

**FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**TESE DE LÁUREA**

Thássila Victória Nogueira - 11288617

**(AS)SIMETRIA REGULATÓRIA NO SISTEMA FINANCEIRO  
NACIONAL:**

**o Dilema entre Inovação, Concorrência e Higidez**

**SÃO PAULO**

**2023**

THÁSSILA VICTÓRIA NOGUEIRA

Nº USP 11288617

**(AS)SIMETRIA REGULATÓRIA NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL:  
o Dilema entre Inovação, Concorrência e Higidez**

Tese de Láurea a ser apresentada na conclusão  
do curso de Bacharel em Direito pela Faculdade  
de Direito da Universidade de São Paulo sob  
orientação do Departamento de Direito  
Econômico e Financeiro - DEF.

Orientadora: Prof. Dr. Diogo Rosenthal Coutinho

SÃO PAULO

2023

## **RESUMO**

O presente trabalho busca analisar de maneira crítica as recentes alterações regulatórias promovidas pelo Banco Central do Brasil no mercado de pagamentos com o objetivo de promover simetria regulatória no setor. A proposta é analisar o trabalho de balanceamento entre inovação, concorrência e higidez pelo regulador nestas mudanças, em especial considerando que os modelos de negócio e cenários de atuação destas instituições são, na realidade, assimétricos.

Para isso, este trabalho percorre temas como o contexto e histórico da regulação do mercado de pagamentos, os impactos do desenvolvimento do setor de pagamentos na sociedade, a definição de assimetria regulatória, as assimetrias entre as atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras e instituições de pagamento e os potenciais problemas e desafios envolvidos em tais medidas regulatórias.

**Palavras-chave:** Assimetria Regulatória. Instituições Financeiras. Instituições de Pagamento. Inovação. Concorrência. Higidez. Lei 12.865/13. Regulação Prudencial. Brasil.

## **ABSTRACT**

This work seeks to critically analyze the recent regulatory changes promoted by the Central Bank of Brazil in the payments market with the aim of promoting the regulatory symmetry in the sector. The proposal is to analyze the regulator's work on balancing innovation, competition and health in these changes, especially considering that the business models and operating scenarios of these institutions are, in reality, asymmetrical.

To this end, this work covers topics such as the context and history of payments market regulation, the impacts of the development of the payments sector on society, the definition of regulatory asymmetry, the asymmetries between the activities carried out by financial institutions and payment institutions and the potential problems and challenges involved in such regulatory measures.

**Keywords:** **Regulatory Asymmetry. Financial Institution. Payment Institutions. Innovation. Competition. Healthiness. Law 12,865/13. Prudential Regulation. Brazil.**

## SUMÁRIO

<b>I. INTRODUÇÃO</b>	<b>5</b>
<b>II. FOMENTANDO A CONCORRÊNCIA NO SPB</b>	<b>7</b>
II.1. A reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)	7
II.2. O novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)	8
II. 3. Fomento à concorrência e à inovação como pilares da atuação do BCB e seus impactos na sociedade	11
<b>III. O CONCEITO DE ASSIMETRIA REGULATÓRIA NO SISTEMA FINANCEIRO</b>	
<b>15</b>	
III. 1. O que é regulação assimétrica?	15
III.2. A assimetria regulatória como estratégia de regulação no SFN	18
<b>IV. APLICAÇÃO DA REGULAÇÃO PRUDENCIAL ÀS INSTITUIÇÕES DE PAGAMENTO: UMA SOLUÇÃO PARA (AS)SIMETRIA REGULATÓRIA?</b>	<b>19</b>
IV. 1. Histórico da regulação prudencial às instituições de pagamento	19
IV. 2. Principais diferenças entre instituições financeiras e instituições de pagamento	22
IV. 3. Potenciais problemas da nova regulação prudencial aplicável a instituições de pagamento	33
<b>V. CONCLUSÃO</b>	<b>41</b>
<b>VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>43</b>

## I. INTRODUÇÃO

Existe uma assimetria regulatória no mercado de serviços financeiros e de pagamentos. Essa assimetria pode ser observada de maneira clara ao nos referirmos à regulação prudencial do setor financeiro, uma vez que esta parte do pressuposto de que instituições de menor porte não precisam cumprir com as mesmas regras que as instituições de maior porte. Em outras palavras, embora as instituições financeiras sujeitas à regulação prudencial, muitas vezes, ofereçam o mesmo tipo de serviço e/ou produto financeiro, os requisitos prudenciais aplicáveis variam de acordo com o seu porte e a relevância de suas atividades internacionais.

Regimes regulatórios assimétricos têm sido cada vez mais comuns, tanto no Brasil como em outras jurisdições, tendo sido adotados nos mais diversos setores da economia, tais como telecomunicações, plataformas digitais e, claro, o mercado financeiro<sup>1</sup>. No entanto, mesmo com a proliferação da criação de regulações assimétricas nos mais diversos setores da economia e jurisdições, esses regimes não deixam de ser pauta de intensas discussões do mercado, o que leva à reflexão acerca do adequado equilíbrio da assimetria regulatória pelos reguladores.

Retornando ao setor financeiro e de pagamentos, observa-se intensa discussão acerca do regime regulatório assimétrico existente entre as instituições financeiras e as instituições de pagamento. De um lado, temos as instituições financeiras incumbentes, as quais alegam que o tratamento regulatório diferenciado dispensado às instituições de pagamento é prejudicial ao mercado, uma vez que tais instituições em nada se diferenciam dos bancos no que se refere aos produtos e serviços ofertados<sup>2</sup>. Por outro lado, as instituições de pagamento afirmam que a regulação assimétrica decorre da proporcionalidade da relação entre a regulação e os produtos e serviços ofertados por tais instituições, gerando, ainda, competição, fomento à inovação e inúmeros benefícios para a sociedade<sup>3</sup>.

Sob esta perspectiva, nos últimos anos o Banco Central do Brasil (“BCB”) vem realizando alterações substanciais na regulamentação aplicável às instituições de pagamento - tais como a mudança na sistemática de autorização prévia para o início das atividades das instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica e a nova regulação prudencial aplicável às instituições de pagamento, conforme explicadas nas seções seguintes.

<sup>1</sup> ANTUNES, Jonas. A regulamentação assimétrica no Brasil. 2011.

<sup>2</sup> Valor Investe. Febraban cita altos juros do Nubank e diz que fintechs gostam de ‘pagar meia entrada. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/09/20/febraban-cita-altos-juros-do-nubank-e-diz-que-fintechs-gostam-de-pagar-meia-entrada.ghtml>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

<sup>3</sup> Valor Investe. Em resposta a Febraban, associação de fintechs diz que imposto efetivo de bancos é menor. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/09/21/em-resposta-a-febraban-associacao-de-fintechs-diz-que-imposto-efetivo-de-bancos-e-menor.ghtml>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

Nesse sentido, o objetivo central do presente trabalho é analisar a balização realizada pelo BCB ao promover tais alterações regulatórias, buscando responder a seguinte pergunta: “as alterações regulatórias promovidas pelo BCB no mercado de pagamentos foram corretamente balanceadas e são a solução de uma assimetria regulatória prejudicial até então existente no mercado ou apenas alterações regulatórias em resposta aos pleitos realizados por determinado nicho do setor (no caso, pelas instituições financeiras incumbentes)?”

Para responder o questionamento elencado acima, o presente trabalho abordará temáticas como (i) o contexto e histórico da regulação do mercado de pagamentos, (ii) dados estatísticos acerca do impacto do desenvolvimento do setor de pagamentos na sociedade (incluindo a relação entre o aumento da concorrência no setor e a bancarização e inclusão financeira), (iii) a definição de assimetria regulatória como uma estratégia de regulação aplicada ao setor financeiro, (iv) as assimetrias entre as atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras e instituições de pagamento que justificam a assimetria regulatória existente tais instituições, e (v) os potenciais problemas e desafios envolvidos nas medidas regulatórias recentemente implementadas com o objetivo de atribuir maior simetria regulatória ao setor.

As análises acima partem, em primeiro lugar, de estudos da própria regulação do setor editada pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e pelo BCB, seguida por uma análise de dados estatísticos desse mercado publicados pelo próprio BCB e por pesquisas realizadas por agentes que integram o setor, tais como a inclusão financeira, bancarização e diminuição dos custos para a população. Além disso, o presente estudo também leva em consideração o cenário do próprio mercado de pagamentos, considerando os diversos modelos de negócio existentes e a atuação desses agentes de mercado.

Ao final, o presente estudo se propõe a realizar uma análise crítica das recentes alterações regulatórias promovidas na regulamentação de pagamentos, em especial no que se refere ao trabalho de balanceamento entre inovação, concorrência e higidez pelo regulador que, embora tenha sido considerado, poderia ter sido melhor balizado, uma vez que alguns aspectos da solução encontrada pelo regulador para trazer mais simetria regulatória ao mercado não consideram que os modelos de negócio e cenários de atuação destas instituições são, na realidade, assimétricos.

## II. FOMENTANDO A CONCORRÊNCIA NO SPB

### II.1. A reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)

A Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013 (“Lei 12.865/13”)<sup>4</sup> foi responsável pelas principais mudanças ocorridas na indústria de pagamento nos últimos anos. Para Cohen (2023, p. 23-24), a Lei 12.865/13 favoreceu o desenvolvimento do mercado de pagamentos no Brasil ao incluir, no ordenamento brasileiro, as figuras das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento, e outorgar ao BCB competências para adoção de medidas com o objetivo de promover a competição na prestação de serviços de pagamento<sup>5</sup> e para regular as atividades desempenhadas pelas instituições de pagamento e pelos arranjos de pagamento<sup>6</sup>.

No entanto, os estudos para a realização de uma reforma no sistema de pagamentos brasileiro começaram ainda em 1997, por meio da tradução e divulgação interna de um relatório do Comitê de Sistemas de Pagamento e Liquidação dos bancos centrais dos países do Grupo dos Dez – CSPL (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*)<sup>7</sup>, com o intuito de avaliar a implementação de um sistema de liquidação pelo valor bruto em tempo real (*Real Time Gross Settlement System*, em inglês), o qual foi implementado em 2001, a partir da Lei nº 10.214, de 27 de março desse mesmo ano (“Lei 10.214/01”)<sup>8</sup>, originando as regras de liquidação centralizada por meio do Sistema de Transferência de Reservas<sup>9</sup>.

Mesmo com as mudanças estruturais trazidas pela Lei 10.214/01, a necessidade de implementação de mudanças e de fomento da concorrência no sistema de pagamentos brasileiro continuou como uma das principais pautas de preocupação do BCB. Em maio de 2005, o BCB publica o estudo “Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo do Brasil”<sup>10</sup>, o qual “*descreve e analisa o sistema de pagamentos de varejo do Brasil com o propósito de obter os determinantes para a sua modernização e de subsidiar a definição de políticas e diretrizes sobre o tema*”.

---

<sup>4</sup> A Lei 12.865/13, dentre outros assuntos, dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).

<sup>5</sup> Vide art. 9º, inciso X, da Lei 12.865/13.

<sup>6</sup> Vide art. 9º, incisos I e II, da Lei 12.865/13.

<sup>7</sup> Banco de Compensações Internacionais. Sistemas de liquidação pelo valor bruto em tempo real. Basileia: BIS, 1997.

<sup>8</sup> Originada da Medida Provisória 2.115/16

<sup>9</sup> O Sistema de Transferência de Reservas (“STR”) é o coração do SPB, em que ocorre a liquidação final de todas as obrigações financeiras no Brasil. A transferência de fundos no STR é irrevogável, isto é, só é possível “desfazer” uma transação por meio de outra transação no sentido contrário. Além disso, para garantir a solidez do sistema, no STR não há possibilidade de lançamentos a descoberto (não se admite saldo negativo). O STR, regulamentado pela Resolução BCB nº 105, de 9 de junho de 2021, é um sistema que faz liquidação bruta em tempo real (LBTR), ou seja, que processa e liquida transação por transação. Vide: Banco Central do Brasil. Sistema de Transferência de Reservas (STR).

<sup>10</sup> Banco Central do Brasil. Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo do Brasil. Em: (2005).

Para além da falta de cooperação entre os atores envolvidos no mercado de pagamentos, o estudo identificou três principais deficiências do sistema de pagamentos de varejo do Brasil, sendo: (i) a utilização em grande escala dos instrumentos de pagamento em papel; (ii) a compensação e liquidação fragmentadas; e (iii) a baixa interoperabilidade da infraestrutura utilizada nos sistemas de pagamento (rede de caixas eletrônicos e de maquininhas de captura de pagamento) em arranjos verticalmente integrados, os quais não aproveitavam economias de escala e prejudicavam a inovação.

Como resultado das problemáticas levantadas pelo estudo do próprio regulador, o BCB publicou a Diretiva nº 1/2006<sup>11</sup>, recomendando que o setor de pagamentos aumentasse a cooperação entre seus participantes, visando à construção de um ambiente eficiente, sem deixar de lado a inovação e a concorrência.

Tal recomendação tinha como principal foco o aproveitamento das infraestruturas do mercado, por meio da aplicação de uma economia de escala em decorrência do compartilhamento de infraestruturas de rede necessárias para operacionalizar a utilização de cartões de pagamento. Em outras palavras, uma das principais recomendações da Diretiva nº 1/2006 pode ser traduzida na necessidade de se estruturar arranjos de pagamento abertos<sup>12</sup>, os quais tivessem regras claras e objetivas que permitissem a participação de outros agentes do mercado na mesma infraestrutura de rede. Naquela época, o cenário da indústria de pagamentos era bem diferente e concentrado, uma vez que a Visanet (futura Cielo) só aceitava cartões Visa e a Redecard (futura Rede) só aceitava cartões Mastercard, resultando na existência de uma significativa integração vertical entre as “bandeiras” e os credenciadores.

Pautada nesse cenário de análises, e após quinze anos do início das mudanças, ocorreu a publicação da Medida Provisória nº 615, de 17 de maio de 2013, posteriormente convertida na conhecida Lei 12.865/13, que introduziu as figuras do arranjo de pagamento e da instituição de pagamento no Brasil. À época, os maiores participantes da indústria de pagamentos estavam fora do escopo de regulação e supervisão do BCB (tais como as “bandeiras” Visa e a Mastercard e as credenciadoras Cielo e Rede).

## **II.2. O novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)**

---

<sup>11</sup> Banco Central do Brasil. Diretiva 1/2006. Nº 1, 14 dez. 2006.

