, finalmente, (iii) há uma interoperabilidade conceitual, na qual os sistemas partilham um modelo que simula o funcionamento da realidade - isto é, no caso, do ciclo de vida de um ativo financeiro e dos negócios sobre ele realizados (DACLIN; CHEN; VALLESPIR, 2008; JACHEMET, 2018).

Via de regra, para que a interoperabilidade evolua e permita cada vez mais a construção de valor agregado para as empresas interconectadas, seus clientes e seus mercados, é necessário avançar na definição regras,

padronizações, mecanismos e tecnologias de funcionamento dos dados trocados. A definição desses *standards* é resultado de acordos sobre o funcionamento dos sistemas entre seus administradores - as IMFs - incluindo a definição do escopo das informações trocadas, seus conceitos, formatos e resultados esperados para cada comando.

No contexto das IMFs, a interoperabilidade significa que o cliente de uma determinada IMF pode, por meio desta, visualizar informações e enviar operações (transações, eventos financeiros) para outra IMF, na qual este cliente não está diretamente conectado. Ou seja, a partir da conexão com qualquer uma das IMFs integradas na interoperabilidade, um cliente pode ter acesso integral a todas as informações contidas naquela rede. Em uma analogia, é o que ocorre hoje com as chamadas telefônicas entre diferentes operadoras, pelas quais os clientes, sendo ligados a apenas uma operadora, podem se conectar com qualquer telefone na rede.

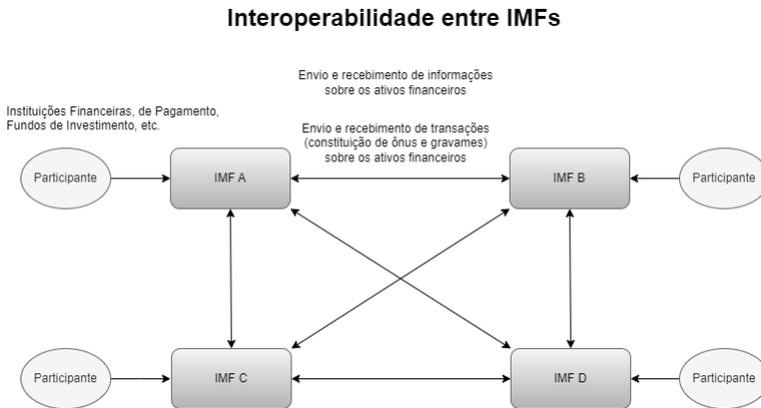


Figura 1 – Esquema do funcionamento da interoperabilidade entre IMFs (elaborado pelo autor)

Aliás, mencione-se que não há interoperabilidade apenas entre IMFs. Há outras técnicas semelhantes para arranjos de pagamento (bandeiras de cartão), sistema de telecomunicações, sistema ferroviário, entre outros. Cada qual empregada e definida pela sua própria regulação setorial.

Dentre as principais vantagens para adoção da interoperabilidade, tem-se: (i) reduzir os custos de integração dos participantes, (ii) viabilizar acesso integral na rede por meio de uma única conexão, (iii) empoderamento do cliente, que poderá optar entre empresas da mesma rede, (iv) estimular a competição

entre as empresas interconectadas, inclusive se aproveitando de participantes de outras empresas, (v) facilitar o acesso de novos entrantes na rede.

De um ponto de vista econômico, a interoperabilidade é projetada como uma estratégia para mitigar os abusos de poder de mercado por uma empresa monopolista e para criar produtos substitutivos que reduzam o problema do “too big to fail” ao fornecer opções para a continuidade dos serviços ao mercado. Igualmente, a interoperabilidade permitiria a apropriação das economias de escala e do efeito de rede, sem ceder a uma opção monopolista (AWREY; MACEY, 2021).

Por outro lado, a interoperabilidade também aumenta os riscos de stress dos sistemas das IMFs e multiplica os impactos negativos de falha ocorrida em qualquer das pontas, além de gerar altos custos irrecuperáveis para as empresas que adotaram aquela tecnologia para interoperarem (GARVIN, 2012; JACHEMET, 2018).

Em muitos casos, inclusive e especialmente nos casos objeto deste artigo, a interoperabilidade é tornada obrigatória pela regulação pública ou pela autorregulação¹, vez que não há incentivo econômico para que uma IMF compartilhe seus sistemas e seus participantes com seus concorrentes.

Como se verá adiante, a regulação visa organizar o funcionamento da interoperabilidade entre IMFs em cada mercado. Ficará a autorregulação sendo responsável, dentre várias competências, por estabelecer as padronizações e as lógicas comuns de funcionamento destes sistemas interoperáveis, mediante uma contratualização obrigatória entre as IMFs.

ESPECIFICIDADES CONCEITUAIS DA AUTORREGULAÇÃO REGULADA

Atribuição de competências entre regulação e autorregulação

Consoante foi apresentado, a autorregulação regulada se caracteriza pelo estabelecimento, via regulação administrativa, da obrigatoriedade da formulação de normas de autorregulação pelos agentes do mercado, mediante

¹ Um caso demonstrativo disso ocorreu com as contrapartes centrais (CCPs) na Europa: “As CCPs geralmente tinham pouco incentivo para estabelecer conexões que abririam seus mercados aos concorrentes. Em resposta, os órgãos reguladores ameaçaram reformas regulatórias para exigir o acesso aberto entre as CCPs. Em 2006, isso fez com que grande parte do setor europeu de CCPs assinasse um Código de Conduta para estabelecer conexões com outros signatários mediante solicitação.” (GARVIN, 2012, p. 66)

fiscalização e supervisão do regulador, sendo este também atuante pela edição de normas próprias.

Há, assim, a definição de campos normativos da *regulação* e da *autorregulação*, cada qual com um rol de competências próprias, a serem exercidas por diferentes atores (órgão regulador ou agentes regulados), com temas, interesses e procedimentos que lhe são pertinentes. A definição dos limites de cada campo é feita pela legislação e/ou pela regulação administrativa, uma vez que é o regulador quem dá ensejo à autorregulação regulada.

Nas recentes normativas do BCB quanto à interoperabilidade entre IMFs², estão as disposições sobre a interoperabilidade, bem como são descritas as atribuições da autorregulação. Em todas as Resoluções, prevê-se que os agentes regulados elaborarão uma convenção para regulamentar as condições de prestação dos serviços de interoperabilidade, inclusive com exigências quanto ao conteúdo desta convenção. Não há uma regulamentação geral do escopo atribuído à autorregulação, embora ele seja basicamente idêntico em todas as normativas citadas - até o momento, ressalvada a possibilidade de o BCB modificar lhe as atribuições pontualmente.

Há uma lógica de complementaridade na relação entre regulação e autorregulação. Para Cafaggi (2004, p. 30), há uma integração entre elas não como uma “simples superposição, mas sobretudo [como] uma cadeia de regulação na qual os reguladores públicos e privados cooperam segundo as modalidades estabelecidas na regulação”.

Nesse sentido, entende-se que a autorregulação assume forte importância na consecução da política pública, para muito além de um lugar subsidiário perante a regulação. Como será reiterado e comprovado ao longo deste estudo, a autorregulação tem competências normativas e executivas relevantes para o interesse público, cujas consequências dizem respeito não apenas aos agentes regulados, mas a todo o mercado.

Em uma primeira acepção, esta complementariedade se demonstra no intuito do regulador de estabelecer, em regulação administrativa, os fins da política pública, ao passo que delega ao setor privado a eleição dos meios para obtê-la. Em um nível macro, objetiva-se o amplo acesso aos ativos registrados, sob menor custo, ao mesmo tempo em que se incentiva a competição entre as IMFs. Para assim fazê-lo, a regulação estipula a interoperabilidade e delega à autorregulação a definição de seu funcionamento e detalhamento técnico, como

² Refere-se às já citadas normativas: Resoluções BCB ns. 264/2022, 308/2023 e 339/2023, que regulamentam, respectivamente, o registro de recebíveis de arranjos de pagamento (cartões de crédito e débito), recebíveis imobiliários e duplicatas escriturais.

leiautes de arquivos, procedimentos para troca de informações, padronizações técnicas.

