

Fernanda Garibaldi Barreto de Oliveira Batista

**A institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro e os desafios de uma
regulação financeira pró-competitiva**

Tese de Doutorado em Direito Comercial

Orientador: Prof. Livre-docente Dr. ROBERTO AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2023

Fernanda Garibaldi Barreto de Oliveira Batista

**A institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro e os desafios de uma
regulação financeira pró-competitiva**

Tese de doutorado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial.

Orientador: Prof. Livre Docente Dr. ROBERTO AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2023

Catálogo da Publicação

Serviço de Biblioteca e Documentação Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo

Garibaldi Batista, Fernanda

A institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro e os desafios de uma regulação financeira pró-competitiva; Fernanda Garibaldi Batista; orientador Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer -- São Paulo, 2023.

357 p.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2023.

1. regulação financeira. 2. concorrência. 3. inovação. 4. meios de pagamento. 5. fintech. I. Castellanos Pfeiffer, Roberto Augusto, orient. II. Título.

Nome: Fernanda Garibaldi Barreto de Oliveira Batista

Título: *A institucionalização do sistema de pagamentos brasileiro e os desafios de uma regulação financeira pró-competitiva*

Tese de doutorado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação do Prof. Livre Docente Dr. ROBERTO AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER.

Banca realizada em:

Resultado:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____
Julgamento: _____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

“Então eu voltei para minha pousada e, conforme caminhava pelas ruas escuras, fiquei refletindo sobre algumas coisas, como se faz no fim do dia.

Refleti sobre que efeito a pobreza tem sobre a mente; e que efeito a riqueza tem sobre a mente; e pensei nos estranhos senhores que tinha visto aquela manhã, [...] e pensei no órgão retumbante da capela e nas portas fechadas da biblioteca; e pensei em como é desagradável ser trancado do lado de fora; e em como talvez seja pior ainda ser trancado do lado de dentro [...]” (WOOLF, Virginia. *Um quarto só seu*. Rio de Janeiro: Bazar do tempo, 2021. p. 46).

Em outubro de 1929, Virginia Woolf lançava *A Room of One's Own*, livro publicado a partir de uma série de palestras realizadas por ela, no ano anterior, a jovens universitárias inglesas sobre o tema “As mulheres e a ficção”.

No ensaio, considerado um dos cânones do século XX, a autora elabora uma fina reflexão sobre como a possibilidade de exercício efetivo da escrita da mulher seria demarcada por um elemento central de materialidade e conexão promovido pelo dinheiro.

Para escrever, diz a autora, uma mulher precisa de “um quarto com chaves e quinhentas libras por ano”.

O que significava dizer: não ser interrompida constantemente pelos filhos, pelos afazeres domésticos, pelo marido, conquistar seu espaço de autonomia na casa, e que também seria preciso ganhar ou ter dinheiro, para erguer um pedaço de mundo onde possa se fechar e existir na sua indevassável intimidade.

Escrever para a mulher, seja literatura ou um trabalho acadêmico, é sempre, pois, além de um ato de prodigiosa ousadia, um empreendimento de grande dificuldade.

É preciso ousadia para elaborar, amadurecer e sustentar uma ideia, mas é preciso ainda mais fôlego para dizer os “nãos” necessários ao exercício solitário da escrita, em um mundo que, noventa e três anos depois do ensaio de Virginia, segue exigindo de nós disponibilidade imediata e absoluta aos cuidados da vida familiar.

Minha mãe sabia disso, e como boa feminista do campo prático e não teórico, me ensinou aquilo que anos depois eu leria em Virginia Woolf: para estudar, ler ou criar, qualquer coisa, uma mulher precisará lutar, constantemente, pelo seu direito inalienável à individualidade.

Uma luta que será travada não apenas no espaço público, mas também na vida íntima dos nossos lares, nos nossos quartos tantas vezes sem fechadura, e na sociedade que insistirá em desqualificar como egoístas aquelas que desejam nadar contra o fluxo usual das águas, apregoando que somos mães piores, esposas piores, pessoas piores, por desejar de maneira diferente.

Este trabalho acadêmico, portanto, é a celebração da superação dessas dificuldades e de ter chegado até o outro lado do rio, com imensa gratidão pelas mulheres que me antecederam e com contínua coragem para seguir em frente.

No trecho que abre essa dedicatória, Virginia rememora uma tarde em que fora barrada de entrar na biblioteca da universidade de Oxford por estar desacompanhada de um homem, e reflete como é desagradável ser “trancada do lado de fora”, dos espaços ditos, até então, puramente masculinos.

A escritora conclui a fala, contudo, assinalando como talvez seja, ainda pior, ser “trancada do lado de dentro”, fazendo referência à clausura da vida doméstica e de uma existência confinada aos muros internos.

Pois bem, quase um século depois e ainda com muito a ser feito, comemoro a possibilidade de ter rompido os muros externos e internos, com bravura e humildade, finalizando este trabalho, uma pesquisa que se propõe a pensar, justamente, os caminhos do dinheiro e os novos desafiantes ao seu fluxo tradicional de uso.

Para empreender essa jornada escrita, contudo, além da ousadia e coragem, contei com o apoio direto e indireto de muitas pessoas.

A primeira delas, meu orientador, Professor Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, que depositou em mim sua confiança e me honrou com toda a liberdade de pesquisa, dentro da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, assim como no período determinante que passei na Universidade de Columbia (EUA), sendo recebida pela brilhante professora Katharina Pistor, que me apresentou pessoas decisivas para este trabalho, como os professores Dan Awrey e Lev Menand.

Sem a generosidade desses acadêmicos luminosos, em meio à pandemia da Covid-19, com perdas familiares diretas, filho e trabalho em casa, e sob constante angústia quanto aos rumos do Brasil, jamais teria chegado até aqui.

Além deles, também não teria chegado até aqui sem o suporte familiar contínuo, que recebi ao longo dos anos, por meio da bravura da minha mãe, do amparo do meu pai, e das possibilidades criadas por uma vida de conforto material e psíquico.

Não menos importante, sem os pontos de fricção trazidos pela experiência de ter irmãs, e sem a benção das amizades, plurais e diversas que angariei pelo caminho, jamais minha curiosidade teria sido desperta para investigar os mundos além do meu quarto.

Sem o amor de Filipe, também não poderia fazê-lo, pois me faltaria o aconhego e o afago que encontramos nas memórias mais sublimes, dos grandes amores.

Por fim, sem Antonio, e em meio a todas as dificuldades de conciliar maternidade, carreira e vida acadêmica, jamais teria tido a força suficiente para rasgar o ventre e dar à luz, novamente, a uma obra criadora, que é o nascimento de qualquer projeto de escrita.

Obrigada, então, imensamente, à Virginia, aos meus professores, amigos, minha mãe, meu pai, Marcela, Maria Eduarda, Filipe e Antonio.

Esse trabalho é para vocês.



“The Money Changer and His Wife” – Quentin Matsys, 1514 – Louvre, Paris – França.

“Money, the most mysterious institution of capitalist modernity.”

(WOLFGANG STREECK)

“Banking is necessary, banks are not.”

(frase atribuída a BILL GATES)

“Uma grande lição a extrair da História é a de que, quando os economistas pensam que compreendem como funciona a macroeconomia, estão equivocados.

Na década de 1930, a opinião corrente era de que a economia era autoestabilizante. Na década de 1960, era de que as expectativas de inflação e o dinheiro não tinham importância. Na década de 1980, era de que apenas o dinheiro tinha importância. Na década de 2000, era de que a expansão do crédito não desestabilizaria o sistema financeiro. Em 2020, era de que o dinheiro era irrelevante.

Repetidas vezes nos apaixonamos por ideias ingênuas. Queremos acreditar que a economia é um mecanismo simples, mas ela não é.”

(MARTIN WOLF)

RESUMO

GARIBALDI BATISTA, Fernanda. *A institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro e os desafios de uma regulação financeira pró-competitiva*. 2022. 357 p. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

Este trabalho reconstrói a formação regulatória do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), sua estrutura, características, participantes e funcionamento, à luz de novos fenômenos monetários, surgidos a partir da emergência de empresas de tecnologia atuantes no setor financeiro, denominadas *fintechs*. Para isso, inicialmente, investiga o conceito, funções, atributos e tipos de moeda existentes nos sistemas de pagamento de varejo, bem como a estrutura e dinâmica competitiva do mercado de meios de pagamento, objeto de intervenção regulatória das autoridades concorrenciais e financeiras, que abriam o mercado à competição nas últimas duas décadas no Brasil. O objeto da pesquisa, então, é investigar o caminho traçado até aqui, bem como os desafios contemporâneos postos à regulação financeira e de pagamentos, com intuito de demonstrar como a articulação entre autoridades de defesa da concorrência e reguladores financeiros foi determinante para a modulação de um mercado de meios de pagamentos mais competitivo, a partir da promulgação da Lei nº 12.865/2013, que determinou a competência do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil para a regulação dos arranjos e instituições de pagamento de varejo no país. No entanto, considerando que o mercado de meios de pagamento brasileiro segue, relativamente, concentrado e verticalizado, a pesquisa aponta que o tradicional dilema entre promover concorrência e atrair instabilidade para o setor financeiro pode ser mitigado por uma abordagem regulatória pró-competitiva, mais flexível e proporcional aos riscos específicos ensejados pelas instituições e *fintechs* de pagamento, tendo em vista que a competição é também uma ferramenta de disciplina da conduta dos agentes econômicos no mercado, que se reveste de caráter prudencial relevante para a estabilidade do sistema financeiro. O que se advoga no presente trabalho, portanto, é que para promover competição no mercado de meios de pagamento, além de uma regulação financeira pró-competitiva, é preciso compatibilizar regulação prudencial e política de defesa da concorrência, em benefício da inovação, inclusão financeira e contestabilidade do mercado.

Palavras-chave: regulação financeira; antitruste; Sistema Brasileiro de Pagamentos; inovação; sistemas de pagamento; *fintechs*; estabilidade; regulação prudencial; risco sistêmico; concorrência.