<sup>12</sup> O arranjo de pagamento aberto é definido como o “arranjo de pagamento em que as atividades relacionadas à prestação de serviços de pagamento por ele disciplinadas são realizadas por qualquer instituição que atenda aos critérios de participação estabelecidos no regulamento do arranjo”, nos termos do art. 2º, inc. II, do Anexo I à Resolução BCB nº 150/21.

A Lei 12.865/13 deu início ao mercado de pagamentos brasileiro ao introduzir os arranjos e as instituições de pagamento no arcabouço legislativo do Brasil, conferindo ao CMN e ao BCB poderes para regulamentar o setor<sup>13</sup>. A referida lei criou um cenário propício para o nascimento e consolidação de entidades não financeiras que passaram a oferecer serviços de pagamentos que até então somente eram fornecidos por instituições financeiras consolidadas no mercado.

As normas mencionadas constituem a base da regulamentação de arranjos de pagamento no Brasil e detalham as definições descritas abaixo, que constituem a essência da regulamentação da matéria no país:

- (I) **arranjo de pagamento:** conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público aceito por mais de um recebedor, mediante acesso direto pelos usuários finais, pagadores e recebedores (vide art. 6º, inciso I, da Lei 12.865/13);
- (II) **instituidor de arranjo de pagamento:** pessoa jurídica responsável pela instituição de arranjo de pagamento e, quando for o caso, pelo uso da marca associada ao arranjo de pagamento (vide art. 6º, inciso II, da Lei 12.865/13); e
- (III) **instituição de pagamento:** pessoa jurídica que, aderindo a um ou mais arranjos de pagamento, tenha como atividade principal ou acessória, alternativa ou cumulativamente: (a) disponibilizar serviço de aporte ou saque de recursos mantidos em conta de pagamento; (b) executar ou facilitar a instrução de pagamento relacionada a determinado serviço de pagamento, inclusive transferência originada de ou destinada a conta de pagamento; (c) gerir conta de pagamento; (d) emitir instrumento de pagamento; (e) credenciar a aceitação de instrumento de pagamento; (f) executar remessa de fundos; (g) converter moeda física ou escritural em moeda eletrônica, ou vice-versa, credenciar a aceitação ou gerir o uso de moeda eletrônica; e (h) outras atividades relacionadas à prestação

---

<sup>13</sup> Logo após a promulgação da Lei 12.865/13, CMN e BCB editaram uma série de normas dispendo sobre a matéria. O CMN editou a Resolução CMN nº 4.282, de 4 de novembro de 2013, que prevê as diretrivas que guiaram a regulamentação de arranjos de pagamento pelo BCB. Nesse contexto, o BCB editou, dentre outras normas, a (i) Resolução BCB nº 96, de 19 de maio de 2021, que regula as contas de pagamento; (ii) Resolução BCB nº 150, de 6 de outubro de 2021, que regula os arranjos de pagamento; e (iii) Resolução BCB nº 80 e Resolução BCB nº 81, ambas de 25 de março de 2021, que regulam as instituições de pagamento e os serviços de pagamento (“Resolução BCB 80/21” e “Resolução BCB 81/21”, respectivamente).

de serviço de pagamento, designadas pelo BCB (vide art. 6º, inciso III, da Lei 12.865/13).

Embora todas as definições acima sejam importantes para o entendimento do funcionamento do mercado de pagamentos brasileiro, o presente trabalho foca em aspectos específicos associados a instituições de pagamento. Dessa forma, cabe mencionar que as instituições de pagamento são divididas em 4 (quatro) espécies distintas, nos termos da Resolução BCB 80/21, de acordo com a modalidade de serviço de pagamento desempenhado pela instituição, sendo: (i) emissor de moeda eletrônica<sup>14</sup>; (ii) emissor de instrumento de pagamento pós-pago<sup>15</sup>; (iii) credenciador<sup>16</sup>; e (iv) iniciador de transação de pagamento<sup>17</sup>.

Uma instituição de pagamento emissora de moeda eletrônica e a instituição iniciadora de transação de pagamento devem pedir autorização prévia para operar perante o BCB. O regime regulatório aplicável às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica foi alterado em 2020 pela Resolução nº 24, de 22 de outubro de 2020, editada pelo BCB<sup>18</sup>.

Anteriormente, as instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica só eram obrigadas a solicitar autorização ao BCB se/quando determinados volumes de transações fossem atingidos. No entanto, sob o novo regime regulatório, as instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica: (i) que estivessem em operação até 1 de março de 2021, podem continuar a prestar serviços de pagamento e só serão obrigado a solicitar autorização ao BCB se/quando determinados volumes transacionais forem atingidos (os quais diminuirão gradualmente até 31 de março de 2029 - quando todas essas instituições de pagamento serão

---

<sup>14</sup> A instituição de pagamento emissora de moeda eletrônica “gerencia conta de pagamento de usuário final, do tipo pré-paga, disponibiliza transação de pagamento que envolva o ato de pagar ou transferir, com base em moeda eletrônica aportada nessa conta, converte tais recursos em moeda física ou escritural, ou vice-versa, podendo habilitar a sua aceitação com a liquidação em conta de pagamento por ela gerenciada”, nos termos do art. 3º, inciso I, da Resolução BCB 80/21.

<sup>15</sup> A instituição de pagamento emissora de instrumento de pagamento pós-pago “gerencia conta de pagamento de usuário final pagador, do tipo pós-paga, e disponibiliza transação de pagamento com base nessa conta”, nos termos do art. 4º, inciso II, da Resolução BCB 80/21.

<sup>16</sup> Uma instituição de pagamento credenciadora não gerencia conta de pagamento, mas: “(a) habilita recebedores para a aceitação de instrumento de pagamento emitido por instituição de pagamento ou por instituição financeira participante de um mesmo arranjo de pagamento; e (b) participa do processo de liquidação das transações de pagamento como credor perante o emissor, de acordo com as regras do arranjo de pagamento”, nos termos do art. 3º, inciso III, da Resolução BCB 80/21.

<sup>17</sup> O iniciador de transação de pagamento presta serviços de iniciação de transação de pagamento sem gerenciar conta de pagamento e sem deter em momento algum os fundos transferidos na prestação do serviço. Considera-se “iniciação de transação de pagamento o serviço que inicia uma transação de pagamento ordenada pelo usuário final, relativamente à conta de depósito ou de pagamento, comandada por instituição não detentora da conta à instituição que a detém”, nos termos do art. 3º, inciso IV e §2º, da Resolução BCB 80/21.

<sup>18</sup> A Resolução BCB 24/20 alterou a Circular BCB nº 3.885, de 26 de março de 20/18 (“Circular BCB 3.885/18”), normativo que regulava os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento de instituições de pagamento à época. Atualmente, a Circular BCB 3.885/18 foi revogada e substituída pela Resolução BCB 80/21, que manteve em grande parte as disposições relacionadas à autorização para funcionamento que foram alteradas pela Resolução BCB 24/20.

obrigadas a requerer autorização do BCB para operar, independentemente de atingir determinado volume transacional); ou (ii) que tenham iniciado suas operações após 1º de março de 2021, foram e serão obrigadas a obter autorização prévia do BCB, antes do início da prestação dos respectivos serviços de pagamento.

As outras modalidades, emissor de instrumento de pagamento pós-pago e credenciador, apenas são consideradas relevantes para fins da regulamentação de pagamentos se superarem R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) de valor total em transações de pagamento, contados nos últimos 12 (doze) meses. Ao atingir o volume previsto acima, a instituição de pagamento deverá apresentar pedido de autorização ao BCB no prazo de 90 (noventa) dias. Até o atingimento do volume em questão, as instituições de pagamento que desempenham essas respectivas atividades estão sujeitas a um menor peso regulatório, não se submetendo a todas as normas e obrigações impostas pelo CMN e BCB.

É importante ressaltar que por mais que instituições financeiras possam prestar serviços de pagamento, a recíproca não é verdadeira, uma vez que o art. 6º, § 2º, da Lei 12.865/13 vedo expressamente a realização de atividades privativas de instituições financeiras por instituições de pagamento, nos termos do art. 17 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (“Lei 4.595/64”).

Com o intuito de estimular o setor e promover a entrada de novos agentes econômicos no mercado de pagamentos, as normas editadas pelo BCB para regular esses novos agentes à época se distanciaram do arcabouço regulatório aplicável às instituições financeiras, ao, por exemplo, permitir que tais instituições iniciassem suas operações sem a necessidade de autorização do regulador<sup>19</sup>, impor requisitos de patrimônio líquido e capital prudencial simplificados dos aplicáveis às instituições financeiras<sup>20</sup> e isentar do cumprimento de determinados requisitos regulatórios aplicáveis às instituições financeiras. Em outras palavras, pode-se dizer que o BCB regulou de maneira diferente instituições distintas que desempenham atividades distintas, resultando em uma verdadeira assimetria regulatória entre essas instituições, conforme será detalhado no decorrer deste trabalho.

### **II. 3. Fomento à concorrência e à inovação como pilares da atuação do BCB e seus impactos na sociedade**

Conforme será discutido ao longo desta seção, o arcabouço regulatório construído pelo BCB para os arranjos e instituições de pagamento tiveram grande impacto ao facilitar a

---

<sup>19</sup> Para mais informações sobre o tema, vide a nota de rodapé acima.

<sup>20</sup> Para mais informações sobre o tema, vide Tabela 1 abaixo.

entrada de novos agentes no mercado de pagamentos, o que resultou na oferta de uma variedade maior de serviços e prestadores de serviços de pagamento à população, bem como na economia de taxas e tarifas associadas aos serviços financeiros. O aumento na gama de produtos e serviços financeiros e de pagamento permitiu uma maior bancarização da população, ao mesmo tempo em que fomentou a inovação e concorrência no setor.

Nesse quesito, o BCB tem desempenhado um papel importante ao estabelecer condições regulatórias favoráveis e promover diversas iniciativas com o objetivo de estimular a entrada de novos participantes no mercado e a oferta de novos produtos e serviços. Dentre as principais iniciativas do BCB em prol da inovação, da concorrência e da eficiência no setor financeiro, cabe destacar o lançamento da Agenda BC# em 2019<sup>21</sup>, por meio da qual o BCB tornou público seu propósito de promover a inclusão financeira, a competitividade, a transparência, a educação financeira e a sustentabilidade.

De maneira geral, a Agenda BC# torna pública a agenda de trabalho do BCB, centrada na evolução tecnológica para desenvolver questões estruturais do sistema financeiro, prestando conta de ações desenvolvidas no curto, no médio e no longo prazo. A Agenda BC# reformula o projeto iniciado em 2016 pela Agenda BC+, adicionando novas dimensões e fortalecendo as dimensões anteriores. Além de buscar a queda no custo do crédito, a modernização da lei e a eficiência no sistema, o BCB mira a inclusão, a competitividade e a transparência.

A Agenda BC# foca em seis aspectos, as quais são chamadas de “dimensões”, sendo estas (i) a inclusão<sup>22</sup>; (ii) a competitividade<sup>23</sup>; (iii) transparência<sup>24</sup>; (iv) educação<sup>25</sup>; (v) a

---

<sup>21</sup> Mais informações em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashitag?modalAberto=sobre\\_agenda](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashitag?modalAberto=sobre_agenda).

<sup>22</sup> Referida dimensão tem como objetivo a “*facilidade de acesso ao mercado para todos: pequenos e grandes, investidores e tomadores, nacionais e estrangeiros. Entre as medidas para alcançar esse objetivo, estão plataformas digitais, menos burocracia e simplificação de procedimentos. O foco do BCB nesta dimensão é que fontes privadas de financiamento ocupem mais espaço no mercado, reduzindo a participação do governo nesse segmento*”. Como exemplos de iniciativas adotadas sob referida dimensão, destaca-se o fomento ao microcrédito, a simplificação e a modernização da regulamentação de câmbio e capitais internacionais, aperfeiçoamento regulatório dos mercados financeiros e a expansão do cooperativismo. Mais informações em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais\\_inclusao](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais_inclusao). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

<sup>23</sup> A dimensão “*busca a adequada precificação por meio de instrumentos de acesso competitivo aos mercados. Há diversas inovações, impulsionadas por tecnologia, que incentivam a competição. Paralelamente, há desafios para reduzir barreiras, agilizar procedimentos e gerenciar riscos*”. Dentre as iniciativas do BCB para promoção da competitividade, podemos mencionar ações com o objetivo de promover eficiência de mercado, inovações e aperfeiçoar os instrumentos de atuação no mercado de câmbio e na gestão das reservas internacionais. Mais informações em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais\\_competitividade](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais_competitividade). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

<sup>24</sup> Mais informações em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais\\_transparencia](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais_transparencia). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

<sup>25</sup> Mais informações em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais\\_educacao](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais_educacao). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

sustentabilidade<sup>26</sup>; e (vi) a excelência<sup>27</sup>. Dentre tais dimensões, destaca-se, para fins da presente seção, a dimensão “Competitividade”, responsável pela adoção de medidas como a implementação do sistema de pagamentos instantâneos brasileiro (Pix)<sup>28</sup> e sua agenda evolutiva, do Sistema Financeiro Aberto (*Open Finance*)<sup>29</sup>, do Drex<sup>30</sup> e do ambiente de testes controlados para inovações financeiras e de pagamento (*Sandbox Regulatório*)<sup>31</sup>.

Conforme demonstrado acima, o fomento à concorrência e à inovação é um dos pilares que norteiam a atuação do BCB na regulação do SPB e do Sistema Financeiro Nacional (“SFN”), promovendo profundas mudanças no mercado financeiro e de pagamentos brasileiro. No entanto, conforme mencionado na Seção II.1, acima, vale destacar que o fomento à inovação pelo BCB começou muito antes da Agenda BC#, e que iniciativas similares ao *sandbox* regulatório foram adotadas pelo regulador muito antes da existência de ambientes semelhantes em outros países, mesmo que o *Sandbox Regulatório* brasileiro tenha sido oficialmente regulado apenas em 2020<sup>32</sup>.