Ainda que se cogite a incapacidade técnica do órgão regulador em fazer tais definições, é necessário reconhecer que a escolha dos meios a serem empregados não é neutra em relação às finalidades pretendidas pelo regulador. Com isso, fica à cargo da autorregulação fazer definições relevantes para a estruturação e bom funcionamento dos mercados, certamente com impactos sobre as condições de acesso e a competitividade. Adiante, no item “autorregulação técnica e seus impactos no mercado”, são discutidos alguns dos problemas decorrentes de definições da autorregulação e sua influência na estruturação do mercado.

Da mesma forma, a regulação atribui diretamente aos agentes privados a competência de dispor sobre temas de importância ao mercado e à coletividade, como a regulação tarifária, termos e procedimentos para acesso ao mercado, requisitos técnicos e de qualidade do serviço, direitos e deveres dos participantes da interoperabilidade. Isso implica na exigência de *accountability* destas competências, conforme se exporá abaixo.

Neste contexto, este arranjo de autorregulação desafia o entendimento conceitual de que ela esteja limitada à adequação e satisfação dos interesses privados dos agentes econômicos. Seria ainda simplista dizer que a diferença entre as competências reservada à regulação ou à autorregulação dependem da natureza dos interesses tutelados - se interesses públicos ou privados, respectivamente.

Correlatadamente, Cafaggi (2004) aponta que a regulação pública é paulatinamente mais motivada pelos interesses dos agentes regulados, até como forma de direcionamento e mediação destes interesses pelo regulador³. Abdicando da oposição entre interesse público-interesse privado, pode ocorrer que o melhor arranjo entre os interesses privados seja a melhor solução ao interesse público, cabendo ao regulador persegui-la (BINENBOJM, 2014).

Uma forma talvez mais realista de se conceber essa divisão de competências é por meio de uma análise econômica (DIVER, 1983; STIGLER; 1971; OGUS, 1995). Enquanto formulador da política, é natural que o BCB busque maximizar seus benefícios ao alocar os temas entre regulação

³ Como evidência deste movimento, tome-se o exemplo da Resolução BCB n. 349/23, cuja Exposição de Motivos explicitou que a normativa decorreu de “questionamentos (...) entre credenciadores, financiadores e sistemas de registro” (BRASIL, 2023e) e que, assim, o BCB entendeu disciplinar a questão.

administrativa ou autorregulação⁴. Isso pode significar, ou não, que o BCB atenda à composição que melhor maximize o bem-estar social, a partir de sua própria visão sobre esse bem-estar e sobre os custos sociais criados por sua política.

Essa visão é coerente com a delegação de temas complexos e relevantes para a autorregulação, como uma estratégia do BCB em reduzir seus próprios custos com a elaboração normativa a seu respeito (DIVER, 1983). É o caso da regulação tarifária, cuja definição é sem dúvidas intrincada e, possivelmente, o BCB não possuiria as melhores informações e condições institucionais para decidir a respeito. Se os agentes autorregulados detiverem melhores condições, é de se vislumbrar até um crescimento do bem-estar social por esta delegação.

Ao revés, é claro, pode ser conjecturado caso em que a definição pelo BCB reduz o bem-estar social, mormente nos casos em que a delegação de uma competência cria relevantes custos de transação para os agentes regulados estabelecerem regras a respeito. Isso seria evidenciado, por exemplo, nos casos em que os agentes regulados solicitam ao regulador a normatização de um determinado tema.

Para separar um caso do outro, seria proveitosa uma análise de impacto regulatório, assim como sucessivas e contínuas rodadas de oitiva do mercado para evolução da regulação.

A par destes conceitos, serão expostos e discutidos adiante algumas das principais problemáticas encontradas na execução da autorregulação regulada no contexto da interoperabilidade entre IMFs.

Natureza contratual da autorregulação

As normativas do BCB citadas preveem que as entidades interessadas em prestar os serviços de registro e/ou depósito centralizado deverão firmar entre si uma convenção para reger os aspectos relativos à atividade de registro/depósito e a realização de negociações dos ativos financeiros. Essa convenção também deve estabelecer os procedimentos operacionais e leiautes técnicos necessários para a interoperabilidade entre as entidades.

Isto é, a convenção serve como um acordo operacional e comercial que objetiva viabilizar a interoperabilidade, o qual é tornado obrigatório e supervisionado pela regulação em razão de sua relevância para o mercado, bem como por contradizer interesses monopolísticos dos agentes econômicos em permitir o acesso a seus sistemas.

⁴ Não se devem excluir, também, os efeitos de grupos de pressão e do lobby de agentes de mercado sobre as instituições regulatórias, como ressaltou Stigler (1971).

Essa convenção se caracteriza como um *contrato privado regulado* ou um caso de *publicização do direito privado*, fenômeno no qual a liberdade contratual dos entes privados é mais fortemente submetida à ordem pública e o contrato passa a ter conteúdo *ex lege*, a par da vontade das partes (OTERO, 2017, p. 803). No presente caso, há mesmo uma *administrativização do contrato privado*, vez que as injunções aos contratantes são dadas por regulamento, com “parcial substituição do direito privado do contrato pelo direito da regulação” (GONÇALVES, 2011, p. 13).

Esse fenômeno já é bem frequente em outros setores regulados, notadamente nos quais há prestação de serviços públicos, em que os concessionários são obrigados a incluírem cláusulas e disposições em seus contratos com usuários ou terceiros (FREITAS, 2017).

Nesse sentido, as convenções entre as IMFs não retratam apenas a autonomia privada e os ajustes operacionais e comerciais entre as partes, mas são também instrumentos de relevante conteúdo regulatório que carregam a responsabilidade pela efetivação das finalidades da política pública.

A natureza contratual é uma opção do BCB para viabilizar a autorregulação regulada, dentre outros instrumentos e institutos que poderiam ser aplicados, como a acreditação dos sistemas ou estabelecimento de standard técnicos. Seria possível, ainda, a utilização do modelo associativo, em que o poder público institui uma associação de direito privado que concentrará as competências de autorregulação, sob supervisão governamental. É o caso do Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) estabelecido pela Lei Federal n. 9.648/98 ou do autorregulador ferroviário previsto na Lei Federal n. 14.273/21.

A opção pela via contratual, a nosso ver, se motiva pela necessidade de ajuste das condições técnicas e comerciais para viabilização da interoperabilidade, de forma específica para aqueles sistemas e aquelas IMFs; além da necessidade de reger a contínua prestação dos serviços entre elas. Mesmo que pudesse haver uma associação regulamentando as condições gerais da interoperabilidade, ainda assim seria necessária a formalização de contratos entre as IMFs para cada interoperabilidade, o que potencialmente poderia tornar mais difícil a supervisão pelo BCB.

Contudo, a adoção de um contrato para formalizar a autorregulação carrega também seus contrapontos.

O primeiro deles é que se trará para a autorregulação o problema da incerteza e incompletude contratuais, consoante o que já é observado em outros setores regulados⁵. Assim como em qualquer contrato, a convenção não é capaz

⁵ A incompletude contratual é problema já conhecido nos setores de infraestrutura e serviços públicos submetidos a contratos de concessão. Nestes

de prever completamente, no momento inicial, todas as circunstâncias e eventos que podem ocorrer durante a execução contratual, o que deixa as partes sujeitas a incertezas no longo prazo.

Considerando que fizeram vultosos investimentos específicos e irre recuperáveis para concretizar a interoperabilidade (*sunk costs*), as partes muito dificilmente denunciariam a convenção diante de dificuldades imprevistas. Estarão de certa forma presas neste acordo e, ao mesmo tempo, sujeitas a comportamentos oportunistas de seus co-contratantes. Isso implicará a necessidade cooperação entre partes para os ajustes contínuos na convenção, visando o favorecimento das IMFs e do mercado. Em boa dose a solução para isto estará na governança da convenção, conforme aludimos adiante.