ABSTRACT

GARIBALDI BATISTA, Fernanda. *The institutionalization of the Brazilian Payments System and the challenges of a pro-competitive financial regulation*. 2022. 357 f. Thesis (Master's Degree) – Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

The present work reconstructs the regulatory formation of the Brazilian Payment System (SPB), its structure, characteristics, participants, and functioning, in the light of new monetary phenomena, arising from the emergence of technology companies operating in the financial sector, called “fintechs”. For this, it initially investigates the concept, functions, attributes, and types of currency existing in retail payment systems, as well as the structure and competitive dynamics of the payment market, object of regulatory intervention by competition and financial authorities, which opened the market to competition in the last two decades in Brazil. The object of the research, then, is to investigate the path traced so far, as well as the contemporary challenges posed to financial and payment regulation, with the aim of demonstrating how the articulation between antitrust authorities and financial regulators was decisive for the modulation of a more competitive payment market, from the enactment of Law n. 12,865/2013, which determined the competence of the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil to regulate retail payment arrangements and payment institutions in the country. However, considering that the Brazilian payment market remains relatively concentrated and verticalized, the research points out that the traditional dilemma between promoting competition and attracting instability to the financial sector can be mitigated by a more flexible, pro-competitive regulatory approach and proportional to the specific risks posed by payment institutions and fintechs, bearing in mind that competition is also a tool to discipline the conduct of economic agents in the market, which is of a prudential nature relevant to the stability of the financial system. What is advocated in this work, therefore, is that, to promote competition in the payment market, in addition to pro-competitive financial regulation, it is necessary to reconcile prudential regulation and competition defense policy, to the benefit of innovation, financial inclusion and market contestability.

Keywords: financial regulation; antitrust; Brazilian Payment System; innovation; payment systems; fintechs; stability; prudential regulation; systemic risk; competition.

RÉSUMÉ

BATISTA, Fernanda Garibaldi. *L'institutionnalisation du Système de Paiement Brésilien et les enjeux d'une régulation financière pro-concurrentielle*. 2022. 357 f. Thèse (Doctorat en Droit) – Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

Le présent travail retrace la formation réglementaire du système de paiement brésilien (SPB), sa structure, ses caractéristiques, ses participants et son fonctionnement, à la lumière des nouveaux phénomènes monétaires, résultant de l'émergence d'entreprises technologiques opérant dans le secteur financier, appelées "fintechs". Pour cela, il s'interroge dans un premier temps sur le concept, les fonctions, les attributs et les types de monnaie existant dans les systèmes de paiement de détail, ainsi que sur la structure et la dynamique concurrentielle du marché des moyens de paiement, objet de l'intervention réglementaire des autorités de concurrence et financières, qui a ouvert la voie du marché à la concurrence au cours des deux dernières décennies au Brésil. L'objet de la recherche est donc d'interroger le chemin tracé jusqu'ici, ainsi que les défis contemporains posés à la régulation financière et à celle des paiements, dans le but de démontrer comment l'articulation entre autorités de la concurrence et régulateurs financiers a été déterminante pour rendre ce marché des moyens de paiement plus compétitif, depuis la promulgation de la loi n. 12 865/13, qui a déterminé la compétence du Conseil monétaire national et de la Banque centrale du Brésil pour réglementer les accords et les institutions de paiement de détail dans le pays.

Cependant, étant donné que le marché brésilien des moyens de paiement reste relativement concentré et verticalisé, la recherche souligne que le dilemme traditionnel entre la promotion de la concurrence et l'instabilité du secteur financier peut être atténué par une approche réglementaire plus flexible, proconcurrentielle et proportionnelle aux risques spécifiques posés par les établissements de paiement et les fintechs, sachant que la concurrence est également un outil de discipline du comportement des agents économiques sur le marché, qui revêt un caractère prudentiel pertinent pour la stabilité du système financier. Ce qui est préconisé dans cet ouvrage, c'est donc que pour favoriser la concurrence sur le marché des moyens de paiement, en plus d'une régulation financière pro-concurrentielle, il faut concilier régulation prudentielle et politique de défense de la concurrence, au profit de l'innovation, de l'inclusion financière et de la contestabilité du marché.

Mots clés: régulation financière; antitrust; système de paiement brésilien; innovation; systèmes de paiement; les fintechs; stabilité; réglementation prudentielle; Risque systémique; concours.

LISTA DE ABREVIATURAS

| | |
|--------|--|
| ADIn | Ação Direta de Inconstitucionalidade |
| Bacen | Banco Central |
| BCN | Banco de Crédito Nacional |
| BIS | Banco de Compensações Internacionais |
| BNDE | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico |
| BNDES | Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social |
| CADE | Conselho Administrativo de Defesa Econômica |
| CBDCs | <i>Central Bank Digital Currencies</i> |
| CEF | Caixa Econômica Federal |
| CF | Constituição Federal de 1988 |
| Cetip | Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| CNPC | Conselho Nacional de Previdência Complementar |
| CNSP | Conselho Nacional de Seguros Privados |
| Compe | Câmara de Compensação de cheques e outros papéis |
| CPMI | Comitê de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado |
| CRPC | Câmara de Recursos da Previdência Complementar |
| CRSFN | Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional |
| CRSNSP | Conselho de Recursos do Sistema Nacional de Seguros Privados, de Previdência Privada Aberta e de Capitalização |
| CSPL | Comitê de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| Deban | Departamento de Operações Bancárias e Sistema de Pagamento |
| Deorf | Departamento de Organização do Sistema Financeiro do Banco Central do Brasil |
| Decem | Departamento de Competição e Estrutura do Mercado Financeiro |

| | |
|--------|---|
| DLT | <i>Distributed Ledger Technology</i> |
| DOC | Documento de Ordem de Crédito |
| FGC | Fundo Garantidor de Crédito |
| IP | Instituição de Pagamento |
| IRB | Instituto de Resseguros do Brasil |
| PAEG | Programa de Ação Econômica do Governo |
| Pix | Arranjo de Pagamentos Instantâneos |
| POS | <i>Point of Sale</i> |
| Previc | Superintendência Nacional de Previdência Complementar |
| Proer | Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Nacional |
| Proes | Programa de Incentivo para a Reestruturação do Sistema Financeiro Estatal |
| PSD2 | Diretiva de Serviços de Pagamentos nº 2 |
| SaaS | <i>Software-as-a-service</i> |
| SCD | Sociedades de Crédito Direto |
| SDE | Secretaria de Direito Econômico |
| SEAE | Secretaria de Acompanhamento Econômico |
| Selic | Sistema Especial de Liquidação e Custódia |
| SEP | Sociedades de Empréstimo entre Pessoas |
| SFN | Sistema Financeiro Nacional |
| SPB | Sistema de Pagamentos Brasileiro |
| SPI | Sistema de Pagamentos Instantâneos |
| STR | Sistema de Transferência de Reserva |
| Sumoc | Superintendência da Moeda e do Crédito |
| Susep | Superintendência de Seguros Privados |
| TCC | Termo de Compromisso de Cessação |
| TED | Transferência Eletrônica Disponível |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|-----|
| Figura 1 – Liquidação no antigo Sistema de Pagamentos Brasileiro | 79 |
| Figura 2 – Liquidação no novo Sistema de Pagamentos Brasileiro | 84 |
| Figura 3 – Relações verticais na indústria de meios de pagamento | 201 |

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1** – Anexo II à Resolução BCB nº 150, de 6 de outubro de 2021 Relação de modelos de negócios de arranjos de pagamentos de propósito limitado..... 98
- Tabela 2** – Relação de TCCs firmados em casos envolvendo o mercado de instrumentos de pagamentos 209
- Tabela 3** – Principais Diferenças entre Instituição Financeira e de Pagamento..... 264
- Tabela 4** – Parâmetros de classificação dos conglomerados prudenciais 266

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|-----|
| Gráfico 1 – Formas de recebimento de pagamentos mais frequentes pelo comércio..... | 171 |
| Gráfico 2 – Volume de pagamentos por instrumento | 172 |
| Gráfico 3 – Participação percentual por instrumento de pagamento – dados trimestrais.... | 173 |
| Gráfico 4 – Quantidade de terminais por credenciador | 202 |
| Gráfico 5 – Balanço entre concentração de mercado e estabilidade financeira | 239 |
| Gráfico 6 – Comparação no mercado de meios de pagamento | 248 |

SUMÁRIO

| | |
|--|------------|
| INTRODUÇÃO | 19 |
| 1. FORMAÇÃO, CARACTERÍSTICAS E FUNÇÃO DOS SISTEMAS DE PAGAMENTO | 29 |
| 1.1 A moeda e suas representações evolutivas | 29 |
| 1.1.1 Moeda física (ou moeda papel) | 41 |
| 1.1.2 Moeda bancária | 43 |
| 1.1.3 Moeda eletrônica | 47 |
| 1.1.4 Moeda virtuais | 52 |
| 1.1.5 A moeda, os sistemas de pagamento e o entrelaçamento com o setor bancário | 59 |
| 1.2 O sistema de pagamentos | 67 |
| 1.2.1 Os sistemas de pagamento de atacado (mercado interbancário) | 67 |
| 1.2.2 Os sistemas de pagamentos de varejo | 70 |
| 1.2.3 A função social dos sistemas de pagamento de varejo..... | 71 |
| 1.3 A formação do Sistema de Pagamentos Brasileiro | 75 |
| 1.3.1 Antecedentes ao Sistema de Transferência de Reserva (STR)..... | 75 |
| 1.3.2 A reestruturação regulatória de 2002: a criação do Sistema de Transferência de Reservas (STR)..... | 79 |
| 1.3.3 Entre 2002 e 2013 o compasso entre regulação e concorrência: a identificação das ineficiências do Sistema de Pagamentos Brasileiro | 84 |
| 1.3.4 A estrutura do mercado de pagamentos eletrônicos no Brasil até 2010 e a quebra de exclusividade contratual entre Visa e Visanet | 86 |
| 1.3.5 A promulgação da Lei nº 12.865/2013 e a estrutura do mercado de meios de pagamento eletrônicos nos dias atuais | 89 |
| 1.4 A regulamentação do Sistema de Pagamentos Brasileiro | 94 |
| 1.4.1 Os arranjos de pagamento | 94 |
| 1.4.2 As instituições de pagamento | 100 |
| 1.5 Conclusões parciais do Capítulo 1 | 107 |
| 2. REGULAÇÃO E CONCORRÊNCIA NO MERCADO BRASILEIRO DE MEIOS DE PAGAMENTOS..... | 111 |
| 2.1 As justificativas para a regulação econômica | 111 |