Nesse sentido, embora não tenha sido enquadrada desta forma, a própria Lei 12.865/13 criou uma modalidade peculiar de “*sandbox* regulatória automática”<sup>33</sup>, antes

---

<sup>26</sup> Mais informações em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashitag\\_sustentabilidade](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashitag_sustentabilidade)

<sup>27</sup> Mais informações em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashitag\\_excelencia](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashitag_excelencia). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

<sup>28</sup> Segundo o FAQ do próprio BCB, o Pix é o “*pagamento instantâneo brasileiro. O meio de pagamento criado pelo Banco Central (BC) em que os recursos são transferidos entre contas em poucos segundos, a qualquer hora ou dia. É prático, rápido e seguro. O Pix pode ser realizado a partir de uma conta corrente, conta poupança ou conta de pagamento pré-paga*”. Mais informações em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

<sup>29</sup> Segundo o FAQ do próprio BCB sobre o assunto, o *Open Finance*, ou Sistema Financeiro Aberto, é “*a possibilidade de clientes compartilharem seus dados cadastrais e transacionais entre instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, bem como terem acesso a serviços relacionados a pagamentos e à contratação de operações de crédito no âmbito do ecossistema*”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/p/o-que-e-o-sistema-financeiro-aberto-open-finance>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

<sup>30</sup> O Drex é “*o real em formato digital, emitido em plataforma digital operada pelo Banco Central (BC). Por isso, falamos que ele é uma moeda digital de banco central (CBDC, de Central Bank Digital Currency, em inglês). O real tradicional são as cédulas e as moedas de real, emitidas pelo BC, que estão em circulação na economia e que podem ser depositadas em bancos, cooperativas, instituições de pagamentos e demais instituições autorizadas pelo BC. O Drex, o real em formato digital, será emitido: (i) pelo próprio BC, para transações de atacado (liquidação de transações entre instituições autorizadas); ou (ii) pelas instituições autorizadas pelo BC, para transações de varejo com seus clientes*”. Mais informações em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/drex>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

<sup>31</sup> Segundo o FAQ do próprio BCB sobre o assunto, o Ambiente Controlado de Testes para Inovações Financeiras e de Pagamento (*Sandbox Regulatório*) é um “*ambiente em que entidades são autorizadas pelo Banco Central do Brasil para testar, por período determinado, projeto inovador na área financeira ou de pagamento, observando um conjunto específico de disposições regulamentares que amparam a realização controlada e delimitada de suas atividades*”. Mais informações em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

<sup>32</sup> Vide Resolução CMN nº 4.865, de 26 de outubro de 2020 e Resolução BCB nº 29, de 26 de outubro de 2020.

<sup>33</sup> Paixão, Ricardo Fernandes *et al.* O Regulador Inovador: Banco Central e a agenda de incentivo à inovação. Brasília: Instituto Propague, 2021. p. 104.

mesmo do primeiro *sandbox* regulatório do setor financeiro do mundo<sup>34</sup>, conforme mencionado por Reinaldo Le Grazie, ex-diretor do BCB:

Na mesma linha de regulação ajustada ao risco, novos entrantes e *fintechs* operam sob uma espécie de *sandbox* regulatório: modelo baseado em menores requisitos regulamentares por período limitado de tempo ou em função do tamanho da operação, abrindo espaço para experimentação e incentivando a inovação<sup>35</sup>.

O regime regulatório trazido pela Lei 12.865/13 e pelas normas editadas pelo CMN e pelo BCB culminaram em um incentivo à entrada de novos participantes e modelos de negócio no mercado de pagamentos, com impactos na bancarização e na inclusão financeira da população brasileira. Um retrato dessa transformação foi evidenciado no Relatório de Economia Bancária de 2022 (BCB, 2022) que evidenciou que o número de instituições de pagamento autorizadas passou de uma em 2016 para 74 em 2022. No que se refere aos arranjos de pagamento, Larissa Arruy e Luciana Kanarek (In: Cohen, 2020) ressaltam que ainda em 2020, existiam um total de 229 arranjos de pagamento no Brasil instituídos por 162 instituições diferentes, dos quais 181 não integravam o SPB, sendo observado um aumento de 66% no número de arranjos não integrantes do SPB entre 2014 e 2019.

Um estudo encomendado à Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe) pela Zetta<sup>36</sup> em comemoração aos 10 anos da Lei 12.865/13<sup>37</sup> avaliou a contribuição das *fintechs*<sup>38</sup> para o aumento da concorrência no setor financeiro, para a inclusão financeira e para a economia de tarifas bancárias. Entre outros aspectos, concluiu-se que em razão do surgimento das fintechs houve uma economia de R\$12,95 (doze reais e noventa e cinco centavos) ou de 36,8% (trinta e seis inteiros e oito décimos por cento) pelos clientes com tarifas bancárias<sup>39</sup>.

---

<sup>34</sup> Conforme mencionado no próprio website do BCB, o *sandbox* regulatório teve origem em 2015, no Reino Unido. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidedefinanceira/sandbox>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

<sup>35</sup> LE GRAZIE, Reinaldo. (2019, 12 de agosto). Regulação para quem precisa: a evolução dos sistemas de pagamentos no Brasil. JOTA.

<sup>36</sup> A Zetta é uma associação sem fins lucrativos, fundada pelo Nubank e Mercado Pago, empresas de tecnologia que oferecem serviços financeiros digitais, com o objetivo de garantir um ambiente econômico competitivo que resulte em maior inclusão financeira, inovação e satisfação dos clientes. Mais informações em: <https://somoszetta.org.br/quem-somos/>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

<sup>37</sup> Zetta. (2023). Pesquisa Zetta: fintechs cresceram 15% em 2022 e devem movimentar R\$ 1,5 trilhão em 2023. São Paulo: Zetta.

<sup>38</sup> Para fins do estudo em questão, consideraram-se como *fintechs* os chamados bancos digitais e as instituições de pagamento. Dessa forma, embora o estudo fuja um pouco do escopo da análise das instituições de pagamento e abranja também determinadas instituições financeiras, os dados da análise ainda servem como parâmetro para analisar os impactos da Lei 12.865/13 na sociedade.

<sup>39</sup> Zetta. (2023). Pesquisa Zetta: fintechs cresceram 15% em 2022 e devem movimentar R\$ 1,5 trilhão em 2023. São Paulo: Zetta. p. 54.

Outro ponto importante diz respeito à inclusão financeira, em especial no que se refere ao número de pessoas com acesso a contas bancárias<sup>40</sup>. A pesquisa mostra que 86% da população (cerca de 184,8 milhões de pessoas) afirmaram possuir acesso a conta bancária, cenário muito diferente de 2005, quando somente 47,61% da população brasileira possuía algum tipo de relacionamento com uma instituição financeira<sup>41</sup>. Além disso, o percentual de brasileiros adultos que possuem conta digital (mobile money account) aumentou de 1% (um por cento) em 2014 para 5% (cinco por cento) em 2017 e para 27% (vinte e sete por cento) em 2021<sup>42</sup>. Sob esse aspecto, é válido ressaltar que o acesso a serviços financeiros, sobretudo digitais, traz uma série de benefícios sociais e econômicos, influenciando até mesmo no aumento da renda e, assim, na redução da pobreza<sup>43</sup>.

Para além do estímulo à entrada de novos agentes econômicos no mercado de pagamentos, resta claro que a Lei 12.865/13 e todo o arcabouço regulatório criado para regular as instituições de pagamento trouxeram uma série de benefícios à população. Ao facilitar a entrada dessas instituições no mercado, o BCB aumentou diretamente a oferta de produtos e serviços à população, abrangendo inclusive setores que até o momento não estavam sequer inseridos no mercado de serviços financeiros ou de pagamento. No cenário sob análise, é evidente que a assimetria regulatória do setor desempenhou um papel não só de fomento à concorrência e inovação ou de estímulo à entrada de novos agentes, mas também de uma verdadeira política pública, resultando em benefícios à sociedade como um todo.

### **III. O CONCEITO DE ASSIMETRIA REGULATÓRIA NO SISTEMA FINANCEIRO**

#### **III. 1. O que é regulação assimétrica?**

O conceito de regulação é extremamente amplo e utilizado de diversas maneiras. Diante dessa problemática, Koop e Lodge realizaram um estudo acerca da conceituação de

---

<sup>40</sup> Aqui entendidas como contas de depósito, poupança e de pagamento, detidas tanto em instituições financeiras quanto em instituições de pagamento.

<sup>41</sup> Dado baseado em cálculos próprios tendo como base o número total de residentes no Brasil em 2005 segundo o IBGE e as Estatísticas de Relacionamentos, CPFs e CNPJs Envolvidos divulgadas pelo próprio BCB no que se refere ao número de pessoas naturais com relacionamentos vigentes com o SFN, contadas uma única vez, mesmo que essas tenham relacionamentos com mais de uma instituição (<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/ccestatisticas>).

<sup>42</sup> Zetta. (2023). Pesquisa Zetta: fintechs cresceram 15% em 2022 e devem movimentar R\$ 1,5 trilhão em 2023. São Paulo: Zetta. p. 24.

<sup>43</sup> No Quênia, por exemplo, estudos mostraram que a utilização de serviços financeiros por telefone celular gerou 20% (vinte por cento) de economia e 22% (vinte e dois por cento) de redução na extrema pobreza em lares sustentados por mulheres. Vide: SURI, Tavneet, and WILLIAM, Jack. 2016. The Long-Run Poverty and Gender Impacts of Mobile Money. *Science* 354 (6317): 1288–92.

“regulação” em diferentes disciplinas das ciências sociais, identificando que a regulação poderia ser conceituada, de maneira compartilhada, como uma “*intervenção intencional nas atividades de uma população-alvo*”, envolvendo o estabelecimento de “*padrões obrigatórios, monitoramento e sanções exercidos por atores do setor público sobre as atividades econômicas de atores do setor privado*”<sup>44</sup>.

Sob uma perspectiva jurídico-econômica, em especial com inspiração na teoria econômica neoclássica, a regulação tem como objetivo corrigir as chamadas “falhas de mercado”, tais como as externalidades, a assimetria informacional e a concorrência imperfeita<sup>45</sup>. No Brasil, a regulação é usualmente entendida como uma intervenção do Estado nas atividades econômicas desenvolvidas pelos agentes privados<sup>46</sup>.

A assimetria regulatória usualmente ocorre quando diferentes agentes econômicos estão sujeitos a diferentes regimes regulatórios, mesmo que participem de um mesmo setor econômico ou exerçam as mesmas atividades. Se, por um lado, a assimetria regulatória é capaz de promover a eficiência do mercado ao permitir que os agentes econômicos se adaptem às suas próprias características e necessidades, do outro, ela pode também gerar distorções concorrenenciais ao favorecer alguns agentes econômicos em detrimento de outros.

Ao tratarmos do assunto, é interessante fazermos uma analogia com a aplicação da assimetria regulatória na regulação de serviços públicos, sobre a qual Floriano de Azevedo Marques Neto argumenta que “*a ideia é oferecer ao operador entrante um regime de prestação mais brando que aquele dispensado ao prestador dominante, com vistas a acirrar a disputa pelo mercado*”, trazendo, ainda, “*inúmeras consequências benéficas ao usuários de tais serviços*”<sup>47</sup>.

---

<sup>44</sup> “*Third, a shared conception can be identified: regulation is about intentional intervention in the activities of a target population. Even though the conception is abstract, this does not imply that the field is conceptually confused. Moreover, some types are more prominent in the literature than others: “prototype regulation” is about interventions which are intentional and direct – involving binding standard-setting, monitoring, and sanctioning – and which are exercised by public-sector actors on the economic activities of private-sector actors*”. In. Koop, Christel e Martin Lodge. (2017). What is regulation? An interdisciplinary concept.

<sup>45</sup> Para Schumpeter a atuação do Estado na economia é “*bem caracterizada pela frase do velho economista burguês: a interferência estatal*” no sentido de que “*essas atividades realmente interferem em todos os sentidos da palavra, especialmente no sentido em que prejudicam e paralisam o motor privado da produção*”. SCHUMPETER, Joseph A. Capitalismo, Socialismo e Democracia. Editado por George Allen e Unwin Ltd., traduzido por Ruy Jungmann). — Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961. P. 241-242.

<sup>46</sup> Nesse sentido, vale mencionarmos a opinião defendida por Carlos Ari Sundfeld ao afirmar que “*não há conceito exato de regulação pública, ideia de contornos relativamente incertos e flutuantes, inclusive na legislação. Mas, em geral, no âmbito jurídico essa expressão tem servido para designar o conjunto das intervenções estatais, principalmente sobre os agentes econômicos, e, portanto, o conjunto de condicionamentos jurídicos a que essas intervenções se sujeitam e de mecanismos jurídicos que essas intervenções geram. Regulação, para o autor, parece ser compreendida como os condicionamentos jurídicos a que se submetem uma determinada atividade econômica*”.

(SUNDFELD, Carlos Ari. Direito público e regulação no Brasil. In: GUERRA, Sérgio (Org.). Regulação no Brasil: uma visão multidisciplinar. Rio de Janeiro: FGV, 2014. p. 121).

<sup>47</sup> MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. A Nova Regulação dos Serviços Públicos. In: Revista de Direito Administrativo – RDA. Rio de Janeiro: v. 228, abr./jun. 2002. p. 23

Nesse sentido, Marie-Anne Frison-Roche afirma a importância da manutenção de relações simétricas em um mercado competitivo, sendo a assimetria um conceito-chave ao falarmos de regulação<sup>48</sup>. Ainda, a autora explica que a assimetria regulatória pode ser temporária ou definitiva, a depender das características do setor econômico ao qual esta é aplicada, em especial no que se refere a monopólios existentes<sup>49</sup>. Assim, a assimetria regulatória pode ser uma ferramenta útil para promover a eficiência do mercado, desde que seja aplicada de forma equilibrada e não crie distorções indevidas.

A assimetria regulatória pode ser observada na regulação de diferentes setores no Brasil e no mundo. Na Europa, por exemplo, há o Digital Markets Act<sup>50</sup>, que se apresenta como um primeiro exemplo concreto do que já chamamos de “antitruste assimétrico”<sup>51</sup>:

Outra característica central do DMA que ilustra exemplo típico do antitruste assimétrico é o fato de que cria regras pró-competitivas aplicáveis apenas a alguns agentes do mercado. No antitruste assimétrico as obrigações são proporcionais ao risco representado pelo agente econômico sobre quem elas recaem: quanto maior e mais poderosa a empresa ou o conglomerado, maiores os riscos à livre concorrência, o que justifica regras mais duras. O DMA, nessa toada, visa a regular de forma diferenciada e proporcional plataformas com grande poder de mercado, diferenciando-as de demais atores econômicos. Para isso, estabelece um conjunto de normas cuja intensidade e rigor dependem do porte ou do poder de mercado da empresa ou conglomerado em questão.

No Brasil, para além do setor financeiro, a regulação assimétrica também pode ser observada nos setores de aviação civil, energia elétrica, ferroviário e de telecomunicações<sup>52</sup>. Assim, observa-se a adoção de regulações assimétricas como uma estratégia de regulação em determinados setores, em grande parte decorrente de problemas concorrenceis, como a existência de operadores dominantes, os quais detém grande vantagem competitiva frente aos seus concorrentes.