O segundo ponto a salientar é que o formato contratual poderia dificultar o *enforcement* das previsões da autorregulação. A princípio, apenas os convenientes teriam direito de exigir diretamente o cumprimento da convenção, o que pode abrir espaço para comportamentos em que as entidades mutuamente se abstêm de demandar o cumprimento de provisões, na expectativa de se resguardar de exigências contrapostas por seus pares⁶. A assimetria informacional entre os agentes regulados e o regulador dificulta o sancionamento a esse tipo de comportamento “corporativista” e pode ter efeitos negativos sobre o mercado.

Igualmente, não seria possível aos demais agentes de mercado (outras IMFs não partícipes daquela convenção ou outros agentes impactados, como instituições financeiras que acessam as IMFs) exigir judicial ou administrativamente o cumprimento de um contrato do qual não fazem parte. Nem lhes seria possível demandar ou participar de processos de revisão da autorregulação. Neste ponto, surge a exigência de *accountability*, adiante exposta.

A natureza contratual, no presente caso, é diferente de outras opções de estruturação que a Administração poderia escolher para a autorregulação regulada. Devem ser ponderados os seus desafios, como a incompletude contratual e a dificuldade de *enforcement*, muito embora o modelo seja apropriado para disciplinar a prestação mútua de serviços de interoperabilidade.

casos, igualmente se verifica que eventos futuros incertos ocorrerão, para cuja solução será necessária a mutabilidade do contrato. Vide: (NÓBREGA, 2019)

⁶ “Finalmente, independente de considerações teóricas, as entidades de autorregulação são estimadas de terem um histórico ruim de garantia de cumprimento de suas previsões em face de membros desobedientes”.(OGUS, 1995, p. 99)

Accountability e transparência

Consoante foi demonstrado, há uma transferência de responsabilidades da regulação para a autorregulação, sendo esta última cada vez mais responsável por competências com impacto para o mercado e para a boa consecução da política pública. Os agentes regulados terão de se atentar cada vez mais ao interesse público e aos interesses de terceiros na elaboração da autorregulação, e assim o fazem por determinação do próprio regulador.

Como decorrência, a autorregulação poderá enfrentar problemas de legitimidade em uma perspectiva mais ampla, na medida em que se reporta ao interesse público, devendo suas escolhas serem publicamente justificadas e protegidas contra imposições arbitrárias.

Afinal, como garantir que a autorregulação, sob comando de agentes de mercado, está defendendo adequadamente os interesses públicos? A crítica é, justamente, de que a autorregulação pode vir a não ser *accountable* pelos meios democráticos (BALDWIN; CAVE; LODGE, 2012, p. 142).

A delegação de competências para a autorregulação não poderia importar na abstenção da supervisão pelo poder público, nem na opacidade e arbitrariedade de suas decisões. Deve haver transparência e *accountability* dos agentes regulados em sua atividade normativa de autorregulação e efetivamente existem restrições e controles sobre ela.

Para tanto, as normativas do BCB sobre a autorregulação da interoperabilidade preveem medidas de transparência, como: (i) a elaboração da convenção deverá contar com a participação do próprio BCB e de associações representativas de instituições interessadas, como instituições financeiras, fundos de investimento, instituições de pagamento, entre outras, (ii) publicação, na internet, de versões vigentes e históricas da convenção e dos manuais técnicos, informações estatísticas do funcionamento da interoperabilidade, (iii) comunicação e/ou aprovação do BCB das alterações na Convenção.

Além destas medidas regulatórias, os próprios agentes de mercado envolvidos no ecossistema das IMFs acabam por exigir atualizações e acompanhamento dos temas pertinentes à autorregulação. Assim se faz, usualmente, por práticas de advocacy de entidades associativas do setor em que se exige a transparência e prestação de contas por parte das IMFs.

Podem haver aparente contrassenso conceitual na exigência de *accountability* por parte das IMFs, vez que submete as atuações de agentes privados ao escrutínio e a sujeições típicas de direito público, usualmente aplicáveis ao processo normativo de entidades públicas. Mas, além das aparências, o que se verifica é um fenômeno de administrativização das relações privadas, em que essas sujeições são estendidas além da Administração Pública,

tendo em vista a relevância da atividade autorreguladora privada para o interesse público (OTERO, 2017).

Em que pese a validade do requisito de *accountability*, este também deve ser ponderado. Não seria possível submeter toda a atuação autorreguladora ou da interoperabilidade a consultas públicas formais e obrigatórias, por exemplo, tal como é esperado das agências reguladoras. É preciso verificar se a questão tratada é pertinente apenas aos agentes regulados ou se toca mais diretamente ao exercício de competências tipicamente públicas ou se há afetação à política pública do setor. Isso vale não só para o *accountability* perante o regulador e o mercado, mas também quanto à responsabilização perante o Poder Judiciário, que terá de definir se adentra ou não ao mérito da questão (BALDWIN; CAVE; LODGE, 2012, p. 143).

Deve-se ter em conta que os agentes regulados que elaboram a convenção é que serão os reais provedores dos serviços e responderão pela interoperabilidade perante o regulador e o ecossistema, arcando com os custos de boas ou más decisões na definição da autorregulação. Nada mais natural, porém, que sejam os detentores da capacidade de definir o conteúdo da autorregulação necessária para implementação e regramento da interoperabilidade, respeitada a regulação.

O requisito de *accountability*, portanto, decorre da relevância das questões tratadas no seio da autorregulação regulada, de sorte que não seria possível permitir uma “fuga para o direito privado” em detrimento da transparência da política pública. O cuidado a ser aplicado é de se ponderar a extensão do *accountability*, considerando-se também natureza privada dessas atividades e as questões pertinentes apenas aos convenientes.

DESAFIOS PRÁTICOS NA IMPLEMENTAÇÃO DA AUTORREGULAÇÃO

Interações entre regulador e agentes autorregulados

Entre os campos da regulação e da autorregulação existirão interações, seja por meio de instrumentos formais ou informais, o que pode ensejar dinâmicas de mútua influência, de cooperação e/ou de disputa entre regulador e agentes regulados (DIAS; BECUE, 2012).

Quanto aos instrumentos formais, a própria regulação prevê que o BCB: i) aprovará a convenção de interoperabilidade, ii) poderá determinar a alteração da convenção a qualquer tempo, iii) exigirá relatório sobre o funcionamento da autorregulação tarifária da interoperabilidade, iv) deterá poderes de supervisão sobre as IMFs e sobre a autorregulação.

Ademais, a todo momento o regulador terá a competência de promover alterações normativas que expandam ou reduzam o escopo da própria regulação

e da autorregulação. Por exemplo, no sentido da expansão da regulação, a edição da Resolução BCB n. 264/2022, que incorporou o texto da revogada Circular BCB n. 3.952/2019, acrescentou-lhe outras novas disposições que passaram a regulamentar temas que antes estavam completamente atribuídos à autorregulação.⁷ Igualmente, essa resolução criou novas obrigações para a autorregulação que não constavam anteriormente e que, eventualmente, poderiam ter sido incorporadas pela própria regulação.⁸

Sobre os instrumentos informais, deseja-se apontar para a *atuação administrativa informal*⁹: casos em que Administração atua fora dos quadros estritos dos instrumentos clássicos (atos, contratos ou regulamentos) e que não gera criação ou modificação de direitos. Essa informalidade pode ser identificada “com meios preparatórios ou alternativos de atuação, no âmbito de uma Administração consensual, harmonizando interesses e prevenindo resistências” (BITENCOURT NETO, 2017, p. 330).