| | | |
|-----------|--|------------|
| 2.2 | Os objetivos da regulação financeira e suas principais divisões: regulação prudencial e regulação sistêmica..... | 125 |
| 2.3 | Inovação no setor financeiro e de pagamentos: a finança digitalizada (“ <i>the fintech opportunity</i> ”)..... | 141 |
| 2.4 | A emergência das <i>fintechs</i> e os desafios da regulação financeira no setor de pagamentos..... | 154 |
| 2.5 | O papel dos reguladores financeiros na promoção da concorrência..... | 159 |
| 2.6 | A atuação do Banco Central no Sistema de Pagamentos Brasileiro | 167 |
| 2.7 | O papel da política de defesa da concorrência no setor financeiro e de pagamentos..... | 178 |
| 2.7.1 | A estrutura competitiva do mercado atual de meios pagamentos | 192 |
| 2.7.1.1 | A verticalização do mercado de meios de pagamento | 199 |
| 2.8 | A atuação do CADE no mercado de meios de pagamento | 203 |
| 2.9 | Conclusões parciais do Capítulo 2 | 210 |
| 3. | BENEFÍCIOS E DESAFIOS DE UMA REGULAÇÃO FINANCEIRA PRÓ-COMPETITIVA PARA O MERCADO DE MEIOS DE PAGAMENTO | 213 |
| 3.1 | Inovação financeira e risco sistêmico | 213 |
| 3.2 | Concorrência e risco sistêmico | 228 |
| 3.3 | Concentração, competição e estabilidade no setor financeiro | 236 |
| 3.4 | Concentração, competição e o mercado de meios de pagamento à luz da emergência das <i>fintechs</i> | 244 |
| 3.5 | Regulação prudencial aplicável às instituições de pagamento..... | 252 |
| 3.5.1 | Regras de garantia de liquidez das instituições de pagamentos | 253 |
| 3.5.2 | Harmonização do tratamento prudencial aplicável às instituições de pagamento | 264 |
| 3.6 | Os dilemas de estabelecer uma regulação financeira pró-competitiva frente ao surgimento das <i>fintechs</i> no mercado de meios de pagamento | 272 |
| 3.7 | A necessidade de compatibilização entre regulação prudencial e política de concorrência no mercado de meios de pagamentos | 288 |
| 3.8 | Conclusões parciais do Capítulo 3 | 304 |
| 4 | CONCLUSÕES FINAIS | 313 |
| | REFERÊNCIAS | 321 |

INTRODUÇÃO

No mundo inteiro, o setor financeiro é sujeito a um maior ou menor grau de regulação estatal, desde o surgimento das primeiras casas emprestadoras de dinheiro, embrião dos bancos múltiplos, que viriam a conjugar as três atividades caracterizadoras das grandes instituições financeiras: o poder de criar moeda, de erguer sistemas de pagamento e de ofertar crédito, subprodutos diretos ou indiretos da atividade de intermediação financeira.¹

Durante séculos, os mercados financeiros foram vistos como subtratores do capital produtivo, em função dos custos de intermediação cobrados por meio de juros, que não eram considerados a justa contrapartida exigida daqueles que assumiam o ônus financeiro de bancar determinado empreendimento na “economia real”.²

Apenas no início do século XX, a ideia de que o setor financeiro também integrava o capital produtivo passou a ser mais aceita e menos rechaçada, por uma escolha ideológica e metodológica, sobretudo das ciências econômicas, tornando o mercado financeiro e seus subnichos, cada vez mais, foco de atenção por parte dos reguladores e peça chave para os formuladores de políticas públicas, na busca por gerar ou manter o crescimento econômico e gerir as assimetrias de renda e riqueza dos países.³

Os sistemas de pagamento, nicho do mercado financeiro conhecido como “infraestrutura financeira”, também foram se desenvolvendo ao longo dessa caminhada geral do setor, sem muita atenção, entrelaçado junto às instituições bancárias, em razão de uma série de prerrogativas jurídicas que contribuíram, em uma última análise, para a intensa

¹ Ao longo dos séculos, os bancos se tornaram os mais importantes agentes de transações financeiras, da sistemática do dinheiro e dos pagamentos. O primeiro banco a receber depósitos e emitir notas nos Estados Unidos foi provavelmente o Bank of Pennsylvania, estabelecido em 1780. No entanto, com exceção notável do financiamento do comércio, os bancos americanos não viriam a desempenhar um papel importante no financiamento privado até a segunda metade do século XIX. Para uma visão geral da variedade de sistemas monetários e de crédito, baseados em *commodities* e híbridos financeiros que existiram ao longo da história humana, vide: GRAEBER, David. *Debt: the first 5,000 years*. Melville House Publishing, 2011. Capítulos 8-12.

² Segundo Mariana Mazzucato, “esse julgamento era tanto moral (como amplamente registrado pelos escritos de diferentes correntes religiosas e pelo direito canônico), mas também econômico, uma vez que mesmo antes dos estudos econômicos formais, diversos intelectuais e escritores defendiam que bancos e intermediários financeiros não produziam valor, nem atuavam em prol do interesse público” (MAZZUCATO, Mariana. *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*. Allen Lane, 2018. Livro digital).

³ Nesse sentido, Mariana Mazzucato defende que ignorar a teoria do valor em relação às finanças é um erro, dado que o verdadeiro desafio não é classificá-las como *geradoras* ou *extratoras* de valor, mas transformá-las de maneira fundamental para que sejam, real e efetivamente, criadoras de valor (Ibidem).

verticalização do mercado em diversas jurisdições, sobretudo o mercado de pagamentos eletrônicos, no qual os cartões de crédito se tornaram os grandes protagonistas, a partir do final da década de 1960, até os dias atuais.⁴

Boa parte desses privilégios jurídicos que conferiram aos bancos vantagens em administrar as redes pagamento de cartões (constituindo ou participando do capital social de empresas dedicadas ao mercado) geraram também distorções e custos sociais, que somente nos últimos anos têm sido objeto de análise mais detida por parte das autoridades regulatórias em diferentes países.⁵

Nesse sentido, a presente pesquisa se inicia, brevemente, revisando os tipos de instrumento de pagamento que funcionam como moeda existentes na atualidade, que fazem parte dos sistemas de pagamento de varejo e, notadamente, a institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), compreendendo sua construção histórica, características formativas, funções, agentes da cadeia e funcionamento do mercado que, nos últimos anos, contou com uma série de intervenções regulatórias e das autoridades antitruste, e teve sua dinâmica significativamente alterada, sobretudo, a partir da promulgação da Lei nº 12.865/2013 (Lei Brasileira de Pagamentos), com a regulamentação dos chamados “arranjos de pagamento” e “instituições de pagamento”.⁶

⁴ Como se verá neste trabalho, o mercado de pagamento eletrônico por meio de cartões remonta à década de 1960, mas, no Brasil, somente em meados da década de 1990, com a estabilização monetária e a criação do Plano Real, houve uma verdadeira popularização e difusão dessas formas de pagamento com a fundação de algumas das maiores empresas de cartões de crédito do país. Até 1995 e 1996, respectivamente, com a fundação das duas principais credenciadoras, o mercado de cartões brasileiro era diretamente operado pelas instituições financeiras, notadamente os bancos, que se responsabilizavam diretamente por toda a infraestrutura tecnológica necessária para a captura, processamento e liquidação das transações com instrumentos eletrônicos de pagamento. Os próprios bancos filiavam os estabelecimentos comerciais interessados, que, por sua vez, para atender um maior número de clientes, precisavam possuir diversos terminais eletrônicos e, por conseguinte, se relacionar com diferentes bancos – o que gerava custos não desprezíveis (FIGUEIREDO, Alcio Manoel de Souza. *Cartão de crédito: questões controvertidas*. Curitiba: Juruá, 2001).

⁵ No Brasil, o cenário de grandes ineficiências existentes na operacionalização da cadeia de pagamentos eletrônicos é bastante conhecido, em função do duopólio existente, até 2010, entre as principais bandeiras e credenciadoras, cuja participação dos principais bancos como controladores ou acionistas era (e ainda é) uma realidade nacional, e será revisto na primeira parte deste trabalho.

⁶ Com intuito de trazer mais segurança e previsibilidade jurídica a esse mercado, foi editada então a Medida Provisória nº 615/2013, posteriormente convertida na Lei nº 12.865/2013 (Lei Brasileira de Pagamentos), inaugurando o novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), atraindo para o Banco Central e para o Conselho Monetário Nacional (CMN) a competência para regular os arranjos e as instituições de pagamento, e a missão de seguir colaborando com a inovação e competitividade do setor. A própria Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 615/2013 apregoava a adoção de parâmetros competitivos para a atuação e regulamentação dos arranjos e instituições de pagamento, inserindo a concorrência como um dos principais vetores da regulação e supervisão do Banco Central nesse mercado, sem, contudo, afastar a competência das autoridades integrantes do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. A atração da competência para o

A Lei nº 12.865/2013 é a primeira legislação nacional inserida no bojo do sistema financeiro que tem como um dos seus principais vetores a promoção da concorrência como parâmetro regulatório fundamental, dentro de um mercado onde os valores ligados à solvência e liquidez das instituições sempre prevaleceram em detrimento da competição, especialmente, no cerne das regulamentações infralegais.

Não é sem exagero dizer, portanto, que quase dez anos após a promulgação da Lei Brasileira de Pagamentos, o mercado de meios de pagamento no Brasil é muito diferente daquele dupolizado até 2010, como se verá no presente trabalho, com diversos novos protagonistas e dinamismo, ainda que as grandes instituições financeiras continuem sendo os agentes dominantes, rivalizando com alguns poucos entrantes de peso licenciados como instituições de pagamento.⁷

Boa parte do processo regulatório que será analisado tem relação direta com o surgimento de inovações financeiras no setor de pagamentos, nos últimos vinte anos, que forçaram os reguladores setoriais a mudar o foco de suas estratégias regulatórias, em prol de uma competição segura no mercado, e que, ao mesmo tempo, também contribuíram para o crescimento desses novos modelos empresariais, genericamente conhecidos como *fintechs* (expressão jornalística que designa a abreviação em inglês de “finanças e tecnologia”), por meio de uma regulação pró-competitiva que, em vez de proibir a atuação desses novos entrantes, direcionou o crescimento, mais ou menos ordenado, do setor, no Brasil e no mundo.

Além de mapear a “oportunidade *fintech*”, expressão cunhada por Thomas Phillipon, esse trabalho também analisa a estrutura competitiva do mercado de meios de pagamento, notadamente, do mercado de cartões e de “*fintechs* de pagamento” que, em verdade, nada mais são do que plataformas digitais atuantes no setor financeiro e de pagamentos, com ou sem licença regulatória para tal.⁸

Banco Central e CMN foi o caminho evolutivo mais óbvio, dado que a própria Lei nº 4.595/1964 já estabelecia as obrigações de ambos quanto à execução de serviços de compensação de cheques e outros papéis, e a Lei nº 10.214/2002, que dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, já previa a autorização do Banco Central quanto aos demais sistemas de pagamento, além do sistema de cheques e outros papéis.

⁷ No mercado de adquirência, em pouco menos de uma década, a participação de mercado das credenciadoras alternativas saltou de 0,48% em 2008, para 29,5% em 2017, em relação às duas principais atuantes no mercado nacional. Vide: RAGAZZO, Carlos. *Regulação de meios de pagamento*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020. p. 45.