Por outro lado, caso não seja balizada corretamente, a assimetria regulatória também pode tornar-se prejudicial, alavancando determinados modelos de negócio em detrimento de

---

<sup>48</sup> Marie-Anne Frison-Roche “Asymmetry: Asymmetric Regulation/Asymmetry of Information”.

<sup>49</sup> Sobre a assimetria temporária, Marie-Anne Frison-Roche esclarece que “*If there is an asymmetry, for example because a sector is monopolistic and the legislator has just declared it open to competition, there is a temporary asymmetry between the installed companies, the incumbent operators and the willing companies to enter this new market, the “new entrants”*”. Por outro lado, a autora também menciona que “*asymmetry may not be temporary but definitive, when inequality between operators, regardless of merit, does not come from a context of liberalization but from a structural failure of the market*”. Marie-Anne Frison-Roche “Asymmetry: Asymmetric Regulation/Asymmetry of Information”.

<sup>50</sup> Mais informações em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=COM%3A2020%3A842%3AFIN>.

<sup>51</sup> COUTINHO, Diogo Rosenthal. e KIRA, Beatriz,. Digital Markets Act e o antitruste assimétrico na Europa. JOTA.

<sup>52</sup> ANTUNES, Jonas. A regulamentação assimétrica no Brasil. 2011.

outros e, principalmente, deixando de lado o balanceamento entre os riscos existentes na prestação dos serviços e o fomento à inovação e à concorrência. Vale destacar que assimetrias regulatórias por si só já são objeto de discussão e descontentamento em diversos setores da economia, como pode ser percebido nos debates envolvendo a assimetria regulatória existente no mercado financeiro e de pagamentos<sup>53</sup>.

### **III.2. A assimetria regulatória como estratégia de regulação no SFN**

No que se refere à regulação do mercado financeiro, Yazbek (2009, p. 193-195) define 3 (três) modalidades de regulação, sendo<sup>54</sup>: (i) regulação de condutas<sup>55</sup>; (ii) regulação sistêmica<sup>56</sup>; e (iii) regulação prudencial<sup>57</sup>. Em relação à regulação prudencial, segundo o próprio BCB, tal modalidade pode ser entendida como “*um tipo de regulação financeira que estabelece requisitos para as instituições financeiras com foco no gerenciamento de riscos e nos requerimentos mínimos de capital para fazer face aos riscos decorrentes de suas atividades*”<sup>58</sup>. Em outras palavras, a regulação prudencial consiste em uma intervenção nas atividades exercidas pelas instituições no mercado financeiro a fim de garantir a eventual “quebra” de uma instituição não gere um “efeito dominó” ou risco sistêmico no SFN como um todo, bem como consiste em um dos exemplos mais claros de adoção da assimetria regulatória como uma estratégia de regulação do setor.

Especificamente no setor financeiro, a adoção de uma regulação assimétrica teve como objetivo garantir que instituições de menor porte não precisem cumprir com as mesmas regras que as instituições de maior porte, embora ainda estejam sujeitas a requisitos regulatórios prudenciais, bem como estimular a entrada de novos agentes econômicos no setor em detrimento aos operadores já consolidados no mercado. Para fins da aplicação proporcional da regulação prudencial, o CMN segmentou, por meio da Resolução CMN nº

---

<sup>53</sup> Nesse sentido, vide:

<https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/09/20/febraban-cita-altos-juros-do-nubank-e-diz-que-fintechs-gostam-de-pagar-meia-entrada.ghtml>. Acesso em 28 mai. 2023.

<sup>54</sup> YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 193-195.

<sup>55</sup> Cohen (2023, p. 399) define a regulação de condutas como aquela caracterizada por “*autorizar ou proibir certas práticas mediante o estabelecimento de obrigações ou procedimentos*”. Cf. Schwartzman Cohen, Gabriel. (2023). Direito dos meios de pagamento. São Paulo: Casa do Livro Jurídico.

<sup>56</sup> A regulação sistêmica “*se dá por meio da adoção de mecanismos de conformação do mercado, como redes de proteção, seguros de depósito e gerenciamento de liquidez, a fim de evitar o risco sistêmico*”. Cf. Schwartzman Cohen, Gabriel. (2023). Direito dos meios de pagamento. São Paulo: Casa do Livro Jurídico.

<sup>57</sup> A regulação prudencial “*se manifesta por meio da criação de regras e estruturas de fiscalização e supervisão, com políticas de gestão da atividade financeira e de organização do mercado*”. Cf. Schwartzman Cohen, Gabriel. (2023). Direito dos meios de pagamento. São Paulo: Casa do Livro Jurídico.

<sup>58</sup> Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/regprudencialsegmentacao>.

4.553, de 30 de janeiro de 2017 (“Resolução CMN 4.553/17”), as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, considerando o porte e a atividade internacional das instituições que compõem cada segmento (conforme detalhado na Tabela 1 abaixo).

Embora o setor financeiro já conviva há muitos anos com uma regulação assimétrica entre seus agentes econômicos, o verdadeiro motivo dos descontentamentos e discussões refere-se justamente à assimetria regulatória existente entre as instituições financeiras e as instituições de pagamento. Por este motivo, o BCB tem atualizado e modificado as regras aplicáveis às instituições de pagamento nos últimos anos, revogando a possibilidade de determinados tipos de instituições de pagamento iniciarem suas operações sem autorização prévia do regulador e elaborando um novo arcabouço regulatório aplicável às instituições de pagamento que inclui requisitos prudenciais, os quais até então não eram aplicáveis a tais instituições.

#### **IV. APLICAÇÃO DA REGULAÇÃO PRUDENCIAL ÀS INSTITUIÇÕES DE PAGAMENTO: UMA SOLUÇÃO PARA (AS)SIMETRIA REGULATÓRIA?**

##### **IV. 1. Histórico da regulação prudencial às instituições de pagamento**

Sob uma perspectiva econômico-jurídica, a regulação tem um papel não só de corrigir falhas de mercado, mas também de atuar como um empreendedor no financiamento do setor de pesquisa, desenvolvimento e inovação<sup>59</sup>. No que se refere ao mercado de pagamentos, a Lei 12.865/13 e toda a regulamentação editada pelo CMN e pelo BCB atuaram como verdadeiros propulsores da inovação e do crescimento do setor, em especial ao permitir que instituições de pagamento iniciassem suas operações sem a necessidade de autorização prévia do regulador.

Ao passo que o BCB estimulava a entrada de novos participantes no contexto da oferta de produtos e serviços financeiros, discussões no sentido da existência de uma assimetria regulatória no mercado de pagamentos tomaram cada vez mais forma no setor<sup>60</sup>. Tais discussões chamaram a atenção do próprio regulador, que tomou medidas com o objetivo de garantir a manutenção de um mercado equilibrado e o estímulo à concorrência no setor, tais como a alteração do arcabouço regulatório aplicável às instituições de pagamento

---

<sup>59</sup> MAZZUCATO, Mariana. *O Estado Empreendedor: Desmascarando o mito do setor público vs. setor privado*. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961.

<sup>60</sup> Nesse sentido, vide: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/09/20/febraban-cita-altos-juros-do-nubank-e-diz-que-fintechs-gostam-de-pagar-meia-entrada.ghtml>. Acesso em 28 mai. 2023.

emissoras de moeda eletrônica<sup>61</sup> e a edição de novas regras prudenciais abrangendo as instituições de pagamento<sup>62</sup>.

Até meados de 2023, as instituições de pagamento não estavam sujeitas à regulação prudencial, ao menos que integrassem algum conglomerado prudencial formado por uma instituição autorizada sujeita à referida regulamentação<sup>63</sup>. Nesse sentido, até julho de 2023, as regras relacionadas à manutenção de capital mínimo e patrimônio líquido pelas instituições de pagamento eram estabelecidas nos arts. 17 a 20 da Resolução BCB 80/21 e nos arts. 9 a 11 da Circular nº 3.681, de 4 de novembro de 2013<sup>64</sup> (“Circular BCB 3.681/13”).

Em 11 de novembro de 2020, o BCB divulgou a Consulta Pública nº 78<sup>65</sup> (“Consulta Pública 78/20”), que apresentava propostas normativas com o intuito de harmonizar o tratamento prudencial aplicável aos serviços de pagamento, independentemente se realizados por instituição de pagamento ou por instituição financeira. As propostas normativas trazidas pela Consulta Pública 78/20 foram transpostas para a regulamentação por meio da edição de uma série de normativos pelo BCB, tais como as Resoluções BCB nº 197<sup>66</sup>, 198<sup>67</sup>, 199<sup>68</sup>, 200<sup>69</sup>, 201<sup>70</sup> e 202<sup>71</sup>, todas de 11 de março de 2022 (“Resolução BCB 197/22”).

---

<sup>61</sup> O regime regulatório aplicável às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica foi alterado em 2020, pela Resolução nº 24, de 22 de outubro de 2020 editada pelo BCB (“Resolução BCB 24/20”). Anteriormente, as instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica só eram obrigadas a solicitar autorização ao BCB se/quando determinados volumes de transações fossem atingidos. No entanto, sob o novo regime regulatório, as instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica: (i) que estivessem em operação até 1 de março de 2021, podem continuar a prestar serviços de pagamento e só serão obrigado a solicitar autorização ao Banco Central do Brasil se/quando determinados volumes transacionais forem atingidos (os quais diminuirão gradualmente até 31 de março de 2029 - quando todas essas instituições de pagamento serão obrigadas a requerer autorização do BCB para operar, independentemente de atingir determinado volume transacional); ou (ii) que tenham iniciado suas operações após 1 de março de 2021, foram e serão obrigadas a obter autorização prévia do BCB, antes do início da prestação dos respectivos serviços de pagamento.

<sup>62</sup> Nesse sentido, vide: Resoluções BCB 197/22, 198/22, 199/22, 200/22, 201/22 e 202/22.

<sup>63</sup> Conforme o art. 2º, incisos I e II, alíneas “b” e “c”, da Resolução CMN nº 4.950, de 30 de setembro de 2021 (“Resolução CMN 4.950/21”).

<sup>64</sup> Revogada pela Resolução BCB nº 334, de 16 de agosto de 2023 e substituída pela Resolução BCB nº 198, de 11 de março de 2022 (“Resolução BCB 198/22”).

<sup>65</sup> Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetalharAudienciaPage?5&audienciaId=381>

<sup>66</sup> Classifica o conglomerado prudencial integrado por ao menos uma instituição que realize serviço de pagamento e estabelece a segmentação para os conglomerados prudenciais classificados como Tipo 3 para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial.

<sup>67</sup> Dispõe sobre o requerimento mínimo de Patrimônio de Referência de Instituição de Pagamento (PRIP) de conglomerado do Tipo 2, nos termos da Resolução BCB 197/22, e de instituição de pagamento não integrante de conglomerado prudencial, e sobre a metodologia de apuração desses requerimentos e a respectiva estrutura de gerenciamento contínuo de riscos.

<sup>68</sup> Dispõe sobre a metodologia para apuração do Patrimônio de Referência (PR) para conglomerado prudencial classificado como Tipo 3.

<sup>69</sup> Dispõe sobre os requerimentos mínimos de Patrimônio de Referência (PR), de Nível I e de Capital Principal e sobre o Adicional de Capital Principal de conglomerado prudencial classificado como Tipo 3.

<sup>70</sup> Dispõe sobre a metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio de Referência Simplificado (PRS5) para os conglomerados prudenciais classificados como do Tipo 3, sobre os requisitos para opção por essa metodologia e sobre a estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos.

<sup>71</sup> Estabelece o cálculo da parcela dos ativos ponderados pelo risco (RWA) relativa ao cálculo do capital requerido para os riscos associados a serviços de pagamento (RWASP) estabelecida nas Resoluções BCB ns. 200 e 201, ambas de 11 de março de 2022.

As alterações regulatórias trazidas pelas novas normas prudenciais foram enquadradas pelo próprio BCB em 7 (sete) grandes grupos, sendo<sup>72</sup>: (i) classificação dos conglomerados prudenciais formados por instituições de pagamento em 3 (três) tipos<sup>73</sup>; (ii) melhoria da qualidade do capital exigido das instituições de pagamento e de seus respectivos conglomerados<sup>74</sup>; (iii) uniformização da exigência de capital por volumetria para as atividades de pagamento<sup>75</sup>; (iv) uniformização da exigência de capital para atividades que não sejam de pagamento e para emissão de instrumento de pagamento pós-pago (cartão de crédito)<sup>76</sup>; (v) adoção de proporcionalidade via segmentação para as instituições de pagamento<sup>77</sup>; (vi) recalibragem dos requerimentos de capital para as atividades de pagamento; e (vii) tratamento diferenciado para instituições de pagamento em início de operação<sup>78</sup>.

Segundo a própria Exposição de Motivos da Resolução BCB 197/22, o novo arcabouço regulatório editado pelo BCB levou em consideração o equilíbrio entre a regulação por atividade e por entidade, manutenção da segmentação e proporcionalidade regulatória, captura do *shadow banking*, previsibilidade regulatória e fomento à inovação e concorrência.

---

<sup>72</sup> Vide Exposição de Motivos da Resolução BCB 197/22.

<sup>73</sup> Com o objetivo de estabelecer regras segundo o princípio da proporcionalidade, os conglomerados prudenciais integrados por instituições de pagamento foram classificados por tipo, de forma a segregar os conglomerados prudenciais integrados por instituições de pagamentos e instituições financeiras, portanto mais complexos, daqueles constituídos somente por instituições de pagamentos, sendo classificados nos seguintes tipos: I - Tipo 1: conglomerado prudencial cuja instituição líder seja instituição financeira ou outra instituição autorizada a funcionar pelo BCB sujeita à Lei 4.595/64; II - Tipo 2: conglomerado prudencial cuja instituição líder seja instituição de pagamento e que não seja integrado por instituição financeira ou por outra instituição autorizada a funcionar pelo BCB sujeita à Lei 4.595/64, ou à Lei nº 10.194, de 14 de fevereiro de 2001 (“Lei 10.194/01”); ou III - Tipo 3: conglomerado prudencial cuja instituição líder seja instituição de pagamento e que seja integrado por instituição financeira ou por outra instituição autorizada a funcionar pelo BCB sujeita à Lei 4.595/64, ou à Lei 10.194/01.