É o que ocorre quando o BCB, na qualidade de supervisor, atua como mediador de conflitos e de interesses contidos nos processos de autorregulação ou quando estimula e direciona a evolução de autorregulação. Por meio de reuniões, ofícios e acompanhamento dos entes regulados, é viabilizado ao regulador repassar-lhes informações, emitir advertências ou recomendações. Em que pese estes poderes não estarem previstos na regulamentação, eles podem ser exercidos pela autarquia em meio às suas atividades de acompanhamento e supervisão do mercado.

⁷ Por meio da Res. BCB n. 264/22, o BCB passou a incluir e/ou detalhar na regulação os seguintes temas: (i) conciliação de dados entre IMFs entre elas e seus participantes - arts. 11, 15 e 16, (ii) contestações (reclamações) de participantes relacionadas ao registro, consulta, negociação e liquidação de recebíveis - arts. 12, 15 e 16, (iii) regramento detalhado sobre a transparência e aplicação de tarifas - arts. 17 e 18, (iv) conjunto mínimo de manuais técnicos da interoperabilidade - art. 18. (BRASIL, 2023a)

⁸ A Res. 264/22 cria a obrigação de que as entidades registradoras “relatórios mensais de avaliação do cumprimento, pelas instituições credenciadoras e pelos subcredenciadores a elas conectadas, das regras dispostas nesta Resolução” (art. 15, XII). Esta é uma nova obrigação imputada à autorregulação.

⁹ “A ação da administração não tem sido realizada exclusivamente dentro do caminho canonizado das formas legais, nem será no futuro. Ao lado da ação com forma jurídica, há a ação da administração material, que é realizada por meio de ações informais, que não são estruturadas juridicamente e têm como objetivo principal a obtenção de efeitos factuais.” (SCHMIDT-ASSMANN, 2003, p. 332)

Essas práticas dão ensejo ao que se pode chamar de “regulação relacional”. Embora este não seja um conceito amplamente definido na doutrina, quer-se descrever o cenário em que o regulador busca os objetivos da política pública por meio do manejo de seus relacionamentos (não imediatamente coercitivos) com os entes regulados, de forma complementar ou alternativa com outros instrumentos, como a regulação normativa, por incentivos ou sancionatória (LANCIERI, FILIPO MARIA; PFEFERMAN, 2010). Poder-se-ia dizer que a regulação relacional é uma dimensão do *soft power* já conhecido pelos reguladores e pela doutrina (BINENBOJM, 2016).

Esta via ocorre porque “dificilmente a regulação financeira é capaz de abordar normativamente todos os pontos-chave do mercado, seja por falta de vontade (um regulador capturado[...]), seja por falta de capacidade” (LANCIERI, FILIPO MARIA; PFEFERMAN, 2010, p. 16). Mesmo que a agência reguladora estipulasse em norma todos os meios e fins desejados, não seria possível assegurar a plena conformidade do mercado, nem o atingimento dos benefícios esperados. Por isso, faz-se necessário empregar outras estratégias para induzir a mudança desejada no mercado.

Portanto, entende-se viável que o BCB intervenha informalmente junto aos agentes regulados e, assim, atue sobre a autorregulação, mesmo sem a aplicação direta dos normativos. Por meio do uso do relacionamento regulador-regulado, busca-se a alteração das condutas e das estruturas desejadas pelo regulador, sem que para isso seja necessária a normatização do tema. Pode ocorrer que a expressão, pelo regulador, de seu desejo de mudança já seja incentivo suficiente para que os agentes regulados se adiantem e se adequem, para evitar ulterior normatização (BLACK, 2001; LANCIERI, FILIPO MARIA; PFEFERMAN, 2010).

Por sua parte, os agentes regulados também podem interagir com a regulação, mediante a adoção de comportamentos ou a modificação da autorregulação. Cite-se, assim, a adoção de instrumentos formais, como: (i) a alteração da Convenção, por iniciativa própria dos convenientes, (ii) o envio de relatórios e comunicações ao regulador sobre o estado da interoperabilidade, (iii) o questionamento judicial da legalidade dos atos regulatórios. De uma perspectiva de atuação informal, os agentes regulados também poderiam se manifestar no seio do relacionamento com o regulador para endereçar ou reagir demandas, ou ainda utilizar a imprensa ou associações de classe como forma de pressão.

Por meio das formas descritas de interação entre regulador e agentes regulados, pode haver uma série de dinâmicas de cunho político entre esses dois polos, seja em sentido cooperativo ou competitivo. Abaixo citamos casos de possíveis interações:

1. Regulador delega novos assuntos para a autorregulação: mediante exercício de sua competência normativa, o regulador pode fazer tal imposição. Também é possível fazê-lo mediante a exigência de alteração da convenção. Potencialmente, tratam-se de casos em que o regulador opta por não normatizar ele mesmo, vistos os riscos (assimetria informacional, p. ex.) e os custos institucionais. Exemplo: delegação para monitoramento de credenciadoras e subcredenciadoras na Res. 264/22.

2. Agentes regulados disciplinam novos assuntos para evitar a normatização: a literatura menciona casos, por exemplo, em que a autorregulação passa a tratar de temas antes ausentes, em uma tentativa de controlá-lo e evitar a regulação administrativa (BLACK, 2001; DIAS; BECUE, 2012).

3. Agentes regulados solicitam a normatização: casos em que a autorregulação prefere não disciplinar ou não consegue disciplinar o tema, sendo necessária a regulação externa. Pode se tratar de caso em que o tema demanda a regulação de comportamento de agentes não submetidos à autorregulação ou caso em que há riscos para a autorregulação. Exemplo: disciplina dos contratos de promessa de cessão, conforme Res. 349/23, cuja regulamentação derivou de “dúvidas e questionamentos [...] entre credenciadores, financiadores e sistemas de registro” (BRASIL, 2023e).

4. Regulador e os agentes regulados cooperam para um mesmo fim: casos em que há alinhamento de interesses entre os dois polos, cada qual podendo aplicar os meios que lhe são próprios para obtenção do resultado desejado. Exemplo: superação dos problemas iniciais na implementação da interoperabilidade de recebíveis de arranjos de pagamentos¹⁰.

5. Agentes regulados solicitam direcionamento ao regulador: por meio do relacionamento entre as partes, é possibilitado aos agentes regulados se aconselharem junto ao regulador sobre a evolução da autorregulação, inclusive como forma de superar divergências e conflitos de interesses.

Para além da existência de campos apartados entre a regulação e a autorregulação, haverá, portanto, uma série de interações entre esses agentes, de forma a expressar e acomodar os diferentes interesses dos grupos envolvidos no mercado.

¹⁰ “Registro de recebíveis derrapa na implantação”. Valor Econômico, 14 jul. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/07/14/registro-de-recebiveis-derrapa-na-implantacao.ghtml>. Acesso em: 08 dez. 2023.

Governança da convenção

O fato de a autorregulação estar formalizada em um contrato difere de outros modelos, cada qual com suas características de desafios próprios. Conforme explicitado, a estrutura regulatória adotada traz consigo questões referentes a dificuldades de *enforcement*, *accountability* e de contínua evolução diante da incompletude contratual. Como decorrência destas questões, conduz-se à necessidade de estabelecimento de uma estrutura de governança sólida como parte da convenção.

A governança deve ser capaz de permitir a gestão dos assuntos pertinentes à gestão da interoperabilidade e evolução da Convenção, bem como capaz de aplicar e legitimar a autorregulação perante o mercado e perante os próprios convenientes.

A exigência de uma estrutura de governança consta na Resolução BCB n. 304/2023, que regulamenta o funcionamento das IMFs no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). O seu artigo 173 prevê que as IMFs devem instituir tal estrutura, sendo responsável por diversos assuntos, dos quais destacamos: (i) a resolução de divergências e disputas, (ii) monitoramento do cumprimento da autorregulação, (iii) aplicação de penalidades, (iv) definição da autorregulação tarifária, (v) padronizações técnicas, (vi) monitoramento do funcionamento da interoperabilidade, entre outros (BRASIL, 2023b).