⁸ No Brasil, assim como na maioria dos países onde as *fintechs* surgiram, os dados apontam que esses entrantes se proliferaram com mais força no mercado de pagamentos, habilitando transações, emitindo cartões, e processando pagamentos em diferentes modelos de negócio.

A ideia pretendida será investigar os objetivos da regulação financeira, bem como da política de defesa da concorrência no setor de pagamentos, à luz do surgimento das *fintechs*, com intuito de verificar eventuais novas teses e novos desafios colocados aos reguladores setoriais e às agências antitruste, quando o objetivo posto é estimular a concorrência e a inovação no mercado financeiro, seja por meio da regulação ou do controle de condutas anticompetitivas, que, ao final, possam gerar maiores ganhos de bem estar e maior contestabilidade do mercado de meios de pagamentos.

Como se verá, tanto as inovações tecnológicas, quanto a atuação regulatória pró-concorrência, reduziram estruturalmente as barreiras de entrada ao setor, gerando oportunidades para os entrantes contestarem as instituições financeiras tradicionais, além de possibilitar o aumento da inclusão financeira, já mapeada pelos reguladores.

Por outro lado, mesmo surgindo como concorrentes, as *fintechs* vêm se apresentando também como parceiras das instituições financeiras tradicionais, levando então à dúvida se há realmente a possibilidade de rivalidade efetiva com os incumbentes, e de crescimento de um mercado de pagamentos mais eficiente e menos entrelaçado às instituições bancárias tradicionais.⁹

Para além disso, novos desafios regulatórios surgiram em função da contínua inovação dos modelos de negócio no ecossistema de *fintechs*, tensionando os objetivos tradicionais da regulação no setor.

Atualmente, considerando que o mercado de meios de pagamento brasileiro segue, significativamente, verticalizado junto às instituições bancárias, e concentrado nas mãos de poucos agentes incumbentes da indústria – ainda que tenha sido aberto o mercado de adquirência pela autoridade antitruste em 2010 (e novas credenciadoras e plataformas digitais de pagamento tenham surgido, desde então),¹⁰ o presente trabalho pretende investigar se:

À luz da *situação problema* (concentração e verticalização no mercado de meios de pagamentos brasileiro), e das inovações financeiras trazidas pelas *fintechs* de pagamento, se existiriam entraves para o regulador financeiro em promover uma regulação pró-competitiva

⁹ Ademais, as instituições financeiras tradicionais vêm respondendo à onda de entrantes investindo também nas próprias capacidades de tecnologia e inovação, procurando preservar suas bases de consumidores.

¹⁰ Apesar de bem sucedida a proibição de exclusividade capitaneada pelo CADE, a maturação do mercado levou à consolidação, novamente, de dois grandes agentes com posição dominante no setor de pagamentos: a parceria entre Banco do Brasil, Bradesco e Caixa Econômica Federal, responsáveis pela bandeira “Elo” (os dois primeiros controladores da credenciadora Cielo); e o grupo Itaú-Unibanco (controladores da credenciadora Rede), responsáveis pela bandeira Hipercard, e os maiores emissores da bandeira Mastercard.

no setor, haja vista que, de um lado: (a) poderia criar ou acabar aceitando novas fonte de risco sistêmico, em benefício de trazer mais competitividade ao mercado; ou (b) ao não se preocupar em perseguir o valor da concorrência, os reguladores financeiros acabariam por desestimular a inovação, e, conseqüentemente, manter e/ou reforçar o poder de mercado das instituições incumbentes, que, em geral, são detentoras ou acionistas das maiores empresas de pagamento do país.

A hipótese que se argumenta, é que, para promover competição no setor financeiro, notadamente no nicho de pagamentos, além de uma regulação financeira pró-competição, estabelecida por meio de uma abordagem regulatória mais flexível e proporcional ao risco oferecido pelas instituições de pagamento e *fintechs*, é preciso compatibilizar a regulação financeira de caráter prudencial e a política concorrencial, em benefício da inovação e da contestabilidade do mercado.

Ao longo da jornada para validar a hipótese apresentada, o presente trabalho se guiará de acordo com a ordem de *objetivos gerais e específicos* descrita abaixo, em uma visão esquematizada, por capítulo.

Capítulo I:

Descreve os atuais instrumentos de pagamento encapsulados pelo conceito de moeda, os sistemas de pagamento (atacado e varejo) e suas funções, a criação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), suas características formativas, agentes, bem como a estrutura do mercado de meios de pagamento (pagamentos eletrônicos via cartões, instituições de pagamento ou “*fintechs* de pagamento”)

Assinala a paisagem competitiva do mercado de meios de pagamento brasileiro (concentração e verticalização com a rede bancária), o entrelaçamento junto às instituições financeiras, bem como a regulamentação aplicável aos arranjos e instituições de pagamento, com o intuito de reconstruir a jornada regulatória que permitiu a institucionalização do SPB, bem como a abertura à concorrência promovida pelas autoridades concorrenciais e financeiras, nos últimos anos nos Brasil.

Capítulo II:

Trata dos objetivos da regulação econômica setorial, notadamente, da regulação financeira, prudencial e sistêmica, aplicável aos sistemas de pagamento, e os desafios regulatórios postos pelas inovações financeiras à luz do surgimento de novos fenômenos

monetários (notadamente, a moeda eletrônica e as moedas virtuais), descritos no primeiro capítulo desse trabalho.

Mapeia o surgimento da “oportunidade *fintech*”, conceito, características e diferenciações, surgida com as inovações financeiras, notadamente no nicho de pagamentos, considerando as últimas duas décadas no Brasil e no mundo.

Trata dos objetivos da política de defesa da concorrência em relação aos setores regulados, especialmente o setor financeiro e de pagamentos, e da convergência de atuação da agência antitruste brasileira com o Banco Central do Brasil, bem como os objetivos do direito concorrencial considerando os mercados digitais, dos quais fazem parte as *fintechs*.

Fala da atuação do CADE e do Banco Central, nos últimos anos, no mercado de meios de pagamento brasileiro.

Capítulo III:

Trata da relação entre inovações financeiras e risco sistêmico, e revisita a clássica discussão, com tintas atuais, sobre o possível dilema entre competição e estabilidade no setor financeiro (a relação entre concorrência x concentração x estabilidade no setor financeiro).

Busca apresentar as diferentes abordagens regulatórias trazidas pelos estudiosos para endereçar os eventuais riscos ensejados pelas *fintechs*, notadamente, no setor de pagamentos, e quais os mecanismos prudenciais desenvolvidos pelas autoridades para contornar as preocupações levantadas.

Trata dos desafios materiais da regulação financeira e de pagamentos, e dos diferentes riscos regulatórios subjacentes às inovações financeiras, e propõe a coordenação entre regulação prudencial e política concorrencial, haja vista que, assim como um mercado financeiro altamente pulverizado e competitivo pode ser instável, a alta concentração ou intensa verticalização também pode, de acordo com os estudos apresentados.

Com efeito, o propalado dilema entre promover competição e atrair instabilidade para o setor financeiro pode ser mitigado por meio de uma regulação pró-competitiva, já que a concorrência, em determinado grau, também colabora para a estabilidade financeira e é mais uma ferramenta disciplinadora das condutas dos agentes econômicos no mercado, vestindo-se também de regramento prudencial à mão das autoridades regulatórias setoriais.

Por fim, sem pretender encerrar a discussão, ao contrário, apontando os novos desafios que já se avizinham no horizonte, a *contribuição original* que a tese busca apresentar,

reconstruindo todo o processo regulatório de consolidação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, é a necessidade de uma abordagem regulatória flexível e pró-competitiva, bem como a harmonização da regulação prudencial e da política de defesa da concorrência, em prol da maior competitividade do setor, da inovação financeira e da contestabilidade do mercado.

É evidente que a hipótese apresentada aponta para desafios de desenho regulatório das normas aplicáveis ao setor financeiro, mas também desafios institucionais e políticos quanto aos objetivos primordiais que devem ser perseguidos e incentivados pela regulação financeira, de modo a compatibilizar a atuação das autoridades monetárias e das agências antitruste.

Contudo, é justamente essa reflexão que o trabalho deseja incitar que, em última análise, é a mesma apresentada no início do texto quanto ao poder de contribuição do setor financeiro à economia real, a fim de que, antes de tudo, conforme seus ditames constitucionais no Brasil, ele possa servir mais aos interesses da coletividade do que aos intermediários que dele fazem parte.¹¹

Limitações da pesquisa, metodologia e marcos teóricos:

O presente trabalho conta com consideráveis limitações de ferramental empírico, haja vista que são relativamente escassos os dados sobre o impacto direto das *fintechs* de pagamento sobre a desconcentração e desverticalização do mercado brasileiro, e a maior parte dos dados apresentados são trazidos pelo próprio Banco Central do Brasil – o que não deixa de configurar um grande viés, em que pese a idoneidade e o amplo reconhecimento da atuação de excelência da autoridade monetária no país e no mundo.

Por isso, buscou-se também apresentar dados de associações sem fins lucrativos que congregam *fintechs* e bancos, e de institutos de pesquisa atuando em parceria com elas, embora a mesma limitação se aplique a ambos, dada a pulverização de representatividade das *fintechs* no mercado.

No que tange à metodologia, foram utilizados como fontes primárias os estudos e relatórios da autoridade monetária brasileira, com intuito de subsidiar a conceituação, cronologia formativa, características dos sistemas de pagamento de varejo, e a criação do SPB, usando como estudo de caso o mercado de pagamentos eletrônicos via cartão no Brasil,

¹¹ RANDALL WRAY, L. The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. *Journal of Economics*, Cambridge, v. 33, p. 807-828, 2009.

para amparar uma análise mais ampla e abrangente quanto ao mercado de meios de pagamento brasileiro como um todo, nicho onde também estão presentes plataformas digitais, instituições de pagamento e instituições financeiras, que podem ou não lançar mão de repositórios de moeda eletrônica (como cartões), ou também, de maneira crescente, de moedas virtuais (ou digitais) para ofertar seus serviços.

Como em qualquer pesquisa empírica dedicada a uma reflexão mais ampla, foi utilizado o raciocínio indutivo, com intuito de perquirir os fatos que levaram uma abordagem pró-competitiva da regulação aplicável ao mercado de meios de pagamento, e apontar as consequências advindas, benefícios e riscos, diante do surgimento das *fintechs*, e da abordagem tomada pelo regulador para endereçar os novos fenômenos monetários surgidos.