<sup>74</sup> Até a edição das normas em questão, as instituições de pagamento não pertencentes a conglomerados liderados por instituições financeiras estavam sujeitas à necessidade de manutenção de patrimônio líquido ajustado pelas contas de resultado (PLA), permitindo que ativos com menor capacidade de absorção de perdas, como os ativos imobilizados, os ativos intangíveis e os créditos tributários por prejuízo e por diferenças temporais, não sejam deduzidos da base de capital. Para os conglomerados do Tipo 2, houve a substituição do PLA pelo conceito de Patrimônio de Referência de Instituição de Pagamento (PRip), apurado de forma análoga ao cálculo de capital para as instituições financeiras de menor porte e complexidade. Para o Tipo 3, estende-se o cálculo consolidado do PR para todo o conglomerado, ou seja, para a instituição de pagamento líder e suas subsidiárias (antes apurado apenas pelas subsidiárias financeiras de um conglomerado).

<sup>75</sup> Os serviços de pagamento, quando realizados por instituição autorizada a funcionar pelo BCB, passaram a ter a exigência de capital apurada a partir da parcela de ativos ponderados pelo risco relativa aos serviços de pagamento (RWAsp).

<sup>76</sup> Conglomerados prudenciais liderados por instituições de pagamento passaram a adotar a abordagem de Basileia para o tratamento prudencial dos riscos derivados das atividades que não sejam atividades de pagamentos, bem como para os riscos decorrentes da emissão de cartão de crédito, embora os conglomerados enquadrados no Tipo 2 sujeitem-se a regras simplificadas.

<sup>77</sup> Enquadramento dos conglomerados classificados como Tipo 3 em segmentação introduzida pela Resolução 4.553/17, podendo ser enquadrado no Segmento 2 (S2), no Segmento 3 (S3), no Segmento 4 (S4) ou no Segmento 5 (S5), vinculado exclusivamente ao seu porte.

<sup>78</sup> Dispensa das instituições de pagamento entrantes no mercado de realizarem a dedução total dos valores correspondentes aos ativos intangíveis no cálculo do PRip, integralmente nos primeiros doze meses, e de 50% (cinquenta por cento) nos doze meses subsequentes.

No entanto, tendo em vista que tais regras somente entraram em vigor em julho de 2023 e, estão sujeitas a um regime de transição, ainda não é possível determinar com clareza seus impactos no mercado de pagamentos, embora existam problemáticas associadas à regulação prudencial aplicável a instituições de pagamento (conforme aprofundado na Seção IV.3 abaixo).

#### **IV. 2. Principais diferenças entre instituições financeiras e instituições de pagamento**

A aplicação de uma regulação prudencial às instituições de pagamento foi resultado de um pleito do mercado em favor de uma maior “simetria regulatória” no mercado de pagamentos. No entanto, em conjunto com a análise da regulação prudencial aplicável às instituições financeiras e com o histórico da aplicação da regulação prudencial às instituições de pagamento, é importante observar as distinções entre as atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras e pelas instituições de pagamento, bem como ter uma certa clareza no que se refere à regulamentação aplicável a cada um dos serviços.

Conforme mencionado anteriormente, a regulação assimétrica usualmente ocorre quando diferentes agentes econômicos estão sujeitos a diferentes regimes regulatórios, mesmo que participem de um mesmo setor econômico ou exerçam as mesmas atividades. Ao analisarmos as distinções entre as atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras e pelas instituições de pagamento, é possível observar claramente as diferenças entre os produtos e serviços ofertados por cada instituição, bem como entender a lógica por trás da regulação assimétrica observada entre estas instituições.

Nesse sentido, a tabela abaixo resume as principais diferenças entre as instituições financeiras e as instituições de pagamento, envolvendo temas como produtos e serviços ofertados, utilização e proteção dos recursos, regulação prudencial, entre outros, a fim de nortear a análise central do presente estudo:

Tema	Instituições Financeiras	Instituições de Pagamento
<b>Produtos e serviços ofertados</b>	Oferecem uma ampla gama de produtos e serviços financeiros <sup>79</sup> , incluindo não somente a abertura de contas de depósito ou poupança,	Em linhas gerais, ofertam apenas produtos de pagamento, tais como a abertura de contas de pagamento, emissão de cartões de crédito e

<sup>79</sup> Vide art. 17 da Lei 4.595/64.

	<p>mas também empréstimos, financiamentos, e investimento.</p> <p>De maneira geral, exercem atividades privativas de instituições financeiras<sup>80</sup>, dentre as quais se enquadra a intermediação financeira, podendo também prestar serviços de pagamento<sup>81</sup>.</p>	<p>débito, serviços de credenciamento e de iniciação de pagamentos.</p> <p>São expressamente proibidas de praticarem atividades próprias de instituições financeiras<sup>82</sup>, incluindo a intermediação financeira e a concessão de empréstimos de qualquer natureza<sup>83</sup>.</p>
<b>Utilização dos recursos</b>	<p>Embora existam regras determinando requisitos de reserva financeira obrigatória para instituições financeiras, tais instituições utilizam os recursos depositados pelos seus clientes para realizarem a chamada “intermediação financeira”.</p> <p>Tal atividade consiste em captar recursos financeiros junto ao público (como, por exemplo, por meio de depósitos em conta corrente e poupança) e colocá-los à disposição de terceiros sob a forma de empréstimo, financiamento,</p>	<p>Os recursos depositados ou que transitam por instituições de pagamento<sup>84</sup>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● constituem patrimônio segregado, não se confundindo com o da instituição de pagamento e respondendo apenas pelo cumprimento de obrigações de liquidação das transações de pagamento;</li> <li>● não respondem direta ou indiretamente por nenhuma obrigação da instituição de pagamento nem podem ser</li> </ul>

<sup>80</sup> Em linhas gerais, as atividades privativas de instituições financeiras são definidas na legislação pelo art. 17 da Lei nº 4.595/64. No entanto, em razão da redação extremamente abrangente trazida pelo dispositivo legal, cuja interpretação literal poderia levar à conclusão de que todas as atividades econômicas seriam consideradas privativas de instituição financeira, cabe mencionar os elementos da atividade privativa de instituições financeiras listados por Eduardo Salomão (2020, p. 46), o qual define atividades privativas de instituições financeiras somente aquelas que apresentam, cumulativamente, “(i) a captação de recursos de terceiros em nome próprio, (ii) seguida de repasse financeiro através de operação de mútuo, (iii) com o intuito de auferir lucro derivado da maior remuneração dos recursos repassados em relação à dos recursos coletados, (iv) desde que a captação seguida de repasse se realize em caráter habitual”.

<sup>81</sup> Vide art. 16 da Resolução BCB 80/21.

<sup>82</sup> Vide art. 6, §2º, da Lei 12.865/13.

<sup>83</sup> Vide art. 6, §2º, da Lei 12.865/13.

<sup>84</sup> Vide arts. 12 e 12-A da Lei 12.865/13.

	<p>desconto, prestação de garantias, dentre outras operações similares (lucrando mediante o spread bancário existente entre ambas as operações).</p> <p>As regras de reserva financeira para instituições financeiras são estabelecidas pelo BCB para garantir a segurança e a estabilidade do sistema financeiro. Essas regras visam assegurar que as instituições financeiras tenham recursos suficientes para atender aos seus compromissos de curto prazo, mesmo em situações de estresse financeiro. Nesse sentido, a Resolução BCB nº 188, de 23 de fevereiro de 2022 (“Resolução BCB 188/22”) define e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos de poupança, enquanto a Resolução BCB 189/22 regula as regras do recolhimento compulsório sobre recursos à vista e incorpora regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos e de garantias realizadas.</p>	<p>objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial em função de débitos de responsabilidade da instituição de pagamento, exceto para cumprimento das obrigações de liquidação entre os participantes do arranjo de pagamento até o recebimento pelo usuário final recebedor;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• não compõem o ativo da instituição de pagamento, para efeito de falência ou liquidação judicial ou extrajudicial; e</li> <li>• não podem ser objeto de cessão de direitos creditórios nem dados em garantia de débitos assumidos pela instituição de pagamento, exceto se o produto da cessão dos créditos ou da operação garantida for destinado para cumprir as obrigações de liquidação entre os participantes do arranjo de pagamento referentes às transações de pagamento até o recebimento pelo usuário final recebedor, ou para assegurar o cumprimento dessas obrigações.</li> </ul>
--	--	--

<b>Proteção dos recursos</b>	<p>Os recursos depositados em contas correntes (ou contas de depósito à vista)<sup>85</sup> e contas poupança<sup>86</sup> são protegidos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) por registro no Cadastro de Pessoas Físicas (“CPF”) ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (“CNPJ”)<sup>87</sup>.</p>	<p>Embora os recursos que transitem por instituições de pagamento não sejam protegidos pelo FGC, tais recursos constituem patrimônio segregado<sup>88</sup> e, portanto, não podem ser livremente utilizados pelas instituições de pagamento.</p> <p>Além disso, as instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica somente podem alocar os recursos mantidos em contas de pagamento pelos seus clientes em (i) espécie, no BCB; ou (ii) títulos públicos federais, registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic)<sup>89</sup>.</p> <p>Na prática, a totalidade dos recursos depositados ou que transitam por instituições de pagamento são protegidos, sem limitação de valor por CPF ou CNPJ, em razão das restrições associadas à utilização desses recursos pelas instituições de pagamento.</p>
------------------------------	--	--

<sup>85</sup> “Na conta de depósitos à vista, o dinheiro do depositante fica à sua disposição para ser movimentado ou sacado a qualquer momento. Essa conta permite realizar pagamentos e transferir recursos, e também pode ser utilizada em operações de crédito ou aplicações financeiras”. Banco Central do Brasil. (2023). Conta de depósitos. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/p/o-que-e-conta-de-depositos>. Acesso em: 15 de outubro de 2023.

<sup>86</sup> “Já a conta poupança é uma conta que tem como característica principal o propósito de estimular a economia popular, permitindo a aplicação de pequenos valores que passam a gerar rendimentos mensalmente”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/p/o-que-e-conta-de-depositos>. Acesso em: 15 de outubro de 2023.

<sup>87</sup> Vide art. 2 do Anexo II à Resolução CMN nº 4.222, de 23 de maio de 2013.

<sup>88</sup> Vide arts. 12 e 12-A da Lei 12.865/13. Referido instituto é também chamado de “patrimônio de afetação”, sendo uma segregação patrimonial de ativos e passivos destinados à prestação de serviços de pagamento, com o objetivo de proteger os recursos dos clientes em caso de insolvência da instituição de pagamento.

<sup>89</sup> Vide art. 22, §1º, da Resolução BCB 80/21.

<b>Necessidade de autorização para início das atividades</b>	<p>Todos os tipos de instituições financeiras estão sujeitas à autorização prévia do BCB para o início de suas atividades<sup>90</sup>.</p> <p>O processo de autorização envolve a análise da estrutura societária da instituição, da capacidade econômico-financeira dos controladores, viabilidade econômico-financeira, plano de negócios, origem lícita dos recursos utilizados, capacitação técnica dos administradores, entre outros aspectos.</p>	<p>Instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica e iniciadoras de transação de pagamento estão sujeitas à autorização prévia do BCB para o início de suas atividades<sup>91</sup>.</p> <p>Por sua vez, os serviços de credenciamento e de emissão de instrumento de pagamento pós-pago podem ser prestados sem necessidade de autorização prévia do BCB, sendo tal autorização exigida somente se/quando superarem R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) de valor total em transações de pagamento<sup>92</sup>.</p> <p>Vale destacar que as regras mencionadas acima foram resultado de significativas alterações promovidas pelo regulador em 2020, com a edição da Resolução BCB 24/20. Referido normativo introduziu as iniciadoras de transações de pagamento na regulamentação e exigiu que emissoras de moeda eletrônica que iniciaram suas operações a partir de 1º de março de 2021 solicitassem</p>
--	--	---

<sup>90</sup> Vide art. 3º, inc. I, da Resolução CMN nº 4.970, de 25 de novembro de 2021 (“Resolução CMN 4.970/21”).

<sup>91</sup> Vide art. 9º da Resolução BCB 80/21.

<sup>92</sup> Vide art. 11 da Resolução BCB 80/21.

		<p>autorização ao BCB previamente ao início das suas atividades, bem como estabeleceu um cronograma para adaptação de tais instituições que estivessem em operação antes de 1º de março de 2021<sup>93</sup>.</p>
<b>Aplicação da Regulação Prudencial</b>	<p>Para fins da aplicação proporcional da regulação prudencial, o CMN segmentou, por meio da Resolução CMN 4.553/17, as instituições financeiras da seguinte maneira, considerando o porte e a atividade internacional das instituições que compõem cada segmento<sup>94</sup>:</p> <p><b>(i) Segmento 1 (S1):</b> composto pelos bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio e caixas econômicas que <b>(a)</b> tenham porte igual ou superior a 10% (dez por cento) do Produto Interno Bruto (“PIB”); ou <b>(b)</b> exerçam atividade internacional relevante<sup>95</sup>, independentemente do porte da instituição;</p>	<p>A aplicação da regulação prudencial às instituições de pagamento somente teve início em 1º de julho de 2023, com a entrada em vigor da Resolução BCB 197/22.</p> <p>Até então, as instituições de pagamento somente estavam sujeitas a requisitos básicos de capital mínimo<sup>99</sup> e patrimônio líquido mínimo<sup>100</sup> compatíveis com suas atividades.</p> <p>A Resolução BCB 197/22 estabeleceu que conglomerados prudenciais integrado por ao menos uma instituição que realize serviço de pagamento devem ser classificados em um dos seguintes tipos:</p>

<sup>93</sup> Vide art. 10 da Resolução BCB 80/21, que manteve a ideia de cronograma de adaptação trazido pela Resolução BCB 24/20, mas sofreu algumas alterações em suas respectivas datas desde a edição do texto original.

<sup>94</sup> Vide art. 2º da Resolução CMN 4.553/17.

<sup>95</sup> A atividade internacional é considerada relevante nos casos em que o total consolidado de ativos no exterior da instituição seja igual ou superior a US\$10.000.000.000,00 (dez bilhões de dólares dos Estados Unidos da América), nos termos do art. 4, caput, da Resolução CMN 4.553/17.

<sup>99</sup> Vide arts. 17 a 20 da Resolução BCB 80/21.

<sup>100</sup> Vide arts. 8 a 11 da Circular BCB 3.681/13, revogados a partir de 1º de julho de 2023 pela Resolução BCB 198/22.