Essa estrutura de governança deverá ainda ser dotada de um regimento interno que disponha sobre a organização e funcionamento de seus órgãos, sistemática de custeio das atividades, política de admissão de integrantes e mecanismos de mitigação de conflitos de interesses (art. 173, 3º).

A partir do disposto na Resolução, a governança terá como missão a gestão dos mecanismos de interoperabilidade que são criados e regulamentados pela Convenção. Trata-se, assim, da gestão da própria execução do contrato. Isso incluirá, por exemplo, a definição e atualização de requisitos operacionais, solução de mal funcionamento (incidentes operacionais), contratação de fornecedores, entre outras questões de ordem prática na operação dos mecanismos de interoperabilidade.

Também é a governança quem será responsável por endereçar os problemas decorrentes da incompletude contratual. Durante a execução da convenção, surgirão situações imprevistas e que extrapolam as previsões contratuais, exigindo a atualização do contrato. Onde se fala em solução de casos omissos e divergências, da solução de disputas entre os convenientes, além da própria alteração da convenção e dos manuais técnicos da interoperabilidade.

Por fim, a implementação de órgãos e instrumentos de governança teria, por fim, o benefício de viabilizar um processo equitativo (*fairness of procedures*) que permite às próprias IMFs, ao regulador e a entes externos

verificarem a correção da tomada de decisões vinculantes pelos convenientes (BALDWIN; CAVE; LODGE, 2012).

De se destacar, portanto, o difícil, mas essencial papel que a governança exerce na autorregulação. Ela será responsável por ser o canal formal para manifestação e equalização dos diferentes grupos de interesses atuantes e afetados na interoperabilidade, ao mesmo tempo que será o instrumento empregado para a gestão dos assuntos corriqueiros associados ao funcionamento e melhoria da interoperabilidade.

Autorregulação técnica e seus impactos no mercado

Por definição das citadas normativas do BCB, cabe à convenção estabelecer a autorregulação técnica, isto é, uma série de procedimentos operacionais, padronizações tecnológicas, condições de acesso aos sistemas e regras de negócio para funcionamento dos sistemas.

O regramento destes aspectos técnicos deve viabilizar o funcionamento da interoperabilidade, permitindo a troca de informações entre diferentes empresas concorrentes, de forma fluida e padronizada, sem que existam diferenças significativas aos usuários, qualquer seja a ponta da rede acessada. Aliás, consoante explora Daclin et al (2008, p. 12874), esse processo de interoperabilidade demandará a superação de barreiras conceituais, organizacionais e tecnológicas entre as empresas, em prol de um modelo padronizado e integrado de executar o serviço.

Embora muitas vezes a regulação técnica seja tida como detalhe operacional e indiferente ao ponto de vista jurídico, deve ser apontado que as escolhas feitas pelos agentes regulados quanto aos quesitos tecnológicos e operacionais da interoperabilidade não são neutras e tem impacto relevante sobre as condições do mercado e o atingimento das finalidades da política pública.

Basta dizer que a escolha da tecnologia e da natureza dos procedimentos operacionais que serão empregados pode ter a capacidade de enviesar as condições concorrenciais de exploração daquele serviço, favorecendo ou dificultando o acesso por determinadas empresas. Por exemplo, tecnologias muito específicas e com custos de implementação muito altos podem ensejar barreiras de entrada para concorrentes de menor porte, notadamente quando se considera que o mercado de IMFs é intensivo em investimentos de capital. Em outro cenário, cogite-se que a adoção de uma padronização tecnológica poderia vir a favorecer determinado tipo de transação ou de *player* no mercado que opera o ativo financeiro registrado.

Dois estudos internacionais demonstram preocupações neste sentido.

O primeiro estudo envolve o desenvolvimento de padrões tecnológicos no Open Banking do Reino Unido, em que se demonstrou que a standardização afeta a arquitetura da indústria, isto é, afeta o papel desempenhado pelos diferentes *players* e qual o ganho de cada um deles, o que certamente resulta em “vencedores e perdedores” neste processo (DINÇKOL; OZCAN; ZACHARIADIS, 2023).

Se os próprios *players* é quem estão responsáveis pela definição destes standards técnicos, é natural que eles busquem ganho de valor, sinergias ou vantagens competitivas neste processo – e, aliás, é a busca destes ganhos que fundamenta a autorregulação. A autorregulação técnica, assim, poderá ser o resultado das dinâmicas políticas e econômicas entre os diferentes grupos de interesses atuantes naquele contexto (os próprios agentes autoregulados ou terceiros afetados¹¹), como exposto pela *public choice theory* (OGUS, 1995).

O segundo estudo explora como a interoperabilidade das câmaras de compensação e dos depositários de valores mobiliários dos Estados Unidos serviu para a consolidação do poder de mercado das empresas incumbentes (AWREY; MACEY, 2021). Isso representa uma contradição em termos com o intuito pró-competitivo da interoperabilidade e, por isso, inspira atenção dos reguladores.

Os autores argumentam três razões principais para esse efeito anticompetitivo: (i) altos custos fixos da interconexão impuseram um ônus desproporcional para empresas entrantes, (ii) ritmo de evolução e inovação do mercado dependia das implementações das empresas incumbentes, o que eventualmente significava na realização obrigatória de investimentos pelas empresas entrantes, e (iii) restrições à concorrência impostas pelos requisitos técnicos da interoperabilidade que dificultavam a diferenciação dos produtos e serviços.

O estudo americano também explora implicações para a política pública regulatória. É ressaltado que os custos fixos de construção e manutenção da infraestrutura da interoperabilidade “sejam alocados de uma forma que não gere efeitos anticompetitivos” (AWREY; MACEY, 2021, p. 44), mas de forma equitativa entre os participantes. Isso inclui os custos diretos e divisíveis, assim como custos indiretos e indivisíveis que sejam aproveitados pela estrutura da

¹¹ Conforme salientado no item sobre *accountability*, a própria regulação prevê um canal para a interveniência de terceiros afetados pela interoperabilidade entre IMFs, como as instituições financeiras, instituições de pagamentos e fundos de investimentos.

interoperabilidade (e.g., o processamento interno de informações pelas IMFs). Nesse sentido, estruturas de custos proporcionais ao uso seriam valiosas.

Quanto à governança, o estudo sugere que “órgãos reguladores devem considerar o uso de acordos de governança colaborativa projetados para garantir que as empresas dominantes não possam conduzir unilateralmente a direção e o ritmo da inovação e do investimento na rede” (AWREY; MACEY, 2021, p. 45). Para tanto, uma estrutura em que cada empresa participante detém um voto pode ser um bom empecilho à apropriação da governança pelas empresas incumbentes.

Em contrapartida a essas precauções sobre a autorregulação técnica, também não parece viável que o próprio BCB defina todo o *framework* tecnológico e o estabeleça via regulação às IMFs, na busca de evitar a captura da autorregulação técnica pelos agentes econômicos – como se o próprio regulador estivesse isento de captura. Como efeitos deletérios, esta opção poderia engessar a escolha tecnológica e atrasar a inovação, além de dificultar ganhos de eficiências pelos *players*, na contramão da busca por inovação e competição¹².

O desafio, então, está em ponderar a delegação à autorregulação o estabelecimento de quesitos técnicos da interoperabilidade com o risco conflito de interesses nestas decisões ou que estas reflitam exclusivamente os interesses das entidades que elaboraram a autorregulação. Isso é especialmente relevante porque haverá assimetria informacional entre os agentes regulados e o regulador, que muito dificilmente conhecerá tanto a tecnologia e as especificidades do negócio quanto os primeiros.

Ressalta-se, como visto, a importância que fica atribuída para a autorregulação, uma vez que esta terá a capacidade de determinar a arquitetura do mercado ao tomar decisões estruturantes sobre a forma de execução dos serviços das IMFs, com impacto sensível para o interesse público. Caberá aos meios de *accountability* e à supervisão do BCB ponderar as decisões dos agentes regulados, em benefício de todo o mercado.