A delimitação metodológica das atividades de pagamento a serem investigadas abrange a seguinte divisão:

De que segmento financeiro se está falando: o trabalho aborda o mercado de meios de pagamento (mercado de cartões e de plataformas eletrônicas ou digitais de pagamento), logo, os demais segmentos do mercado financeiro (mercado de câmbio, crédito, seguros e de capitais) não foram foco de análise, podendo apenas ser mencionados de forma acessória ao estudo principal.

De quem se está falando: o trabalho aborda as *fintechs* de pagamento, sendo elas os entrantes que atuam no mercado de meios de pagamentos brasileiro, com licença regulatória como “instituições de pagamento” ou não, por conta da possibilidade, conferida pela regulação, de algumas dessas empresas necessitarem de autorização de funcionamento apenas quando atingida determinada volumetria, como se verá nesse trabalho.

De quais atividades financeiras se está falando: o trabalho aborda a atividade econômica de pagamento, que engloba aquelas estabelecidas, genericamente, pela Lei nº 12.865/2013, e que podem ser oferecidas, em linhas gerais, por *fintechs* de pagamento ainda não licenciadas, por instituições de pagamento regulamentadas, ou por instituições financeiras.¹²

¹² Para uma separação inicial, adota-se uma segregação doutrinária. De uma maneira geral, produtos e serviços ofertados por instituições financeiras bancárias caem sob duas categorias, que são as atividades econômicas fundamentais (ou típicas) e atividades acessórias (ou neutras). Atividades fundamentais são as atividades de crédito e depósito – as duas pontas da atividade conhecida como intermediação financeira. Além das atividades fundamentais, os bancos também exercem as chamadas atividades acessórias (ou neutras), que consistem em produtos e serviços que (i) não decorrem da intermediação financeira, mas principalmente de

Em relação aos *marcos teóricos*, além da bibliografia e dados trazidos pela autoridade monetária (Banco Central do Brasil) e pela agência antitruste brasileira (Conselho Administrativo de Defesa Econômica), inicialmente, recorreu-se à autores que trabalham com análise estrutural de mercados, especialmente análise decorrente da teoria da Organização Industrial e seus modelos econômicos,¹³ para mapear a formação do SPB, antigas distorções e ineficiências, e a estrutura competitiva do setor financeiro,¹⁴ e do mercado de meios de pagamento brasileiro nos dias atuais.

Em um segundo momento, são investigados os princípios que regem a regulação financeira, especialmente no que tange ao setor de pagamentos, à luz dos estudos de Dan Awrey, John Armour *et al.*, já apontando para uma abordagem contemporânea mais flexível, trazendo os valores da competição e da desagregação da cadeia de serviços financeiros propiciadas pelo ecossistema digital.¹⁵

prestação de serviços; e (ii) não são remunerados por juros, mas principalmente por tarifas e comissões. Elas passaram a ser mais ofertadas por bancos a partir dos anos 1970 em um contexto de progressiva “financeirização” dos agentes econômicos. As atividades de pagamento são acessórias quando providas por bancos. Vide: ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 18. ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2019. p. 79; RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos de crédito bancário*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 19; YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 77-78; e PHILIPPON, Thomas. *The Great Reversal: how America gave up on free markets*. Belknap Press, 2019. p. 209.

¹³ A Organização Industrial aplica a teoria dos preços em análise concorrencial, intuindo que uma grande concentração em determinado mercado incentiva uma alta nos preços e queda na qualidade, quantidade e inovação nos produtos ofertados. Vide: ORNELAS; José Renato; SILVA, Marcos Soares; VAN DOORNIK, Bernardus. *Informational Switching Costs, Bank Competition and the Cost of Finance*. p. 10. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/informational-switching-costs-bank-competition-and-the-cost-of-finance>. Acesso em: 5 dez. 2022.

¹⁴ Apesar de a atuação repressiva do Cade contra acordos ilícitos estar fora do corte metodológico desta dissertação, é pertinente levantar que, no mercado financeiro brasileiro, as condições de um ambiente propício à coordenação estão presentes, apresentando um possível problema concorrencial: (i) os cinco maiores participantes têm alto nível de interação, tanto em estruturas contratuais/*joint ventures*, quanto em entidades de classe (Febraban, em que estão os cinco grandes bancos; ABBC, em que estão a maioria dos bancos de médio e pequeno porte; e ABBI, em que estão os bancos com controlador estrangeiro (sendo que algumas instituições são membros de mais de uma associação); (ii) elevada concentração de mercado, tanto em termos absolutos quanto em comparação a outros países de dimensões semelhantes; (iii) *market share* simétricos entre os *players* dominantes; e (iv) tentativas de um membro do cartel de burlar o acordo pode ser facilmente detectada. Esses fatores endógenos ao mercado bancário viabilizam, inclusive, casos de colusão tácita (p. ex., coordenar preço, qualidade ou quantidade sem um acordo verbal ou escrito). Em linhas semelhantes, Xavier Vives discute possíveis efeitos pró-colusão da regulamentação extensiva da atividade econômica (p. ex., juros e tarifas regulados) e das barreiras de entrada do mercado. Vide: (1) Voto relator do conselheiro João Paulo de Resende no Ato de Concentração 08700.010790/2015-41, que aprovou a aquisição das operações do Banco HSBC no Brasil pelo Bradesco em 08.06.2016; e (2) VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy*. Princeton: Princeton University Press, 2016. p. 73.

¹⁵ ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; Enriques *et al.* *Principles of Financial Regulation*. OUP Catalogue. Osford: Oxford University Press, 2016. Nº 9780198786474.

Nesse sentido, Thomas Philippon se refere às inovações surgidas nas últimas duas décadas no setor como a “oportunidade *fintech*”, haja vista que o fenômeno ensejado por esses novos entrantes poderia se converter como de grande utilidade pública para as autoridades resolverem alguns desafios regulatórios remanescentes no setor financeiro, mas para isso deveria ser requerida uma abordagem alternativa da regulação financeira, baseada na ideia de fomentar novos tipos de empresas de pagamento no mercado, sem alavancagem, e formatar o desenvolvimento de novos sistemas, mais baratos, transparentes, de acesso aberto, promovendo mudanças estruturais no setor.¹⁶

Por fim, recorre-se ao estudo de Xavier Vives sobre competição no setor financeiro, apontando que um grau ótimo de concentração nos mercados relevantes tradicionais do setor financeiro e de pagamentos, deverá ser sopesado com razões prudenciais e de concorrência que o justifiquem, uma vez que a concentração também está relacionada com os processos de inovação, com algum nível de risco sistêmico e com um grau ótimo de competição.¹⁷

Essa revisão de literatura empírica abordou apenas as obras mais relevantes para esse trabalho, sem prejuízo de outras que foram pontualmente citadas, que contribuíram para concatenar as reflexões trazidas e formaram o pensamento da autora, que ora se apresenta.

¹⁶ PHILIPPON, Thomas. *The fintech opportunity*. Stern School of Business. New York: New York University, 2016. p. 15.

¹⁷ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 131.

1 FORMAÇÃO, CARACTERÍSTICAS E FUNÇÃO DOS SISTEMAS DE PAGAMENTO

1.1 A moeda e suas representações evolutivas

Ao refletir sobre a crise econômico-financeira irrompida em 2008, e a consequente crise política da governança democrática que se instalou de maneira mais visível nos países do capitalismo central, o sociólogo Wolfgang Streeck, diretor emérito do Instituto Max Planck, afirmou: “o dinheiro é a mais misteriosa instituição da modernidade capitalista”.¹⁸

A provocação contida na frase serve de epígrafe ao presente trabalho, como forma de refletir sobre o papel da regulação financeira em um mundo cada vez mais marcado por inovações nos sistemas monetários internacionais.

As mudanças surgidas nas últimas décadas, sobretudo por conta do avanço da tecnologia e da digitalização de muitos serviços, impactaram e têm impactado decisivamente o setor financeiro e o trânsito dos recursos no interior das economias capitalistas contemporâneas.

No centro desse debate, o dinheiro, ou mais especificamente, a moeda, a grande tecnologia mutante criada e operacionalizada dentro dos sistemas de trocas financeiras.

O dinheiro é, a um só tempo, uma questão sociopolítica, econômica, jurídica e filosófica, daí a complexidade de se empreender qualquer análise sobre ele, e a necessidade de investigá-lo de modo interdisciplinar.¹⁹⁻²⁰

A moeda, adicionalmente, é uma instituição social que depende de diferentes agentes para sua efetividade e legitimidade (Estado, mercados, sociedade), tendo o direito como o grande elemento coordenador, constitutivo e ratificador de práticas monetárias.²¹

¹⁸ STREECK, Wolfgang. Taking Crisis Seriously: Capitalism on Its Way Out. *Stato marcatoi*, nº 100, p. 45-67, abr. 2014. O autor disserta a respeito da tensão existente entre o capitalismo e a democracia, e os problemas de legitimação do capitalismo democrático.

¹⁹ “A moeda significa o conceito econômico de instrumento geral de troca, enquanto dinheiro significa o conceito jurídico de propriedade da moeda” (Cf. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 87).

²⁰ Para uma visão mais completa do fenômeno jurídico da moeda, vide: STEINBERG, Daniel. *A qualidade jurídica da moeda: uma análise das moedas paralelas*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2021. no prelo.

²¹ STEINBERG, Daniel. *A qualidade jurídica da moeda: uma análise das moedas paralelas cit.*, p. 20.

Embora o formato e o trânsito da moeda tenham passado, e estejam passando, por significativas alterações ao longo dos séculos, como se verá no presente trabalho, alguns paradigmas parecem se reafirmar, como por exemplo, a centralidade do direito como instrumento de validade e segurança de novos fenômenos monetários, bem como de novas dinâmicas de trânsito do dinheiro em suportes digitais.²²

Do ponto de vista macro regulatório, de um lado, há uma visão econômica posta, hegemônica pelo paradigma neoclássico, de viés ortodoxo, que tende a ver o dinheiro como um objeto de troca neutro e exógeno. No fundo dessa reflexão está *homo economicus*, racional e autodeterminado, agente das trocas nas sociedades, que apenas seriam um amontoado de ações e intenções desvinculadas, sem maiores propósitos valorativos.²³

Do outro lado, o pensamento econômico mais heterodoxo, que sustenta uma ausência de neutralidade na criação e uso do dinheiro, e que apregoa sua natureza política, uma vez que a oferta da moeda altera e impacta, no longo prazo, variáveis econômicas reais, como produção renda e emprego.²⁴ Assim, já que o dinheiro é a encarnação da “riqueza abstrata”, a incorporação autônoma de uma ideal de valor, ele é o fim principal da atividade econômica capitalista, por meio da socialização econômica da produção de mercadoria.²⁵

Em linha com esse pensamento, a sociologia do dinheiro enxerga as novas dinâmicas de sua produção, notadamente a finança digitalizada da contemporaneidade, como produto direto do poder econômico e da tecnologia, que vem promovendo mudanças no regime de acumulação capitalista, especialmente a partir da década de 1980.²⁶

²² STEINBERG, Daniel. *A qualidade jurídica da moeda: uma análise das moedas paralelas* cit., p. 20.