	<p><b>(ii) Segmento 2 (S2):</b> composto <b>(a)</b> pelos bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio e caixas econômicas, de porte inferior a 10% (dez por cento) e igual ou superior a 1% (um por cento) do PIB; e <b>(b)</b> pelas demais instituições de porte igual ou superior a 1% (um por cento) do PIB;</p> <p><b>(iii) Segmento 3 (S3):</b> composto pelas instituições de porte inferior a 1% (um por cento) e igual ou superior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB;</p> <p><b>(iv) Segmento 4 (S4):</b> composto pelas instituições de porte inferior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB; e</p> <p><b>(v) Segmento 5 (S5):</b> composto pelas instituições de porte inferior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB, que não sejam bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio, caixas econômicas ou agências de fomento, e que utilizem metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio</p>	<p>(i) Tipo 1: conglomerado prudencial cuja instituição líder seja instituição financeira ou outra instituição autorizada a funcionar pelo BCB sujeita à Lei 4.595/64;</p> <p>(ii) Tipo 2: conglomerado prudencial cuja instituição líder seja instituição de pagamento e que não seja integrado por instituição financeira ou por outra instituição autorizada a funcionar pelo BCB sujeita à Lei 4.595/64, ou sujeita à Lei 10.194/01; ou</p> <p>(iii) Tipo 3: conglomerado prudencial cuja instituição líder seja instituição de pagamento e que seja integrado por instituição financeira ou por outra instituição autorizada a funcionar pelo BCB sujeita à Lei 4.595/64, ou sujeita à Lei 10.194/01.</p> <p>Os conglomerados Tipo 1 já se submetem à regulação prudencial anteriormente existente (tendo em vista que a instituição líder está sujeita às regras descritas na coluna ao lado).</p> <p>Por sua vez, conglomerados prudenciais Tipo 2 e instituições de</p>
--	---	---

	<p>de Referência Simplificado (PRS5).</p> <p>A princípio, no que se refere à aplicação da proporcionalidade na regulação prudencial incidente em cada um dos segmentos, as instituições de grande porte, integrantes do segmento S1, estão sujeitas a um alinhamento total com as recomendações de Basileia<sup>96</sup>, que representam padrões adotados internacionalmente relacionados à supervisão bancária. Por outro lado, as instituições integrantes do Segmento S5, por exemplo, sujeitam-se a uma metodologia facultativa simplificada para apuração dos requerimentos mínimos prudenciais e a uma estrutura simplificada de gerenciamento de riscos.</p> <p>Ainda, cabe mencionar que o enquadramento mencionado acima deve ser efetuado com base em informações consolidadas, considerando o porte conjunto de todas as instituições integrantes do</p>	<p>pagamento não pertencentes a conglomerado têm nova definição de capital regulamentar, passando do antigo patrimônio líquido ajustado pelas contas de resultado (PLA) para o Patrimônio de Referência de Instituição de Pagamento (PRip), bem como estabelecimento da metodologia de apuração dos requerimentos mínimos de PRip, com o objetivo de prover tanto a cobertura dos riscos associados aos serviços de pagamento prestados quanto dos riscos oriundos das demais atividades exercidas.</p> <p>Por fim, conglomerados prudenciais Tipo 3 são agora enquadrados em um dos seguintes segmentos, conforme definições e regras mencionadas na coluna ao lado: (i) Segmento 2 (S2); (ii) Segmento 3 (S3); (iii) Segmento 4 (S4); ou (iv) Segmento 5 (S5).</p>
--	--	--

<sup>96</sup> Segundo o próprio BCB, “as recomendações do Comitê de Basileia visam harmonização da regulação prudencial adotadas pelos seus membros, com objetivo de melhorar a competição entre os bancos internacionalmente ativos, cuja relevância é crescente em face da internacionalização dos mercados financeiros. Além das recomendações, o Comitê divulga princípios essenciais para supervisão bancária eficaz (Basel core principles), padrão utilizado internacionalmente para avaliação da eficácia da supervisão bancária de um país”. Mais informações sobre as recomendações de Basileia estão disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acessado em 5 out. 2023.

	<p>conglomerado prudencial<sup>97</sup> por meio da consolidação operacional das demonstrações financeiras<sup>98</sup>.</p> <p>Por fim, vale ressaltar que as regras relacionadas à segmentação de instituições financeiras e demais autorização a funcionar pelo BCB mencionadas acima não se aplicam às (i) administradoras de consórcio ou às (ii) instituições de pagamento, desde que sejam instituições independentes de conglomerado prudencial.</p>	
<b>Regulação de Conduta<sup>101</sup></b>	<p>A Lei 4.595/64 confere ao CMN a função de regular as instituições financeiras, competindo ao BCB somente a aprovação dos pedidos de autorização, a supervisão e a aplicação de sanções</p>	<p>Diferentemente do que ocorre com as instituições financeiras, a Lei 12.865/13 conferiu ao BCB o poder de regular as atividades desenvolvidas pelas instituições de pagamento.</p>

<sup>97</sup> Nos termos do art. 2º da Resolução CMN 4.950/21, conglomerado prudencial é o grupo integrado pelas seguintes entidades: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB que detenha o controle sobre uma ou mais entidades citadas no item (ii); e (ii) entidades controladas, direta ou indiretamente, no País ou no exterior, pela instituição mencionada no item (i) acima, que sejam: (a) instituições financeiras; (b) demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB; (c) instituições de pagamento não autorizadas a funcionar pelo BCB; (d) entidades que realizem aquisição de operações de crédito, inclusive imobiliário, ou de direitos creditórios, a exemplo de sociedades de fomento mercantil, sociedades securitizadoras e sociedades de objeto exclusivo; (e) outras pessoas jurídicas que tenham por objeto social exclusivo a participação societária nas entidades mencionadas nos itens "a" a "d"; e (f) fundos de investimento.

<sup>98</sup> Vide art. 2º, § 6º, da Resolução CMN 4.553/17.

<sup>101</sup> “A regulação de condutas é aquela que estabelece obrigações ou procedimentos para os agentes nas suas relações concretas, outorgando proteção aos diferentes tipos de clientes (conforme o grau de especialização destes) ou de contrapartes das instituições. Em tal modalidade são adotados, predominantemente, regimes prescritivos, autorizando ou proibindo determinadas práticas ou determinando procedimentos. Essas prescrições podem abranger um amplo leque de atividades, indo desde a oferta dos produtos financeiros até o estabelecimento de obrigações de informar, de adotar condutas padronizadas, de manter estruturas de atendimento etc.” Cf. YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, 2º edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 193.

	<p>administrativas cabíveis<sup>102</sup>.</p> <p>Dessa forma, o CMN estabelece normas Tais normas incluem questões associadas a controles internos, gerenciamento de riscos, prevenção à lavagem de dinheiro, controles internos, governança corporativa, <i>compliance</i>, manutenção e cálculo de determinados indicadores financeiros, entre outros.</p> <p>Dentre os assuntos regulados pelo CMN e pelo BCB, destacam-se os seguintes: (i) processo de autorização e questões societárias<sup>103</sup>; (ii) prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo<sup>104</sup>; (iii) cumprimento das sanções impostas pelas resoluções do Conselho de Segurança das Nações Unidas<sup>105</sup>; (iv) fraude<sup>106</sup>; (v) relacionamento com clientes<sup>107</sup>; (vi) ouvidoria<sup>108</sup>;</p>	<p>De maneira geral, instituições de pagamento não sujeitas à autorização do BCB para início das suas atividades estão sujeitas a um regime regulatório simplificado<sup>115</sup>, uma vez que a regulamentação editada pelo BCB é majoritariamente aplicável a instituições de pagamento autorizadas.</p> <p>Por outro lado, a regulamentação aplicável às instituições de pagamento autorizadas é muito similar à regulamentação que rege as operações das instituições financeiras<sup>116</sup>, incluindo questões relacionadas a: (i) processo de autorização e questões societárias<sup>117</sup>; (ii) prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo<sup>118</sup>; (iii) cumprimento das sanções impostas pelas resoluções do Conselho de Segurança das Nações</p>
--	---	---

<sup>102</sup> Nesse sentido, vide a Tabela 5 - Comparativo entre as competências do Banco Central atribuídas pela Lei 12.865/13 e pela Lei 4.595/64 na obra de Cohen (2023, p. 170-173).

<sup>103</sup> Conforme Resolução CMN 4.970/21.

<sup>104</sup> Conforme Circular BCB nº 3.978, de 23 de janeiro de 2020 (“Circular BCB 3.978/20”).

<sup>105</sup> Resolução BCB nº 44, de 24 de novembro de 2020 (“Resolução BCB 44/20”).

<sup>106</sup> Resolução BCB nº 142, de 23 de novembro de 2021 (“Resolução BCB 142/21”).

<sup>107</sup> Resolução CMN nº 4.949, de 30 de setembro de 2021.

<sup>108</sup> Resolução CMN nº 4.860, de 23 de outubro de 2020.

<sup>115</sup> A princípio, somente leis e normas gerais são aplicáveis a tais instituições, tais como, mas sem limitações, a Lei 12.865/13, a Lei 9.613/98 (que trata de prevenção à lavagem de dinheiro).

<sup>116</sup> Sendo alguns assuntos até mesmo regulados pela mesma norma aplicável às instituições financeiras.

<sup>117</sup> Conforme Resoluções BCB 80/21 e 81/21.

<sup>118</sup> Conforme Circular BCB 3.978/20.

	(vii) segurança cibernética <sup>109</sup> ; (viii) gerenciamento de riscos <sup>110</sup> ; (ix) tarifas <sup>111</sup> ; (x) compliance <sup>112</sup> ; (xi) controles internos <sup>113</sup> ; e (xii) auditorias internas e independentes <sup>114</sup> .	Unidas <sup>119</sup> ; (iv) fraude <sup>120</sup> ; (v) relacionamento com clientes <sup>121</sup> ; (vi) ouvidoria <sup>122</sup> ; (vii) segurança cibernética <sup>123</sup> ; (viii) gerenciamento de riscos <sup>124</sup> ; (ix) tarifas <sup>125</sup> ; (x) compliance <sup>126</sup> ; (xi) controles internos <sup>127</sup> ; e (xii) auditorias internas e independentes <sup>128</sup> .
--	--	--

**Tabela 1: Elaboração própria**

Embora discussões sobre o tema usualmente tenham como foco os requisitos regulatórios exigidos de instituições financeiras que não são exigidos de instituições de pagamento (como, por exemplo, questões associadas à manutenção de índices de liquidez, maior capital prudencial requerido e, até meados de 2023, a não aplicação de uma regulação prudencial às instituições de pagamento), o escopo mais amplo de atuação das instituições financeiras não pode ser deixado de lado neste debate. O mais visível exemplo disto é a própria atividade core das instituições financeiras: a intermediação financeira.

Não existem dúvidas de que instituições financeiras estão sujeitas a requisitos regulatórios de capital, patrimônio líquido e liquidez mais rígidos e complexos que os exigidos das instituições de pagamento, mesmo após a criação de uma regulação prudencial para abranger esses agentes econômicos. No entanto, ao passo que os recursos depositados e que transitam pelas instituições de pagamento estão sujeitos a grandes restrições, as

<sup>109</sup> Resolução CMN nº 4.893, de 26 de fevereiro de 2021.

<sup>110</sup>Conforme Resolução CMN nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017, e Resolução CMN nº 4.606, de 19 de outubro de 2017, para instituições financeiras e determinados conglomerados prudenciais

<sup>111</sup> Conforme Resolução CMN nº 3.919, de 25 de novembro de 2010 (“Resolução CMN 3.919/10”).

<sup>112</sup> Conforme Resolução CMN nº 4.595, de 28 de agosto de 2017.

<sup>113</sup> Conforme Resolução CMN nº 4.968, de 25 de novembro de 2021.

<sup>114</sup> Conforme Resolução CMN nº 4.879, de 23 de dezembro de 2020, e Resolução CMN nº 4.910, de 27 de maio de 2021.

<sup>115</sup> Resolução BCB 44/20.

<sup>116</sup> Resolução BCB 142/21.

<sup>121</sup> Resolução BCB nº 155, de 14 de outubro de 2021 (“Resolução BCB 155/21”).

<sup>122</sup> Resolução BCB nº 28, de 23 de outubro de 2020 (“Resolução BCB 28/20”).

<sup>123</sup> Resolução BCB nº 85, de 8 de abril de 2021 (“Resolução BCB 85/21”).

<sup>124</sup> Resolução BCB 198/22, para instituições de pagamento e determinados conglomerados prudenciais, e Resolução BCB nº 265, de 25 de novembro de 2022, para determinados conglomerados prudenciais (“Resolução BCB 265/22”).

<sup>125</sup> Conforme Resolução CMN 3.919/10.

<sup>126</sup> Resolução BCB nº 65, de 26 de janeiro de 2021 (“Resolução BCB 65/21”).

<sup>127</sup> Resolução BCB nº 260, de 22 de novembro de 2022 (“Resolução BCB 260/21”).

<sup>128</sup> Resolução BCB nº 130, de 20 de agosto de 2021 (“Resolução BCB 130/21”).

instituições financeiras utilizam tais recursos para realizarem a intermediação financeira, lucrando com o spread bancário decorrente dessas operações. Assim, a análise comparativa permite visualizar de maneira mais direta que a assimetria regulatória existente guarda uma lógica e proporcionalidade com as atividades desempenhadas por cada uma das instituições.

A tabela acima também permite observar de maneira mais clara que as instituições de pagamento são tão reguladas quanto as instituições financeiras, em especial atenção às regras de conduta, as quais possuem conteúdos idênticos ou muito semelhantes aos normativos aplicáveis às instituições financeiras.

Resta evidente que a assimetria regulatória observada decorre simplesmente da assimetria entre as atividades desenvolvidas, demonstrando que a existência de uma regulação assimétrica não significa que um tipo de instituição é “mais regulada” que a outra, mas sim que tipos diferentes de instituições são reguladas na proporcionalidade das atividades desempenhadas e dos riscos apresentados. Neste ínterim, conforme será aprofundado na próxima seção, as medidas implementadas pelo regulador para trazer mais simetria regulatória ao mercado, embora tenham endereçado positivamente certas distorções até então existentes no setor, não consideram que os modelos de negócio e cenários de atuação destas instituições são, na realidade, assimétricos. Observa-se, portanto, a tentativa de igualar determinados requisitos regulatórios entre tipos de instituições distintas.

#### **IV. 3. Potenciais problemas da nova regulação prudencial aplicável a instituições de pagamento**

Conforme se depreende da análise da Tabela 1 acima, é evidente que as atividades desempenhadas por instituições financeiras e por instituições de pagamento são amplamente distintas entre si, de modo que a aplicação da regulação prudencial com base nos mesmos parâmetros e mecanismos utilizados na regulação prudencial aplicável às instituições financeiras pode gerar determinadas distorções regulatórias e, até mesmo, inibir a entrada e o crescimento de novos agentes no setor de pagamentos.