¹² O referido estudo britânico aponta, como exceção, que a intervenção mais direta do regulador pode ser crucial em mercados maduros, em que a padronização tecnológica e o acesso à infraestrutura contrariam os incentivos econômicos da empresa incumbente e que precisam de uma definição externa para que avancem. (DINÇKOL; OZCAN; ZACHARIADIS, 2023) Essa exceção, porém, não se aplica diretamente no caso de interoperabilidade sob estudo porque os sistemas ainda não existem e suas tecnologias estão sendo definidas simultaneamente por todos os *players*.

Dificuldades de autorregulação econômica

Sendo a interoperabilidade uma exigência regulatória, dá-se lugar a uma contratação obrigatória entre empresas concorrentes para que ajustem a prestação de serviços umas às outras e é exatamente em função destas obrigatoriedades que a regulação estipula e supervisiona a convenção entre as IMFs. Na doutrina afeta à serviços de infraestruturas, este efeito é conhecido com a regulação de acesso a instalações essenciais.¹³

Essa contratação obrigatória cria uma situação econômica típica de monopólio, em que uma IMF se vê constrangida a adquirir (e oferecer) serviços a outra empresa. Isso abre espaço para comportamentos oportunistas, tais como a elevação de preços acima dos preços de equilíbrio, uma vez que seu contratante não terá opções substitutas para realizar a transação, nem poderá deixar de realiza-la em função da obrigação regulatória.

Dê-se o exemplo da realização de operações de constituição de ônus ou gravames sobre recebíveis de arranjos de pagamento. Consoante determina a Convenção entre Entidades Registradoras¹⁴, prevista na Res. 264/22 e aprovada pelo BCB, os recebíveis devem ser registrados exclusivamente em uma das IMFs, como forma de assegurar a unicidade do ativo financeiro¹⁵. Dessa forma, qualquer participante do mercado que desejar constituir ônus ou gravames sobre esse recebível obrigatoriamente terá de acessar aquela determinada IMF e arcar com o preço estipulado (LIMA, 2021). A realização da operação junto aos sistemas de registro é obrigatória e apenas uma determinada IMF (onde o ativo está registrado) poderá averbar aquela transação, sem concorrência, ainda que a

¹³ “De acordo com tal doutrina, o detentor de um ativo do qual outras empresas dependam para desenvolver suas respectivas atividades econômicas pode ser obrigado a fornecer a tais empresas o acesso a esse mesmo ativo caso se recuse voluntariamente a fazê-lo” (CASAGRANDE, 2010, p. 104)

¹⁴ Convenção Entre Entidades Registradoras – Recebíveis de Arranjos de Pagamento. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/spb_docs/entidades_registradoras/convencao_entre_entidades_registradoras_recebiveis_de_arranjos_de_pagamento.pdf

¹⁵ Conforme previsto na Res. BCB n. 304/23, artigo 162, os ativos financeiros só podem ser registrados ou depositados (conforme o caso) em uma única IMF, visando assegurar a unicidade das informações sobre aquele ativo, especialmente quanto à existência de ônus e gravames incidentes. A medida evita qualquer engano ou fraude sobre a condição do ativo. Com efeito deletério, essa obrigação de unicidade acaba por criar uma exclusividade sobre a realização de ônus e gravames no ativo, o que conduz a uma dinâmica monopolista. (BRASIL, 2023b)

transação tenha sido iniciada em outro sistema de registro e enviada via interoperabilidade

Contextos como este em que há falha de mercado estão tipicamente sujeitos a regulação econômica¹⁶. A regulação do BCB genericamente delega a definição da “estrutura de tarifas de interoperabilidade” para a convenção entre as entidades, sem descrever o modelo econômico ou tarifário a ser adotado, nem determinar os preços adotados.

A atribuição da questão tarifária para a autorregulação gera uma situação concorrencial e comercial delicada, na medida em que implica que empresas concorrentes definam regramentos de preços entre si, ainda que por ordem e sob supervisão do regulador. Assim como foi pontuado no item acima, há risco de conflito de interesses na definição da regulamentação tarifária, adotando-se metodologias prejudiciais à concorrência entre as empresas ou ao mercado.

Nesse passo, a autorregulação das registradoras de recebíveis de arranjos de pagamento, na versão inicial da Convenção, definiu um “modelo de preços próprios”, no qual as tarifas cobradas na interoperabilidade deverão ser as mesmas cobradas de seus participantes diretos (em regime de livre mercado). Foi noticiado que houve reações negativas ao modelo, o que levaria a um processo de sua revisão¹⁷.

¹⁶ Há falha de mercado quando os agentes econômicos não conseguem alocar recurso de forma eficiente (no caso, fazer a operação com o menor custo), o que ocasiona perda de bem-estar ao mercado. Isso pode ocorrer por quatro razões principais: exercício de poder de mercado, externalidades, bens não-rivais e assimetrias informacionais. Uma falha de mercado pode ser considerada justificativa para a intervenção regulatória. (BALDWIN; CAVE; LODGE, 2010, p. 23).

¹⁷ Conforme noticiado na imprensa, a autorregulação tarifária passou por processo de revisão, diante de questionamento do mercado sobre os preços cobrados: “Impasse sobre preços praticados por registradoras de recebíveis permanece”. Valor Econômico, 13 jul. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/07/13/impasse-sobre-precos-praticados-por-registradoras-de-recebiveis-permanece.ghtml>. Acesso em: 08 dez. 2023. “Registro de recebíveis avança, mas crédito à PME ainda é desafio”. Valor Econômico, 07 jun. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/06/07/registro-de-recebiveis-avanca-mas-credito-a-pme-ainda-e-desafio.ghtml>. Acesso em: 08 dez. 2023. “Nova regra para recebíveis de cartão busca aparar arestas”. Valor Econômico, 12 dez. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/12/12/nova-regra-para-recebiveis-de-cartao-busca-aparar-arestas.ghtml>. Acesso em: 08 dez. 2023. “Registro de recebíveis derrapa na implantação”. Valor Econômico, 14 jul. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/07/14/registro-de-recebiveis-derrapa-na-implantacao.ghtml>. Acesso em: 08 dez. 2023.

A regulação administrativa neste ponto evoluiu recentemente, à luz dos aprendizados obtidos com a revisão da autorregulação tarifária na interoperabilidade entre registradoras de recebíveis de arranjos de pagamentos, que foi a primeira oportunidade em que este formato de autorregulação regulada foi testado no mercado.

As normativas das Res. 264/23 e Res. 308/23 inovaram nas previsões sobre a questão tarifária e, além da previsão genérica acima comentada, passaram a prever: (i) critérios de transparência e isonomia das tarifas, (ii) definição de metodologia comum para definição de tarifas e (iii) padronização de formas de cobranças das tarifas (BRASIL, 2023a, c)

De forma ainda mais detalhada, a Res. 339/23, aplicável à interoperabilidade de duplicatas escriturais, prevê que a estrutura tarifária deve atender à “recuperação de custos operacionais e de capital associados aos serviços de interoperabilidade”. Com este princípio, o regulador determinou de forma mais específica a metodologia a ser adotada na definição das tarifas, auxiliando a superação de potenciais divergências entre as IMFs quanto ao modelo tarifário a ser adotado¹⁸ (BRASIL, 2023d).

Seguindo-se a essas tendências da regulação administrativa, a convenção entre registradoras de recebíveis de arranjos de pagamentos foi revisada e publicada em 16 de fevereiro de 2024. Em seu Anexo II, é indicado que é adotado um modelo de preço máximo (price cap) com fato de redução temporal (Fator X) que cubra os custos operacionais e de capital, descrito da seguinte forma:

A tarifa máxima para cada evento tarifário foi estabelecida com base em dados de volumetrias operacionais, custos operacionais e remuneração de capital das Signatárias de serviços de interoperabilidade, entre janeiro e junho de 2023, conforme apuradas por consultoria econômico-financeira conjuntamente contratada pelas Signatárias.