²³ PARANÁ, Edemilson. *Bitcoin: a utopia tecnocrática do dinheiro apolítico*. São Paulo: Autonomia Literária, 2020. p. 195-241.

²⁴ “Para Marx, a economia real é necessariamente monetária e a teoria do valor não é antes senão uma “teoria monetária do valor”. Uma vez que a produção capitalista não pode existir sem o crédito – bem como sem as formas mais evoluídas tais como dinheiro de crédito, títulos, ações, é impossível a produção de mercadorias transcorrer sem dinheiro” (Ibidem, p. 210).

²⁵ PAULANI, Leda. P. *Do conceito de dinheiro e do dinheiro como conceito*. Tese (Doutorado) – IPE – Universidade de São Paulo, 1992. p. 91.

²⁶ Para uma visão mais sociológica mais aprofundada sobre o fenômeno da “finança digitalizada”, compreendida como “o complexo técnico-operacional de gestão da circulação, acumulação e valorização de capital financeiro por meio de recursos tecnológicos automatizados, que aceleraram a compressão dos fluxos espaço-tempo, bem como a influência das Tecnologias da Informação e Comunicação (TIC) na emergência e consolidação, especialmente a partir da década de 1980, de um novo sistema financeiro mundializado, operado globalmente em ‘tempo real’ com uso intensivo de recursos tecnológicos no âmbito do chamado regime de acumulação com dominância da valorização financeira”, vide: PARANÁ, Edemilson. A finança digitalizada: informatização a serviço da globalização financeira. *Nova Economia*, [S. l.], v. 28, nº 1, 2018.

Nessa toada, Schumpeter também já diferenciava, dentro do pensamento econômico, aqueles que entendem o dinheiro fundamentalmente como uma coisa ou mercadoria, e aqueles que o concebem como uma relação social, esboçada em uma promessa de pagamento, em uma reivindicação de valor, ou em uma imposição legal.²⁷

Embora constitua uma parte menos conhecida da sua obra, o autor traz importante contribuição a uma análise monetária do capitalismo, substituindo uma visão ortodoxa que isola a “economia real” da dinâmica financeira, conceituando o dinheiro como um sistema de “contabilidade social”.²⁸

Nesse campo, a ênfase nos atributos da moeda, para além de um meio de pagamento, contudo, é o que difere o pensamento econômico ortodoxo daquele de viés mais heterodoxo, que tende a centralizar suas discussões mais nas funções de unidade de conta e reserva de valor, além de aspectos sociológicos, uma vez que não concebe a moeda como um mero instrumento de troca, neutro, apartado de relações sociais, absolutamente exógeno e, assim, totalmente controlável por seu emissor.²⁹

Essa perspectiva afigura-se como de suma importância para entender as inovações monetárias surgidas na última década nos países do capitalismo central, bem como as mudanças ocorridas nos sistemas de pagamento por conta dessas inovações.

Até aqui se foi tratando, propositadamente, a ideia de dinheiro quase como sinônimo de moeda, embora por dinheiro, entenda-se, fundamentalmente no campo jurídico, apenas a representação numérico-quantitativo da moeda.³⁰

A moeda é uma instituição social complexa, multifacetada, dotada de vieses, e que compreende vários instrumentos financeiros, como valores mobiliários, contratos, e outras representações numérico-quantitativas esboçadas pelo dinheiro.³¹

²⁷ FESTRÉ, Agnès; NASICA, Eric. Schumpeter on money, banking and finance: An institutionalist perspective. *European Journal of the History of Economic Thought*, Taylor & Francis (Routledge), 2009, 16 (2), p. 325-356. [ff10.1080/09672560902891101](https://doi.org/10.1080/09672560902891101). [ffhalshs-00272405f](https://doi.org/10.1080/09672560902891101).

²⁸ Schumpeter foca sua teoria do dinheiro, principalmente, nas ligações entre dinheiro e crédito. Para mais informações, vide: LAGUERRE, Odile Lakomski. Joseph Schumpeter's Credit View of Money: A Contribution to a “Monetary Analysis” Of Capitalism. *History of Political Economy*, 48 (3): 489-514, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1215/00182702-3638655>. Acesso em: 5 dez. 2022.

²⁹ Ibidem.

³⁰ MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019. p. 48.

³¹ CASTRO, Marcos Faro de. Análise jurídica da Política Econômica. *Revista da Procuradoria Jurídica do Banco central*, vol. 3, nº 1, 2009.

Em linha com os livros-textos de economia, Rachel Sztajn reitera que a moeda possui funções específicas e gerais, sendo as primeiras essencialmente ligadas à microeconomia, devendo preencher as finalidades de (i) meio de pagamento, (ii) unidade de conta, e (iii) reserva de valor.³²

Para a função de *meio de pagamento*, a moeda opera como bem intermediário de trocas e, por sua fungibilidade, reduz custos de transação anteriormente inevitáveis.³³

Na função *unidade de conta*, o que interessa é que o valor da moeda seja constante e reconhecido por todos, “assim serve de medida para a precificação dos bens e serviços negociados em mercado, é parâmetro para empréstimos, os quais deverão ser solvidos em momento futuro, pelo que a função facilita o diferir de pagamentos.”³⁴

Por fim, como *reserva de valor* exige que seja ela estável e confiável, para que seu poder de compra não varie (ou varie pouco), e para que possa ser guardada e recuperada sem sofrer grandes perdas ou deterioração.³⁵

Contemporaneamente, contudo, novos fenômenos monetários vêm desafiando essas funções clássicas da moeda, identificado também como requisito necessário a essa denominação, o grau de “monetariedade” em que os atores inseridos nas relações monetárias atribuem a determinados ativos.³⁶

De partida, afigura-se importante diferenciar o conceito de moeda do conceito de dinheiro:

A sinonímia entre moeda e dinheiro, no sentido de moeda nacional, aparece em Portugal no final do século XII, sendo a palavra usada no sentido de unidade de conta. Essa, talvez, a razão para que, nos países de língua portuguesa, se tenha consolidado a sinonímia entre os termos e que, em linguagem vulgar não se faça entre eles qualquer distinção. No Brasil, ou o que pode ser nela convertido e sirva como meio de pagamento, diz-se dinheiro. Porém, em língua técnico-econômica, a palavra correta é moeda.³⁷

³² SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre estabilidade e risco*. São Paulo: Elsevier, 2010. p. 21-23.

³³ Ibidem.

³⁴ Ibidem.

³⁵ Ibidem.

³⁶ DURAN, Camila Villard; SALAMA, Bruno Meyerhof. O que faz algo se tornar uma moeda? O que o direito tem a ver com isso? *Jota*, 18.09.2019. Disponível em: https://www.jota.info/paywallPredirect_to=s//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-que-faz--algo-se-tornar-uma-moeda-o-que-o-direito-tem-a-ver-com-isso-18092019. Acesso em: 5 dez. 2022.

³⁷ SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre estabilidade e risco* cit., p. 14-15.

Nessa toada, o economista Ricardo Bellofiore afirma ser o dinheiro a forma geral da riqueza, o poder de adquirir os elementos indispensáveis à produção de mercadorias: trabalhadores assalariados, equipamentos e materiais.³⁸

Diz o autor que, no capitalismo, “o dinheiro, uma vez atirado à circulação por quem dispõe de patrimônio rentável para acessar o crédito, cria (gera) moeda, e esse fluxo monetário que paga salários, fornecedores e credores”.³⁹

Em consonância, Gustavo Franco afirma:

[...] a moeda de pagamento é como uma imposição tecnológica sobre as transações, um insumo, ou um coeficiente técnico à moda de Wassily Leontief, pelo qual fricções de tempo e espaço exigem a intermediação do meio de pagamento com pequenos custos de transação e externalidades de rede. Como “ativo”, ou como instrumento líquido de armazenamento de poder de compra, a moeda é vista pelos economistas como aquele de menor risco, e a ênfase reside nas gradações, elasticidades de substituição e nas múltiplas possibilidades de variáveis e instrumentos de política monetária e de administração do sistema financeiro.⁴⁰

Os manuais clássicos de ciência econômica, de visão predominantemente ortodoxa, dão conta de afirmar que a moeda, portanto, é o conjunto de ativos da economia que as pessoas utilizam regularmente para adquirir bens e serviços, enfatizando a sua função de meio de troca.⁴¹

Para outros autores, a moeda também pode ser entendida como um projeto constitucional, na medida em que vincula indivíduos e comunidades e, portanto, sua criação só pode ser entendida a partir de um nível mínimo de institucionalização social.⁴²

Destarte, em razão de elementos políticos, como o surgimento de Estados-nação, suas capacidades de influenciar e regular diretamente a moeda utilizada em determinado território, e seus aparatos tecnológicos, a ideia de moeda foi se tornando cada vez mais territorializada nos séculos XIX e XX.⁴³

³⁸ REALFONZO, Riccardo; BELLOFIORE, Riccardo. Money as finance and money as general equivalent: re-reading Marxian monetary theory. In: ROSSI, Sergio; ROCHON, Louis Philippe (eds.). *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2003.

³⁹ BELLUZZO, Luiz Gonzaga. *Dinheiro: o poder da abstração real*. São Paulo: Contracorrente, 2021. p. 134.

⁴⁰ FRANCO, Gustavo. *A moeda e a lei*. Rio de Janeiro: Zahar, 2013. p. 81.

⁴¹ MANKIW, N. Gregory. *Introdução à economia*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2009. p. 616.

⁴² DESAN, Christine. *Making money: coin, currency, and the coming of capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2014. p. 4.