Apesar deste trabalho ter como escopo principal a análise crítica de potenciais problemas da nova regulação prudencial aplicável a instituições de pagamento em razão de um desequilíbrio entre o aumento dos requerimentos regulatórios e as atividades desenvolvidas por tais instituições, não se deve perder de vista que parte das mudanças regulatórias realizadas no setor pelo BCB nos últimos anos foram, na realidade, positivas, e trouxeram maior segurança e robustez ao mercado. A título de exemplo, podemos mencionar a sujeição das instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica à necessidade de

autorização prévia do BCB para início das operações. Apesar desta medida ter sido encarada como uma restrição à entrada no mercado de pagamentos por determinados agentes econômicos, referida alteração atribuiu clareza à regulamentação aplicável a tais instituições, garantindo que estariam sujeitas à regulamentação do BCB na oferta dos serviços de pagamento, uma vez que sua atividade consiste em armazenar recursos detidos pelos usuários finais. Até então, instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica somente se sujeitavam à regulamentação do BCB se/quando atingidos determinados volumes transacionais, não sendo obrigadas a observarem quaisquer regras ou normas referentes a gerenciamento de riscos, controles internos, segurança cibernética, entre outros. Além disso, a própria sujeição das instituições de pagamento a uma regulação prudencial, embora objeto de críticas no presente trabalho, foi uma importante medida para garantir que grandes conglomerados financeiros tivessem o mesmo tratamento regulatório, uma vez que, até então, conglomerados prudenciais integrados por instituições financeiras mas liderados por instituições de pagamento não eram considerados conglomerado prudencial para fins da aplicação da regulação prudencial (mesmo apresentando praticamente as mesmas características de um conglomerado integrado por instituição de pagamento mas liderado por uma instituição financeira).

Embora determinadas alterações na regulação realmente tenham colaborado para garantir uma melhor robustez ao mercado de pagamentos brasileiro, a edição do arcabouço de regulação prudencial às instituições de pagamento desconsiderou diferenças relevantes entre as atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras e pelas instituições de pagamento, bem como não se atentou a distinções entre os serviços ofertados pelas próprias instituições de pagamento. Conforme destrinchado abaixo, podem-se observar 3 (três) potenciais problemáticas e distorções trazidas pela nova regulação prudencial aplicável às instituições de pagamento, sendo (i) o enquadramento das instituições não integrantes de conglomerados prudenciais; (ii) o ônus regulatório excessivo resultante da aplicação dessas regras às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica em decorrência de uma oneração dupla resultado da imposição de requisitos de patrimônio líquido e capital prudencial mais rigorosos sem uma diminuição proporcional das restrições existentes para a utilização dos recursos que transitam por estas instituições<sup>129</sup>; e (iii) a aplicação desnecessária de determinados requisitos às instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento.

---

<sup>129</sup> Conforme demonstrado na Tabela 1, diferentemente das instituições financeiras, as instituições de pagamento possuem grandes restrições no que tange à utilização dos recursos de seus clientes que transitam pela instituição, não realizando, por exemplo, a intermediação financeira. A intermediação financeira justifica a existência de requisitos regulatórios mais rigorosos no que

#### ***A. Enquadramento das instituições não integrantes de conglomerados prudenciais***

Conforme descrito na Tabela 1 acima, conglomerados prudenciais Tipo 2 e instituições de pagamento não pertencentes a conglomerado estão sujeitas às mesmas regras prudenciais<sup>130</sup>, possuindo nova definição de capital regulamentar, passando do antigo patrimônio líquido ajustado pelas contas de resultado (PLA) para o Patrimônio de Referência de Instituição de Pagamento (PRip), bem como estabelecimento da metodologia de apuração dos requerimentos mínimos de PRip, com o objetivo de prover tanto a cobertura dos riscos associados aos serviços de pagamento prestados quanto dos riscos oriundos das demais atividades exercidas. Em linha com afirmações do próprio BCB, um dos motivadores da edição da regulamentação foi o desenvolvimento do mercado de pagamentos nos últimos anos, no qual se verificou o provimento de novos serviços correlatos aos de pagamento por meio da constituição de fundos de investimento ou mesmo outras instituições de pagamento subsidiárias, o que tornou necessária a atualização do arcabouço regulatório prudencial<sup>131</sup>.

Embora a preocupação do BCB seja válida ao querer considerar os riscos envolvidos nas atividades desempenhadas por instituições não financeiras que acabaram sendo constituídas por instituições de pagamento para viabilizar a oferta de determinados serviços e produtos (como, por exemplo, os fundos de investimentos em direitos creditórios - FIDCs), a aplicação das regras prudenciais em questão não leva em consideração o cenário das instituições de pagamento não integrantes de conglomerados prudenciais e o seu porte. A título de exemplo, a segmentação da regulação prudencial aplicável a instituições financeiras, embora, via de regra, considere o porte do conglomerado prudencial para seu enquadramento, também é aplicável a instituições financeiras que não integrem nenhum conglomerado. Dessa forma, tais instituições financeiras possuem uma regulação proporcional ao seu porte e relevância de atividades internacionais, não se sujeitando a regras que foram originalmente pensadas para abranger atividades e instituições de portes distintos.

Por outro lado, ao igualar o regime aplicável às instituições de pagamento não integrantes de conglomerados prudenciais ao regime aplicável aos conglomerados Tipo 2, o regulador acabou por desconsiderar o cenário de instituições de pagamento menores que não possuem sequer outras instituições não-financeiras (como fundos de investimento) atreladas ao seu modelo de negócio. Nesse sentido, inexiste sequer uma segmentação para nortear e garantir a proporcionalidade na aplicação das regras prudenciais a tais instituições.

---

<sup>130</sup> Vide art. 1º da Resolução BCB 198/22.

<sup>131</sup> Nesse sentido, vide Exposição de Motivos da Resolução BCB 198/22.

## ***B. Ônus regulatório excessivo resultante da aplicação dessas regras às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica***

Anteriormente à edição da nova regulação prudencial aplicável a instituições de pagamento pelo BCB, a obrigação de manutenção da totalidade do saldo de moeda eletrônica mantida por seus clientes em suas contas de pagamento pré-pagas em espécie junto ao BCB ou em títulos públicos federais já era considerada uma medida de regulação prudencial adotada pelo regulador com o objetivo de mitigar o risco sistêmico de tais instituições e, ainda, garantir que o usuário final sempre tivesse acesso aos seus recursos depositados em contas de pagamento<sup>132</sup>.

Conforme descrito na Tabela 1 acima, diferentemente das instituições de pagamento, as instituições financeiras realizam a chamada “intermediação financeira” e, portanto, não possuem tal obrigação em relação aos recursos depositados em suas contas de depósito e poupança<sup>133</sup>. Nesse ínterim, ao aplicar requisitos prudenciais adicionais às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica com o objetivo de aumentar a qualidade de seu capital, o regulador não considerou o duplo ônus regulatório sob o qual tais instituições estariam sujeitas, uma vez que a regulamentação já estabelece regras super restritas no que se refere à utilização dos recursos mantidos pelos clientes em contas de pagamento.

Exigir um patrimônio de referência mais “qualificado” ao mesmo tempo em que se restringe demasiadamente as formas de utilização dos recursos mantidos em tais instituições pode acabar por trazer complexidades regulatórias excessivamente onerosas a tais instituições que não se justificam. Sob essa perspectiva, uma vez aplicada a regulação prudencial com o intuito de aumentar a qualidade do capital de tais instituições, a obrigação regulatória de manutenção de 100% (cem por cento) dos recursos mantidos em contas de pagamento em espécie junto ao BCB ou em títulos públicos federais poderia ser revista. Cabe relembrar que as instituições financeiras realizam a chamada intermediação financeira, razão que justifica a exigência de manutenção de requisitos de liquidez, patrimônio de referência e capital regulatório mais estritos quando comparados com instituições de pagamento que possuem possibilidades de utilização limitada desses recursos (conforme demonstrado na Tabela 1 acima).

---

<sup>132</sup> Nesse sentido, Cohen (2023, p. 163) menciona que (i) as restrições sobre o uso de ativos e exercício de atividades e (ii) os requerimentos de capital são exemplos de medidas de regulação prudencial adotadas pelo regulador.

<sup>133</sup> Embora existam requisitos relacionados à manutenção de reserva financeira por essas instituições, referida obrigação não abrange a totalidade dos recursos depositados.

### **C. Aplicação desnecessária de determinados requisitos às instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento**

Conforme mencionado anteriormente, a Resolução BCB 198/22 estabelece o requerimento mínimo de PR das instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento e a sua metodologia de apuração<sup>134</sup>. No entanto, a aplicação de determinados requisitos prudenciais, em especial o cálculo do componente “PISP”, às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica é desnecessária e, ainda, provoca um ônus regulatório desproporcional às atividades desempenhadas por tais instituições.

O cálculo do RWA tem como objetivo levar em consideração o risco de todas as atividades desenvolvidas pela instituição no cálculo do patrimônio de referência de tais instituições, sendo, no caso das instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento, composto pelo componente “PISP”. Por sua vez, o componente “PISP” faz parte do cálculo do RWA, e corresponde a 1,5% (um inteiro e cinco décimos por cento) “*do valor médio mensal das transações de pagamento iniciadas pela instituição nos últimos 12 (doze) meses*”<sup>135</sup>.

No entanto, em razão da própria natureza das atividades desempenhadas pelas instituições de pagamento iniciadoras de transações de pagamento, o cálculo do componente “PISP” não se faz necessário, uma vez que exerce praticamente nenhum impacto no nível de risco da instituição, tendo em vista que tais instituições não apresentam os mesmos riscos de crédito e liquidez observados nas demais instituições de pagamento.

Assim, o componente “PISP” não deveria ser parte do cálculo do RWA de instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento pelos seguintes motivos: (i) não ingerência da instituição de pagamento iniciadora de transação de pagamento no fluxo de pagamento, (ii) existência de um capital mínimo para início das operações, (iii) sujeição ao arcabouço regulatório aplicável às instituições de pagamento autorizadas, e (iv) não ingerência da instituição de pagamento iniciadora de transação de pagamento no processo de autenticação dos clientes.

Conforme a própria definição de “iniciador de transação de pagamento” trazida pela regulamentação<sup>136</sup>, tais instituições não gerenciam contas de pagamento e não detêm os

---

<sup>134</sup> Em linha com o art. 6º da Resolução BCB 198/22, o requerimento mínimo de PR deve ser apurado mediante aplicação de um percentual (fator “F”) ao montante dos ativos ponderados pelo risco (“RWA”). No caso das ITPs, uma das parcelas do RWA é composta pelos serviços de iniciação de transação de pagamentos, o componente “PISP”.

<sup>135</sup> Vide art. 7, §7º, da Resolução BCB 198/22.

<sup>136</sup> Conforme art. 3º, IV da Resolução BCB 80/21, o iniciador de transação de pagamento é instituição de pagamento que presta serviço de iniciação de transação de pagamento: (i) sem gerenciar conta de pagamento; e (ii) sem deter em momento algum os fundos transferidos na prestação do serviço.

fundos transferidos em nenhum momento do fluxo financeiro envolvido na transação de pagamento. Dessa forma, tendo em vista o rol restrito de atividades que podem ser desempenhadas por tais instituições, estas não estariam sujeitas a risco de liquidez<sup>137</sup> ou de crédito<sup>138</sup> no fluxo de pagamentos, de modo que considerar o montante das transações iniciadas como um dos fatores no cálculo dos ativos ponderados pelo risco (RWA) cria uma distorção em comparação aos riscos efetivamente incorridos em tais atividades.

Em razão da necessidade de autorização prévia para início de suas atividades, as instituições iniciadoras de transação de pagamento já estão sujeitas à integralização e manutenção de capital mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)<sup>139</sup>. Tendo em vista o rol restrito de atividades desenvolvidas por tais instituições, o capital mínimo em questão já é suficiente para assegurar a existência de fundos para a consecução das atividades de iniciação de transações de pagamento, de modo que a exigência de manutenção de patrimônio de referência que tenha como fator de cálculo o valor médio mensal das transações de pagamento iniciadas pela instituição se torna excessivamente onerosa.

Conforme já mencionado, as instituições iniciadoras de transação de pagamento estão sujeitas à autorização prévia do BCB para iniciarem suas atividades. Consequentemente, tais instituições estão sujeitas às mesmas regras de conduta aplicáveis às demais instituições de pagamento, incluindo requisitos mínimos associados (i) ao processo de autorização e questões societárias<sup>140</sup>; (ii) à prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo<sup>141</sup>; (iii) ao cumprimento das sanções impostas pelas resoluções do Conselho de Segurança das Nações Unidas<sup>142</sup>; (iv) à fraude<sup>143</sup>; (v) ao relacionamento com clientes<sup>144</sup>; (vi) à ouvidoria<sup>145</sup>; (vii) à

---

<sup>137</sup> Nos termos do art. 16 da Resolução BCB 198/22, o risco de liquidez é definido como “*a possibilidade de a instituição: I - não ser capaz de honrar eficientemente suas obrigações esperadas e inesperadas, correntes e futuras sem afetar suas operações diárias e sem incorrer em perdas significativas; ou II - não ser capaz de converter moeda eletrônica em moeda física ou escritural no momento da solicitação do usuário*

<sup>138</sup> Nos termos do art. 19 da Resolução BCB 198/22, o risco de crédito é definido como “*a possibilidade de ocorrência de perdas associadas: I - ao não cumprimento pela contraparte de suas respectivas obrigações financeiras nos termos pactuados; II - à desvalorização ou redução de remunerações e de ganhos esperados em instrumento financeiro decorrentes da deterioração da qualidade creditícia do instrumento, da contraparte ou de interveniente; III - às vantagens concedidas na reestruturação de instrumentos financeiros, conforme definido no § 1º, inciso II; e IV - aos custos de recuperação, considerado o inadimplemento: a) do usuário final perante o emissor de instrumento de pagamento pós-pago; b) do emissor perante o credenciador de instrumento de pagamento; e c) de instituição devedora de outra instituição decorrente de acordo de interoperabilidade entre diferentes arranjos de pagamento*

<sup>139</sup> Vide art. 17, II da Resolução BCB 80/21.

<sup>140</sup> Conforme Resoluções BCB 80/21 e 81/21.