A tarifa máxima de cada evento tarifário adotará fator de redução no tempo (“Fator X”), aplicado anualmente, durante três anos. O Fator X é um mecanismo para promover e compartilhar ganhos esperados de eficiência com o usuário final. A aferição da distância média das empresas no mercado

¹⁸ Essas divergências podem surgir em razão dos diferentes modelos tarifários, cada qual com seus *players* favorecidos. Por exemplo, entre os modelos seria possível cogitar: (i) ressarcimento de custos operacionais e de capital, (ii) ressarcimento apenas de custos operacionais, (iii) preços próprios, (iv) gratuidade da interoperabilidade.

em relação à fronteira de eficiência será realizada pelo Modelo DEA (Análise Envolvória de Dados). (BRASIL, 2024, p. 63)

Este modelo é aplicável apenas para as transações na interoperabilidade, justamente onde está a regulação e a falha de mercado, ao passo que as transações com os clientes de cada registradora (dita “tarifação de borda”) permanece livre, ressalvado o disposto no artigo 17, IV da Res. 264/23. Para assegurar a redução de custos, é previsto que cada registradora assume o compromisso de que as tabelas de preços do ano de 2024 não representem aumento do custo total da interoperabilidade, conforme estimativas realizadas. Contudo, a tarifa máxima não consta no texto da Convenção.

A convenção ainda menciona que foi contratada consultoria econômico-financeira para realização dos estudos, mediante contratação conjunta entre as registradoras. Esta opção demonstra uma solução para equacionar os riscos concorrenciais desse projeto, vez que permite o tratamento de dados sensíveis (relativos à custos, faturamento ou clientela) por ente terceiro e isento, assim impedindo que uma empresa obtenha dados das demais. Da mesma forma, assegura a tecnicidade do modelo e aplicação das melhores práticas de mercado.

Esta evolução na regulação e na autorregulação parece ser favorável ao estipular a recuperação de custos, em linha com práticas da regulação econômica de outros setores, como rodoviário, saneamento ou elétrico. Consoante Lucinda (2010, p. 226), há consenso na literatura econômica para que as tarifas reguladas reflitam os custos das empresas, em especial os custos operacionais (associados à provisão direta do produto) e custos de capital (remuneração do investidor pelo empreendimento), ainda que se possa discutir a melhor metodologia de apuração desses custos.

Considerando o caráter muitas vezes monopolístico encontrado na interoperabilidade, outras opções de regulação econômica que poderiam ensejar o aumento indevido de preços ao mercado (pela exploração de poder de mercado pelas IMFs¹⁹) ou até o subdimensionamento dos preços/custos, em detrimento da qualidade do serviço ou da competição no mercado.

Os temas econômicos e tarifários são, portanto, desafios para a autorregulação, na medida em que são sensíveis do ponto de vista concorrencial e podem ter repercussões mais amplas para o mercado, como a geração de poder de mercado para alguns agentes, o aumento de preços indevidos ou,

¹⁹ Poder de mercado significa a capacidade que uma empresa tem de aumentar sistematicamente preços acima do nível competitivo, sem perder a carteira de clientes. Isso ocorre de forma prejudicial em situações em que há monopólio ou oligopólio, diante da ausência de opções alternativas para os consumidores. (BALDWIN; CAVE; LODGE, 2010, p. 23)

reversamente, o desestímulo na exploração da atividade. A solução proposta pelo BCB na Res. 339/23, ao prever o ressarcimento de custos operacionais e de capital, parece ser uma boa guia para o desenvolvimento do setor.

CONCLUSÕES

A autorregulação regulada é uma variação nas formas de intervenção do estado na economia, no sentido de uma intervenção mais indireta e indutiva, com maior espaço à atuação dos agentes econômicos. Ao mesmo tempo, representa também um temperamento nas políticas de desregulação que foram observadas nas últimas décadas, na medida em que preserva o campo de supervisão estatal, via regulação administrativa.

Especificamente quanto ao contexto das infraestruturas de mercado financeiro no Brasil, este arranjo regulatório dá sinais de ser a escolha de estruturação do BCB. Desde 2019, com a Circular BCB n. 3.952/2019 (agora revogada e reeditada pela Res. BCB 264/2023) este arranjo tem sido reiteradamente aplicado e aprimorado pelo regulador, cujas implementações se estenderão nos próximos anos.

A autorregulação regulada representa uma virada conceitual frente a figuras típicas do direito administrativo. Confirma-se que, embora a autorregulação seja elaborada por agentes econômicos, há nela uma gama de interesses públicos e de terceiros a serem tutelados e satisfeitos. Da mesma forma, ela assume um papel central na regulamentação do setor, longe de um lugar meramente subsidiário perante a regulação administrativa.

A implementação desta modalidade regulatória no setor de IMFs no Brasil traz consigo riscos e desafios, tanto do ponto de vista teórico como pragmático, assim como em toda escolha regulatória.

Nos primeiros itens, foram destacadas questões teóricas como a divisão de competências entre a regulação e a autorregulação, com o que se demonstrou que a autorregulação, embora privada, tem relevância para a política pública e para o mercado. Em razão disso, ainda foi adicionada uma exigência de *accountability* da autorregulação. Também foi mencionada a natureza contratual escolhida para esta autorregulação, diferindo-a de modelos mais tradicionais formatados em torno de associações setoriais.

Do ponto de vista pragmático, pertinente à implementação deste modelo de autorregulação regulada, o primeiro aspecto trabalhado foi a respeito das interações entre regulador-regulados, de onde se percebeu um leque de possibilidades para comportamentos recíprocos. Foi salientada também a exigência e necessidade de uma estrutura de governança para a autorregulação, responsável por gerir conjuntamente a interoperabilidade e atualizar a convenção.

Olhando especificamente para a problemática da regulação técnica, concluiu-se pela dificuldade do tema, considerando os impactos das decisões tecnológicas sobre a arquitetura do mercado (condições de acesso à interoperabilidade e entrada no mercado), além da assimetria informacional entre regulador e agentes regulados e os conflitos de interesses entre estes. A autorregulação tarifária carrega desafios semelhantes, na medida em que serão as próprias empresas concorrentes quem definem a estrutura tarifária da interoperabilidade, em um ambiente econômico típico de monopólio.

A partir da perspectiva exploratória que coube a este trabalho, cabe concluir que o modelo apresenta boas condições de prosperar e obter os resultados desejados pela política pública.

O emprego da autorregulação neste contexto é favorável porque o BCB teria dificuldades institucionais para a definição de todos os aspectos que a interoperabilidade exige. Se bem que esta delegação de responsabilidades aos agentes regulados possa levar a um conflito de interesses na elaboração da autorregulação (como se mostra no caso da autorregulação técnica e tarifária), existem medidas de *accountability* e supervisão pelo regulador por meio de suas interações com a autorregulação (tanto formais quanto informais).

A escolha por uma estruturação contratual também se mostra adequada, haja vista que há a prestação mútua e obrigatória de serviços de interoperabilidade entre as IMFs, sendo necessária a formalização de um ajuste técnico e comercial entre as partes. A previsão regulatória de governança modula eventuais dificuldades da gestão deste contrato (embora continuem a existir).