⁴³ Segundo Steinberg, a existência concomitante de moedas – públicas e privadas – foi a regra e a moeda única, a exceção. O autor segmenta a história jurídica da moeda a partir da relação entre moedas públicas e

Antes do século XIX, entretanto, a pluralidade de moedas era reconhecidamente uma realidade, mas em razão dos referidos elementos políticos acima, essa condição foi sendo paulatinamente alterada e culminando com um cenário de centralização monetária estatal, ao longo de todo o século XX.⁴⁴

Apesar disso, com a evolução dos tempos, da velocidade e da dinâmica descentralizada dos mercados financeiros globais, além do colapso do sistema Bretton-Woods, nos dias atuais, é possível observar o ressurgimento de um cenário de fragmentação do monopólio da soberania monetária em diversos países, com o crescimento do dólar como moeda internacional, a existência de países localizados na periferia da hierarquia monetária internacional, além de outros fenômenos de natureza libertária.⁴⁵

Contemporaneamente, com a evolução da tecnologia e uma série de inovações no setor financeiro, o mundo vem assistindo novamente o surgimento de novos elementos de esfacelamento da centralização monetária, como iniciativas de moedas privadas locais, a adesão do país a uma zona monetária, como o Euro, ou a emissão de moeda privada internacional, como o Eurodólar.⁴⁶

Mais recentemente, além de moedas privadas (criptomoedas), a maior parte dos bancos centrais mundiais estudam a emissão de moedas digitais soberanas, espécie de criptomoedas emitidas pelas autoridades monetárias, com lastro em moedas nacionais reais.⁴⁷

privadas, e estabelece três grandes fases: de um contexto de conflito (entre moedas), antes do século XIX, para a centralização (séculos XIX e XX), passando, por fim, à coexistência, no século XXI (STEINBERG, Daniel. *A qualidade jurídica da moeda: uma análise das moedas paralelas cit.*, no prelo).

⁴⁴ ELLEINER, Eric. *The making of national money: territorial currencies in historical perspective*. Ithaca: Cornell University Press, 2003. p. 42-60. Para uma visão sociológica da passagem do Absolutismo para o Estado-nação ver, entre outros: GIDDENS, Anthony. *The nation-state and violence*. Volume two of a contemporary critique of historical materialism. Cambridge: Polity Press, 1985. p. 148-160.

⁴⁵ Para mais informações, vide: STACEY, Helen. Relational sovereignty. *Stanford Law Review*, v. 55, p. 2029, 2003; PARANÁ, Edemilson. *Bitcoin: a utopia tecnocrática do dinheiro apolítico cit.*

⁴⁶ DURAN, Camila Villard. O momento “Bretton Woods” da Covid-19 e a cooperação monetária por bancos centrais. *Estudos Avançados [online]*, v. 34, nº 100, p. 117-140, 2020.

⁴⁷ Ver, entre outros: BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Innovation Hub Other. Central bank digital currencies, setembro 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/othp42.htm>. Acesso em: 5 dez. 2022; HALABURDA, Hanna; SARVARY, Miklos. *Beyond bitcoin: the economics of digital currencies*. London: Palgrave Macmillan, 2016; GIMIGLIANO, Gabriela (ed.). *Bitcoin and mobile payments: constructing a European Union framework*. London: Palgrave Macmillan, 2016; CHUEN, David Lee Kuo. *Handbook of digital currency: bitcoin, innovation, financial instruments, and big data*. San Diego: Elsevier, 2015.

Em conjunto, tais fenômenos foram denominados como exemplos de desterritorialização da moeda, referindo-se ao fato de que a circulação de moedas nacionais não está mais restrita à fronteira territorial dos estados.⁴⁸

Logo, os desafios contemporâneos propiciados pela tecnologia apontam para outros elementos caracterizadoras da moeda e de suas funções clássicas, assim como dos sistemas de pagamento por onde trafegam, reorientando parte da regulação financeira em torno desses temas.

Esse é o pano de fundo do presente trabalho, onde os sistemas de pagamento são vistos partir de novas práticas monetárias (públicas e privadas), propiciadas pelo uso intensivo da tecnologia no setor financeiro, e pela articulação, sobretudo no Brasil, entre os reguladores financeiros e as autoridades dos sistemas de defesa da concorrência, para dar conta de maneira segura dos novos desafios postos pelas inovações financeiras.

De início, à margem do perímetro regulatório, e por fim, legitimados a partir de esforços da regulação financeira e de políticas de promoção da competitividade no setor, que ainda estão em curso, os novos modelos de negócios surgidos a partir do uso intensivo da tecnologia, e que ensejaram novos fenômenos monetários, cresceram não apenas fora do regime jurídico aplicável até então à moeda e aos sistemas de pagamento, mas também, foram subsidiados por novas abordagens da regulação.⁴⁹

Assim, afigura-se importante mencionar que os novos entrantes acabaram por remodelar não apenas os elementos caracterizadores e típicos da moeda e dos sistemas de pagamento, mas também do regime de trocas financeiras e da dinâmica de seus agentes, borrando as fronteiras clássicas entre dinheiro, crédito e pagamentos.⁵⁰

⁴⁸ COHEN, Benjamin J. *The future of money*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

⁴⁹ Como se verá neste trabalho, o surgimento dos criptoativos e *stablecoins*, de natureza privada, bem como as CBDCs, de natureza eminentemente pública, emitidas pelos Bancos Centrais, são produtos diretos da inovação financeira, consubstanciando-se em ativos que podem ser usados como se fossem moeda, desde que não coloquem em risco a estabilidade dos sistemas monetários e financeiros.

⁵⁰ Nesse sentido, para Sáinz de Vicuña, a moeda seria apenas um crédito: “[n]ão mais do que crédito contra um devedor, cuja aceitação como reserva de valor e como meio de pagamento pelo público depende de uma estrutura legal abrangente que garanta um poder de compra estável, de sua disponibilidade mesmo em tempos de estresse bancário e de sua capacidade funcional de liquidar obrigações monetárias. Não é mais uma propriedade, mas um crédito transferível dentro de uma estrutura institucional geral (tradução livre)” (VICUÑA, Sáinz de. *An Institutional Theory of Money*. In: GIOVANOLI, M.; DEVOS, D. *International Monetary and Financial Law: The Global Crisis*. Oxford: Oxford University Press, 2010. 25.01).

No tocante ao ordenamento legal, os juristas e suas postulações nos tribunais asseveram que: “a moeda constitui, a um só tempo, parâmetro e objeto da ordem jurídica”.⁵¹

A justificativa para tal afirmação residiria no fato de que, o que possibilitou ao homem prescindir dos metais preciosos como instrumento de troca, foi justamente a institucionalização normativa da unidade monetária.⁵²

Com efeito, a característica de ser a moeda um vocábulo que, apenas assume sentido quando utilizado sob certas normas jurídicas, decorre da moldura regulatória de determinado direito positivo:

Inexistisse essa referência [referência a normas jurídicas], e promessas de pagamento e pagamentos seriam apenas sons e gestos despidos de sentido. [...] Os bons economistas o sabem e tomam a moeda como *convenção*. A moeda, pois, não é senão um nome sacralizado pela ordem jurídica. Em 30 de junho de 1994, o “real” passou a ser moeda [= unidade monetária] brasileira única, e exclusivamente porque assim o disse definindo-o como tal, o direito positivo brasileiro.⁵³

Destarte, para os juristas, a moeda é um instituto jurídico-econômico que, além dos atributos monetários, necessita de validade e eficácia para o cumprimento de sua função de padrão de valor e de liberação de débitos pecuniários – o chamado efeito liberatório.

Segundo Eros Grau, sob o prisma jurídico, a moeda está inserida na estrutura dos diferentes negócios e diversamente os qualifica, segundo a função que em cada qual exerce. Assim, ao instrumentalizar pagamentos e se constituir como um padrão de valor, a moeda o faz sujeitando-se à validade e eficácia das normas jurídicas.⁵⁴

Para o autor, no que tange à característica de padrão de valor, o atributo da validade jurídica é o que prevalece, ao passo que, enquanto instrumento de pagamento, a moeda precisa ser dotada de eficácia. Assim é que são válidas as estipulações definidas pelo direito positivo – aplicáveis ao negócio em questão, e eficaz o pagamento realizado através de instrumento válido.⁵⁵

⁵¹ BRASIL. STF, Tribunal Pleno, RE 478.410, Rel. Min. Eros Grau, j. 10.03.2010, *DJe* 13.05.2010. Disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/RE478410.pdf>. Acesso em: 2 jun. 2022.

⁵² BRASIL. STF, Pleno, RE 478.410 cit.

⁵³ *Ibidem*, p. 11.

⁵⁴ *Ibidem*, p. 12.

⁵⁵ *Ibidem*, p. 13.

Nesse sentido, argumenta-se que a moeda é um facilitador da vida econômica, na medida em que estabelece uma relação de igualdade entre sujeitos de direito, pois opera reduzindo as complexidades que emergem dos processos de trocas de bens e serviços.

Mas o que dizer, portanto, dos novos fenômenos monetários surgidos à margem do ordenamento jurídico posto, decorrentes das inovações financeiras propiciadas pela tecnologia?

A principal função do direito, como instrumento de regulação monetária, está na institucionalização de mecanismos jurídicos de supervisão, prestação de contas e sanção dos bancos centrais, o que significa, essencialmente, regras de avaliação e julgamento *ex post* da tomada de decisão, ainda que elas envolvam a definição *a priori* de metas e objetivos.⁵⁶

A aptidão para o cumprimento dessas funções decorre do fato da moeda ser dotada de curso legal e curso forçado.

Pelo primeiro, sabe-se o atributo de valor líquido da moeda, razão pela qual não pode ser recusada, o que assegura a ampla circulação e imposição de sua aceitação, e que desemboca na sua característica como meio de pagamento.⁵⁷

O curso forçado, por outro lado, é o atributo da moeda inconvertível, ou seja, o instrumento monetário que não pode ser convertido em qualquer bem que represente o valor nela declarado.⁵⁸

A exclusividade de circulação da moeda, segundo Eros Grau, está relacionada ao curso legal, e não ao curso forçado, haja vista que o primeiro atributo se refere à sua possibilidade de circulação, enquanto o segundo se refere ao seu valor, e à impossibilidade do poder emissor de convertê-la em outra coisa.⁵⁹

Com efeito, em sua avaliação, o jurista apregoa que o curso legal é determinante e condicionante das duas funções básicas da moeda: a de instrumento de pagamento e a de padrão de valor (unidade de conta, em outras palavras).

Seguindo a tradição weberiana, onde a validade formal da moeda depende das normas jurídicas formais emanadas pelo Estado, é preciso também salientar a confiança social que

⁵⁶ DURAN, Camila. *A moldura jurídica da política monetária: um estudo do BACEN, BCE e FED*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 85.

⁵⁷ Ibidem.

⁵⁸ Ibidem.