<sup>141</sup> Conforme Circular BCB 3.978/20.

<sup>142</sup> Resolução BCB 44/20.

<sup>143</sup> Resolução BCB 142/21.

<sup>144</sup> Resolução BCB 155/21.

<sup>145</sup> Resolução BCB 28/20.

segurança cibernética<sup>146</sup>; (viii) ao gerenciamento de riscos<sup>147</sup>; (ix) às tarifas<sup>148</sup>; (x) ao *compliance*<sup>149</sup>; (xi) aos controles internos<sup>150</sup>; e (xii) às auditorias internas e independentes<sup>151</sup>.

A inexistência de risco de liquidez e de crédito mencionada acima, em conjunto com a aplicação de todo o arcabouço regulatório do BCB desde o início de suas atividades, o qual abrange a implementação de mecanismos de monitoramento do risco operacional (em especial no que se refere ao controle de falhas na iniciação de transações de pagamento) parece suficiente para assegurar a robustez nos serviços de pagamento prestados por tais instituições ao público.

Embora as instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento estejam sujeitas a obrigações de prevenção à lavagem de dinheiro relacionadas a procedimentos destinados a conhecer seus clientes<sup>152</sup>, tais instituições não são responsáveis pela etapa de autenticação da transação de pagamento<sup>153</sup>, atuando meramente como provedoras de interface tecnológica na iniciação da transação de pagamento.

Assim, mesmo que grande parte das mudanças regulatórias realizadas no setor pelo BCB nos últimos anos foram, na realidade, positivas, e trouxeram maior segurança e robustez ao mercado, o balanceamento de alguns aspectos da nova regulação prudencial aplicável às instituições de pagamento com as atividades e cenários de atuação que envolvem tais instituições torna-se objeto de estudo e discussão, em especial no contexto do dilema entre a concorrência, inovação e higidez do mercado. Embora o objetivo primordial da regulação seja adaptar os requisitos prudenciais aos novos produtos e serviços que surgiram no mercado de pagamentos nos últimos anos, em especial modelos de negócio que incluem a atuação de instituições financeiras ou não-financeiras (como fundos de investimento) em conjunto com as instituições de pagamento, o regulador não parece ter se atentado a operações mais simples que envolvem a prestação de apenas uma modalidade de serviço de pagamento por apenas uma instituição de pagamento.

Nesse contexto, a observância da regulação prudencial da forma em que foi idealizada por determinadas instituições pode se tornar demasiadamente onerosa e, consequentemente, restringir a entrada e o fomento da inovação no setor, resultados contrários aos próprios ideais

---

<sup>146</sup> Resolução BCB 85/21.

<sup>147</sup> Resolução BCB 198/22, para instituições de pagamento e determinados conglomerados prudenciais, e Resolução BCB 265/22, para determinados conglomerados prudenciais.

<sup>148</sup> Conforme Resolução CMN 3.919/10.

<sup>149</sup> Resolução BCB 65/21.

<sup>150</sup> Resolução BCB 260/22.

<sup>151</sup> Resolução BCB 130/21.

<sup>152</sup> Nos termos da Circular BCB 3.978/20.

<sup>153</sup> Nesse sentido, o art. 16 da Resolução Conjunta nº 1, de 8 de maio de 2020, que regula o *Open Finance*, estabelece que a instituição detentora de conta é a responsável por adotar procedimentos e controles para autenticação do cliente, e não as iniciadoras de transação de pagamento.

do regulador apresentados por meio da Agenda BC#. Além disso, cabe mencionar que o fomento à concorrência e inovação no setor trazem benefícios diretos à população, tais como um aumento na inclusão financeira e bancarização da população.

## V. CONCLUSÃO

Em primeiro lugar, o presente trabalho parte do pressuposto de que existe uma assimetria regulatória entre os mercados de serviços financeiros e de pagamentos. Por outro lado, a assimetria é apresentada como uma estratégia de regulação responsável por inúmeros benefícios à sociedade, tais como o fomento à inovação, inclusão financeira, bancarização, diminuição de custos e tarifas, entre outros. Dessa forma, uma das primeiras conclusões deste trabalho é que a Lei 12.865/13 e sua regulamentação foram, de fato, grandes propulsores do desenvolvimento do mercado de pagamentos, transformando completamente o mercado ao inserir novos agentes econômicos (*i.e.*, os arranjos e instituições de pagamento) em um mercado originalmente dominado por grandes instituições financeiras. Ao longo dos anos, o crescimento e desenvolvimento do mercado de pagamentos, em especial das instituições de pagamento, tem causado descontentamentos às instituições financeiras, as quais alegam que a assimetria regulatória existente entre as instituições financeiras e as instituições de pagamento estaria gerando prejuízos à concorrência e distorcendo o mercado.

Como demonstrado no presente trabalho, essa existente assimetria regulatória nada mais é que uma estratégia de regulação, utilizada em diversos setores e países, que foi inserida no mercado de pagamentos em razão dos diferentes níveis de poder econômico detidos por esses agentes. No entanto, a discussão em questão chamou atenção do regulador, que vem aumentando os requisitos regulatórios aplicáveis a esse setor desde 2020.

Conforme se depreende das análises acima acerca de potenciais problemáticas trazidas pela nova regulação prudencial aplicável a instituições de pagamento, a solução encontrada pelo regulador para trazer mais simetria regulatória ao mercado não considera de maneira suficiente os modelos de negócio e cenários de atuação destas instituições são, na realidade, assimétricos. Embora o aumento de requisitos prudenciais como forma de melhorar a qualidade do patrimônio das instituições de pagamento e a inclusão de conglomerados prudenciais formados por essas instituições no âmbito de aplicação da regulação prudencial sejam justificáveis com base no desenvolvimento experienciado pelo setor nos últimos anos e tragam mais robustez e segurança ao ecossistema, a nova regulação prudencial das instituições de pagamento não apresenta o correto balanceamento para se consolidar como a solução para tornar a regulação mais simétrica ou o sistema mais sólido.

Nessa discussão, é importante ressaltar que a assimetria regulatória é apenas uma estratégia de regulação adotada em diversos setores por diversos países com o intuito de

equilibrar os requisitos regulatórios aplicáveis aos agentes econômicos pertencentes ao mesmo setor mas que, por fatores diversos, não se encontram em condições de competição igualitárias. Sob essa perspectiva, fica evidente que a imposição de novos requisitos prudenciais às instituições de pagamento deve ser analisada com base em uma dinâmica diferenciada da existente para instituições financeiras, considerando os distintos modelos de negócio existentes nesse mercado, a fim de mitigar eventuais efeitos negativos na entrada de novos participantes, no fomento à concorrência ou à inovação.

Ao responder o questionamento que deu início ao presente estudo, pode-se concluir que embora as mudanças regulatórias promovidas pelo BCB nos últimos anos tenha sido positiva ao aumentar a higidez do sistema de pagamentos brasileiro, alguns pontos não foram corretamente calibrados e considerados em tais iniciativas regulatórias, em especial no que se refere a instituições de pagamento que não integram qualquer conglomerado financeiro. A título de exemplo, o presente estudo observou três potenciais problemáticas e distorções trazidas pela nova regulação prudencial, sendo estas: (i) o tratamento concebido a instituições de pagamento não integrantes de conglomerados prudenciais; (ii) o ônus regulatório excessivo resultante da aplicação de determinadas regras às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica; e (iii) a aplicação desnecessária de determinados requisitos às instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento.

Assim, conclui-se que a nova regulação prudencial, embora tenha uma importância sistêmica ao trazer para o escopo da regulação prudencial conglomerados formados por instituições de pagamento que, apesar de apresentarem grande complexidade e até mesmo serem integrados por instituições financeiras, não eram abrangidos pela antiga regulamentação, também se precipitou ao exigir que instituições de pagamento não integrantes de conglomerados ou com modelos de negócio extremamente específicos e nichados (tais como as instituições de pagamento iniciadoras de transação de pagamento) cumprissem com exigências prudenciais não compatíveis com o risco sistêmico decorrente de suas atividades.

## VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANTUNES, Jonas. A regulamentação assimétrica no Brasil. 2011. Disponível em: <http://www.telcomp.org.br/site/wp-content/uploads/downloads/2012/01/20111215-A-regula%C3%A7%C3%A3o-assim%C3%A9trica-no-Brasil.pdf>. Acesso em: 18 de novembro de 2023.

Banco de Compensações Internacionais. Sistemas de liquidação pelo valor bruto em tempo real. 1 ed. Basileia: BIS, 1997. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/lbtr.pdf>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Sistema de Transferência de Reservas (STR). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/str>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Agenda BC#. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/aceessoinformacao/bchashitag?modalAberto=sobre\\_agenda](https://www.bcb.gov.br/aceessoinformacao/bchashitag?modalAberto=sobre_agenda). Acesso em: 19 de novembro de 2023.

Banco Central do Brasil. Sistema de Transferência de Reservas (STR). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/str>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil (BCB). “Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo do Brasil.” Em: (2005). Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Publicacoes\\_SPB/Diagnostico%20do%20Sistema%20de%20Pagamentos%20de%20Varejo%20no%20Brasil.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Publicacoes_SPB/Diagnostico%20do%20Sistema%20de%20Pagamentos%20de%20Varejo%20no%20Brasil.pdf)

Banco Central do Brasil. Diretiva 1/2006. Nº 1, 14 dez. 2006. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Publicacoes\\_SPB/Diretiva-1-2006.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Publicacoes_SPB/Diretiva-1-2006.pdf). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Pix. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Sistema Financeiro Aberto (Open Finance). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/p/o-que-e-o-sistema-financeiro-aberto-open-finance>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Diretriz Regulatória de Experiências-piloto (DREX). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidedefinanceira/drex>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Sandbox. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidedefinanceira/sandbox>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Regulação Prudencial. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidedefinanceira/regprudencialsegmentacao>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

Banco Central do Brasil. Relatório de Economia Bancária de 2022. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2021.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021.pdf). Acesso em: 22 de outubro de 2023.

COHEN, Gabriel (Coordenação). Direito dos Meios de Pagamento: Natureza Jurídica e Reflexões sobre a Lei nº 12.865/2013. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2020.

COHEN, Gabriel (Coordenação). 7 anos da Lei dos Meios de Pagamento: como o marco regulatório tem contribuído para a evolução do mercado brasileiro. Jota, 2020. Disponível em: <https://conteudo.jota.info/7-anos-lei-meios-pagamentos>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

COHEN, Gabriel. Direito dos meios de pagamento. São Paulo: Casa do Livro Jurídico, 2023.

COUTINHO, Diogo Rosenthal; KIRA, Beatriz,. Digital Markets Act e o antitruste assimétrico na Europa. JOTA. Disponível em: <https://politicaspublicas.direito.usp.br/o-digital-markets-act-e-o-antitruste-assimetrico-na-europa/>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

FRISON-ROCHE, Marie-Anne. “Asymmetry: Asymmetric Regulation/Asymmetry of Information”. Disponível em: <http://thejournalofregulation.com/en/article/asymetrie-regulation-asymetrique-asymetrie-dinform/>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Estimativas da população. Rio de Janeiro. IBGE, 2020. Disponível em: [https://ftp.ibge.gov.br/Estimativas\\_de\\_Populacao/Estimativas\\_2020/serie\\_2001\\_2020\\_TCU.pdf](https://ftp.ibge.gov.br/Estimativas_de_Populacao/Estimativas_2020/serie_2001_2020_TCU.pdf). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

KOOP, Christel; LODGE. What is regulation? An interdisciplinary concept. 2015. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5220644/mod\\_folder/content/0/Koop%2C%20Christel%20and%20Lodge%2C%20Martin%20%282017%29%20What%20is%20regulation%20An%20interdisciplinary%20concept.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5220644/mod_folder/content/0/Koop%2C%20Christel%20and%20Lodge%2C%20Martin%20%282017%29%20What%20is%20regulation%20An%20interdisciplinary%20concept.pdf). Acesso em: 16 de outubro de 2023.

LE GRAZIE, Reinaldo. (2019, 12 de agosto). Regulação para quem precisa: a evolução dos sistemas de pagamentos no Brasil. JOTA. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/regulacao-para-quem-precisa-a-evolucao-dos-sistemas-de-pagamentos-no-brasil-12082019>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. A Nova Regulação dos Serviços Públicos. In: Revista de Direito Administrativo – RDA. Rio de Janeiro: v. 228, abr./jun. 2002. Marie-Anne Frison-Roche “Asymmetry: Asymmetric Regulation/Asymmetry of Information”. Disponível em: <http://thejournalofregulation.com/en/article/asymetrie-regulation-asymetrique-asymetrie-dinform/>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

MAZZUCATO, Mariana. **O Estado Empreendedor:** Desmascarando o mito do setor público vs. setor privado. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961.

PAIXÃO, Ricardo Fernandes *et al.* O Regulador Inovador: Banco Central e a agenda de incentivo à inovação. Brasília: Instituto Propague, 2021. Disponível em: <https://institutopropague.org/pagamentos/ebook-o-regulador-inovador-banco-central-e-a-agenda-de-incentivo-a-inovacao/>. Acesso em: 22 de outubro de 2023.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. 3. ed. Trevisan Editora, 2020.

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalismo, Socialismo e Democracia.** Editado por George Allen e Unwin Ltd., traduzido por Ruy Jungmann). — Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961.

SUNDFELD, Carlos Ari. Direito público e regulação no Brasil. In: GUERRA, Sérgio (Org.). Regulação no Brasil: uma visão multidisciplinar. Rio de Janeiro: FGV, 2014.

SURI, Tavneet, and WILLIAM, Jack. 2016. The Long-Run Poverty and Gender Impacts of Mobile Money. *Science* 354 (6317): 1288–92.

Valor Investe. Febraban cita altos juros do Nubank e diz que fintechs gostam de ‘pagar meia entrada. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/09/20/febraban-cita-altos-juros-do-nubank-e-diz-que-fintechs-gostam-de-pagar-meia-entrada.ghtml>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

Valor Investe. Em resposta a Febraban, associação de fintechs diz que imposto efetivo de bancos é menor. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/09/21/em-resposta-a-febraban-associacao-de-fintechs-diz-que-imposto-efetivo-de-bancos-e-menor.ghtml>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Zetta. Pesquisa Zetta: fintechs cresceram 15% em 2022 e devem movimentar R\$ 1,5 trilhão em 2023. São Paulo: Zetta. Disponível em: <https://somoszetta.org.br/wp-content/uploads/2023/09/5772-ZETTA-FINTECHS-AGO-23.pdf>. Acesso em: 16 de outubro de 2023.