As recentes normativas do BCB aqui analisadas e comentadas, ainda dependem de maior pesquisa por parte da doutrina brasileira, tanto do ponto de vista do Direito Administrativo, quanto do Direito Regulatório. Essas normativas e as dinâmicas políticas e econômicas existentes nas interações entre o regulador e os agentes regulados (e entre estes) poderão suscitar diferentes dúvidas e desafios para os quais se fará necessário o apoio da doutrina e sua reflexão quanto aos caminhos de melhoria contínua deste modelo. Como continuidade deste estudo, roga-se à academia a realização de pesquisas empíricas que possam trabalhar dados quantitativos e qualitativos (como entrevistas e análises documentais) sobre a implementação destas normativas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAUJO, J. S. G. DE. *Constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros realizadas em operações no âmbito do mercado financeiro*. 2017. 41 f. Insper, 2017.
- AWREY, Dan; MACEY, Joshua. Open Access, Interoperability, and the DTCC's Unexpected Path to Monopoly. **Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics**, v. 2021, n. 1025, 2021. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/1025>.
- BALDWIN, R.; CAVE, M.; LODGE, M. (Org.). *The Oxford Handbook of Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2010.
- BALDWIN, R.; CAVE, M.; LODGE, M. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Principles for financial market infrastructures*. Basileia: [s.n.], 2012.
- BINENBOJM, G. *Poder de polícia, ordenação, regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador*. Belo Horizonte: Fórum, 2016.
- BINENBOJM, G. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2014.
- BITENCOURT NETO, E. *Concertação Administrativa Interorgânica*. São Paulo: Almedina, 2017.
- BLACK, J. Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-Regulation in a “Post-Regulatory” World. *Current Legal Problems*, v. 54, n. 1, p. 103–146, 2001.
- BRASIL. Resolução n. 264, de 25 de novembro de 2023. , 2023 a.
- BRASIL. Resolução n. 304, de 20 de março de 2023. , 2023 b.
- BRASIL. Resolução n. 308, de 28 de março de 2023. , 2023 c.
- BRASIL. Resolução n. 339, de 24 de agosto de 2023. , 2023 d.
- BRASIL. *Voto 162/2023–BCB, de 30 de outubro de 2023 [Exposição de Motivos da Res. BCB n. 349]*. . Brasília: [s.n.]. Disponível em: <https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/2023162/Voto_do_BC_162_2023.pdf>. , 2023e
- ANTONACCI, L. *A autorregulação regulada da interoperabilidade entre infraestruturas de mercado financeiro*. *Revista de Direito Setorial e Regulatório*, v. 10, nº 2, p. 1-33, outubro de 2024.

- BRASIL. Convenção Entre Entidades Registradoras - Recebíveis de Arranjos de Pagamento, de 16 de fevereiro de 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/spb_docs/entidades_registradoras/convencao_entre_entidades_registradoras_recebeveis_de_arranjos_de_pagamento.pdf>
- CAFAGGI, F. LE RÔLE DES ACTEURS PRIVÉS DANS LES PROCESSUS DE RÉGULATION : PARTICIPATION, AUTORÉGULATION ET RÉGULATION PRIVÉE. *Revue française d'administration publique*, v. 109, n. 1, p. 23–35, 2004.
- CASAGRANDE, P. Regulação Pró-concorrencial de acesso a ativos de infraestrutura: regime jurídico e aspectos econômicos. In: SCHAPIRO, M. G. (Org.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Editora Saraiva, 2010. p. 96–133.
- DACLIN, N.; CHEN, D.; VALLESPER, B. Methodology for enterprise interoperability. *IFAC Proceedings Volumes (IFAC-PapersOnline)*, v. 17, p. 12873–12878, 2008.
- DEFANTI, F. Um ensaio sobre a autorregulação: características, classificações e exemplos práticos. *Revista de Direito Público da Economia - RDPE*, v. 16, n. n. 63, p. 149–181, 2018.
- DI NOIA, C.; FILIPPA, L. Looking for New Lenses: How Regulation Should Cope with the Financial Market Infrastructures Evolution. In: JENSHINRICH, B. (Org.). *Financial Market Infrastructure: Law and Regulation*. [S.l.: s.n.], 2021. .
- DIALLO, S. Y. *Towards a formal theory of interoperability*. 2010. 103 f. Old Dominion University, 2010.
- DIAS, L. A. R.; BECUE, S. M. F. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação. *Ridb*, v. 1, n. 12, p. 7357–7388, 2012. Disponível em: <http://cidp.pt/publicacoes/revistas/ridb/2012/12/2012_12_7357_7388.pdf>.
- DINÇKOL, D.; OZCAN, P.; ZACHARIADIS, M. Regulatory standards and consequences for industry architecture: the case of UK Open Bankin. *Research Policy*, n. 52, 2023.
- DIVER, Colin S. The Optimal Precision of Administrative Rules. **The Yale Law Journal**, v. 93, n. 1, p. 65–108, 1983. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/795774>>.

- FERRAN, E. *Evolution in Financial Market Infrastructure Governance*. . [S.l.: s.n.], 2018.
- FREITAS, R. V. DE. Os contratos privados celebrados por concessionários de serviços públicos e a sua regulação. *Interesse Público - IP*, v. 101, p. 219–240, 2017.
- GARDELLA, M. D. *Derecho Administrativo y autorregulación: la autorregulación regulada*. 2003. 688 f. Universitat de Girona, 2003.
- GARVIN, N. Central Counterparty Interoperability. *Bulletin*, v. June, p. 59–68, 2012.
- GONÇALVES, P. C. Estado de Garantia e Mercado. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, v. VII, p. 97–128, 2010. Disponível em:
<http://www.pedrocostagocalves.eu/PDF/estado_garantia_mercado.pdf>.
- GONÇALVES, P. C. Regulação Administrativa e Contrato. *Revista de Direito Público da Economia - RDPE*, v. 35, p. 105–141, 2011.
- JACHEMET, B. *A regulação dos pagamentos eletrônicos: interoperabilidade e desafios jurídicos*. 2018. 152 f. Fundação Getúlio Vargas, 2018.
- LANCIERI, FILIPO MARIA; PFEFERMAN, T. B. A Regulação Financeira e o Paradigma Second-Best. *Monografia vencedora do Prêmio BM&FBOVESPAFGV-SP*, 2010.
- LIMA, C. R. *Registro de operações de negociação com recebíveis e ônus sobre tais operações: análise da garantia da unicidade plena à luz das disposições da Circular nº 3.952/19*. 2021. 51 f. Insper, 2021.
- LUCINDA, C. Regulação tarifária: princípios introdutórios. In: SHAPIRO, M. G. (Org.). *Direito Econômico Regulatório*. São Paulo: Editora Saraiva, 2010. p. 213–235.
- MARQUES NETO, F. DE A. Regulação Estatal e Autorregulação na Economia Contemporânea. *Revista de Direito Público da Economia - RDPE*, n. 33, p. 79–94, 2011.
- NÓBREGA, M. Contratos incompletos e infraestruturas: contratos administrativos, concessões de serviços públicos e PPPs. *Revista Brasileira de Direito Público*, v. 25, 2019.
- OGUS, A. Rethinking Self-Regulation. *Oxford Journal University Press*, v. 15, p. 97–108, 1995.
- ANTONACCI, L. *A autorregulação regulada da interoperabilidade entre infraestruturas de mercado financeiro*. *Revista de Direito Setorial e Regulatório*, v. 10, nº 2, p. 1-33, outubro de 2024.

- OTERO, P. *Legalidade e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 2017.
- SCHMIDT-ASSMANN, E. *La teoría general del derecho administrativo como sistema: objeto y fundamentos de la construcción sistemática*. Barcelona: Marcial Pons, 2003.
- STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, n. 1, p. 3–21, 1971.
Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3003160>>.
- WISHNICK, D. A. Reengineering Financial Market Infrastructure. *Minnesota Law Review*, v. 105, n. 5, p. 2379–2441, 2020.

Journal of Law and Regulation
Revista de Direito Setorial e Regulatório

Contact:

Universidade de Brasília - Faculdade de Direito - Núcleo de Direito Setorial e Regulatório
Campus Universitário de Brasília
Brasília, DF, CEP 70919-970
Caixa Postal 04413

Phone: +55(61)3107-2683/2688

E-mail: ndsr@unb.br

Submissions are welcome at: <https://periodicos.unb.br/index.php/RDSR>