⁵⁹ BRASIL. STF, Pleno, RE 478.410 cit.

reconhece seu valor e eficácia, já que, em algumas circunstâncias, pode haver uma lacuna entre validade formal e validade substantiva, ou seja, entre o monopólio legítimo da política monetária e a aceitação da moeda (legitimidade social e econômica).⁶⁰

E é justamente aqui onde reside a legitimidade de alguns dos novos modelos de negócio identificados na realidade contemporânea no mercado de pagamentos: a atribuição de valor e confiança social que determinada coletividade atribui a determinado ativo ou serviço de pagamento, ainda que de maneira privada, pendente a legitimidade pública que o direito lhes confere.⁶¹

Ante o exposto, a definição weberiana segue válida, aparentando incorporar uma concepção jurídica do fenômeno monetário na qual pode ser definido como moeda tudo o que serve como instrumento de troca e que tem legitimidade social para isso.⁶²

Embora aparente ser uma análise fluida e ampla do conceito de moeda, o autor demonstra que a validade formal da moeda, ou seja, o curso legal, é uma ferramenta disponível para impor coercitividade em determinado território ou área de circulação, mas não

⁶⁰ WEBER, Max. *Economy and society*. Berkeley and Los Angeles: University of California Press, 1978. p. 169-170.

⁶¹ Nesse sentido, vale observar os dados do mercado norte-americano, na falta de dados granulares do mercado brasileiro. Hoje, o dinheiro público dos EUA consiste principalmente em dinheiro do banco central, que é um passivo emitido pelo Federal Reserve. O público em geral usa dinheiro público na forma de papel-moeda, ou notas do Federal Reserve, para transações diárias. Os bancos e algumas outras instituições podem acessar os saldos das reservas do banco central. A moeda também é considerada dinheiro público e é emitida pelo Tesouro. Há US\$ 2,2 trilhões em notas do Federal Reserve, US\$ 3,3 trilhões em saldos de reservas e US\$ 50 bilhões em moedas pendentes, mantidos com empresas de tecnologia financeira (*fintechs*), outras instituições financeiras não bancárias ou outros provedores de pagamentos para efetuar transferências, também podem ser vistos como dinheiro privado. Atualmente, há pelo menos US\$ 19,4 trilhões em dinheiro privado nos Estados Unidos.

Dinheiro público e privado coexistiram ao longo da história dos EUA. Como o dinheiro público atualmente só é acessível ao público em geral como papel-moeda ou moedas, o dinheiro privado pode ser mais conveniente para o público usar para fazer pagamentos. E embora o dinheiro público e privado muitas vezes possam ser intercambiáveis em seu uso – um consumidor pode pagar pelos mesmos bens e serviços usando dinheiro ou depósitos bancários com igual facilidade – a segurança e a liquidez do dinheiro público e privado diferem. Para mais informações, vide: U.S. Department of the Treasury Report. *The Future of Money and Payments Report Pursuant to Section 4(b) of Executive Order 14067*, set. 2022. p. 3; BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation*, jan. 2022.

⁶² Weber descreve a moeda como o meio mais adequado para o cálculo econômico. Nas suas palavras, “[...] [money] it is formally the most rational means of orienting economic activity”. Para exemplificar a extensão desta perspectiva, Ascarelli também assevera que: “Nella successiva autonomia della moneta dalla materia dalla quale è formata, nel successivo passaggio a una moneta alla quale, come nella cartacea, non corrisponde un valore rilevante della materia, si viene affermando un processo di progressiva astrazione del pensiero economico e giuridico”. Respectivamente em: WEBER, Max. *Economy and society* cit., p. 86-90; e ASCARELLI, Tullio. *Studi giuridici sulla moneta*. Milano: Giuffrè, 1949. p. ix.

é o único e supremo elemento legitimador da moeda, já que sua aceitação social é também um requisito absolutamente necessário.

Para Knapp, em sentido contrário e com visão mais restritiva, a moeda seria apenas o que a lei define como tal, sendo, portanto, apenas um ato político, de Estado, em um prisma estritamente formal do fenômeno monetário que não se amolda à amplitude da visão anterior, a que se filia o presente trabalho.⁶³

Consoante o autor, o “dinheiro é uma criatura da lei” e a moeda, enquanto mercadoria de troca universal, dependeria apenas de um ato legislativo, sendo, portanto, um fenômeno jurídico de cunho político.⁶⁴

Com efeito, a análise empreendida apregoa que, o que faz com que determinado ativo se torne meio de pagamento não é o valor do seu material (valor intrínseco), mas, sim, seu aspecto jurídico, uma espécie de validade por proclamação.⁶⁵

A validade por proclamação, por sua vez, utiliza como instrumento alguns símbolos ou bilhetes (*chartal*, no latim) como meios de pagamento, e somente com a validade legitimada pela lei é que determinado meio de pagamento tornaria-se moeda. Assim, o ato de “pagar” seria estritamente um procedimento legal.⁶⁶

De forma consonante, outros autores enfatizam que a realização da função de pagamento da moeda depende de sua incorporação aos meios de pagamento.⁶⁷

Diversamente de Knapp, contudo, procurar entender aquilo que torna algo como moeda e meio de pagamento, e as questões jurídicas subjacentes a esses novos fenômenos, (ainda que sem curso legal ou inseridos dentro de uma moldura regulatória, mas dotados de aceitação social), é um dos objetos de interesse subjacentes à essa pesquisa, onde novos modelos de negócio no setor financeiro chegaram e estão disruptando, decisivamente, os sistemas e instrumentos de pagamento.

⁶³ KNAPP, Georg F. *The state theory of money*. London: Macmillan & Company, 1924. p. 7.

⁶⁴ Para o autor, o valor de determinada mercadoria depende da sua característica nominal, sendo que a nominalidade dos débitos e a sua unidade de valor é o que torna o dinheiro possível. Assim, para ser meio de pagamento, a unidade de valor deve ser reconhecida pelo seu valor de face (KNAPP, Georg F. *The state theory of money* cit., p. 7).

⁶⁵ KNAPP, Georg F. *The state theory of money* cit., p. 30.

⁶⁶ O cartalismo indica que determinado símbolo é meio de pagamento e não o material utilizado para sua confecção (metal ou papel). Nesse sentido, Knapp enxerga com clareza que o “cartalismo é baseado em uma relação com o direito”. Para mais informações, vide: KNAPP, Georg F. *The state theory of money* cit., p. 7.

⁶⁷ MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 47.

Ademais, é decisivo que não se confunda a moeda como unidade ideal de valor, e os instrumentos ou suportes monetários que permitem a sua circulação, ou os meios de pagamento que farão com que se converta também em unidade de pagamento.⁶⁸

A moeda não deve se confundir com seus respectivos suportes representativos, que foram assumindo feições diversas e desmaterializadas no decorrer do tempo: a moeda-cunhada (ouro e prata), a moeda-representativa (conversível em moeda cunhada), a moeda fiduciária (parcialmente conversível), a moeda física (inconvertível e destituída de valor intrínseco), a moeda bancária (atos escriturais das instituições financeiras), e mais recentemente, a emergência da moeda eletrônica (unidades monetárias em suporte eletrônico, como os cartões) e a moeda virtual (unidades monetárias em suporte criptográfico, na internet ou não, mais conhecidas como criptomoedas), como se verá mais detalhadamente nos tópicos a seguir.⁶⁹

No momento atual, o setor financeiro está passando por uma transformação tecnológica sem precedentes e novos tipos de usos de aplicações financeiras móveis vêm se interpondo, gradativamente, entre consumidores e bancos tradicionais: desde plataformas de pagamentos eletrônicos e aplicativos de bancos no celular (*mobile banking*), até serviços de pagamento completamente digitais – fora da rede dos bancos, constituindo novas interfaces através da qual os consumidores interagem com suas finanças.⁷⁰

Isso é bastante visível com a emergência de uma economia baseada em dados, onde o uso do dinheiro e os dados de transações são “formas de memória”, que vão sendo coletados e armazenados, antes mesmo que a evolução da tecnologia da informação e comunicação permitisse o surgimento do que tem se chamado *big data*.⁷¹

Primeiro, o Estado exercia preponderantemente o controle sobre a oferta e circulação da moeda na era pré-eletrônica, como o faz ainda hoje, mas a forma como o dinheiro se

⁶⁸ MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 47.

⁶⁹ Com efeito, é possível notar que a história da moeda é marcada por uma gradativa tendência à desmaterialização das unidades monetárias. Vide: ANTUNES, José Engrácia. A moeda bancária. Noções, natureza e estatuto jurídico. *Cadernos Jurídicos*, Lisboa, nº 5, p. 45, jul. 2022. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/cadernos_juridicos_5_2022.pdf. Acesso em: 5 dez. 2022.

⁷⁰ KING, M. R.; NESBITT, R. W. *The technological revolution in financial services: how banks, Fintechs, and Customers Win Together*, University of Toronto Press, 2020.

⁷¹ WESTERMEIER, Carola. Money is data – the platformization of financial transactions. *Information, Communication & Society*, v. 23, n. 14, p. 2047-2063. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/1369118X.2020.1770833?needAccess=true>. Acesso em: 5 nov. 2022.

moveu no interior dos sistemas financeiros e dentro das empresas, de lá para cá, produziu outra camada de controle monetário e acesso para os cidadãos, mesmo antes dos pagamentos eletrônicos.⁷²

Os dados transacionais atuaram como uma *proxy* preditiva para outros aspectos da conduta individual dos consumidores ou das empresas, e à medida que o dinheiro foi percebido, cada vez mais, como um dado, e menos como um valor em si, as práticas de seu uso e troca se tornaram ainda mais relevantes.⁷³

Por conseguinte, contemporaneamente, o dinheiro e os novos usos da moeda vêm sendo compreendidos como um referencial simbólico, um sistema social e uma prática material, já que podem adquirir valores diferentes, aplicando-se o mesmo aos dados digitais que parecem adquirir a qualidade de dinheiro, pois também encerram um sistema sociotécnico de troca e uma prática material de cálculo e análise, cujos valores são determinados por sua troca, acumulação e cálculo.⁷⁴

À luz desses novos usos e funcionalidades do dinheiro propiciados pela tecnologia, com impactos significativos na regulação financeira e de pagamentos, para fins didáticos, será feita uma breve distinção entre os tipos de moeda existentes na atualidade, com o fito de refletir sobre as mudanças ocorridas no interior dos sistemas de pagamento nas últimas duas décadas, e sobre o objetivo da política regulatória subjacente a eles.

1.1.1 Moeda física (ou moeda papel)

A moeda papel foi o aprimoramento decorrente de séculos de inconveniência da moeda metálica.

Tais inconvenientes levaram ao desenvolvimento de instrumentos monetários mais flexíveis, a partir das casas de custódia que se desenvolveram, sobretudo, em regiões de intensa atividade comercial na Europa.

⁷² Por exemplo, bureaus de crédito usam dados transacionais (que extraem de registros contábeis) para inferir a credibilidade de empresas e consumidores, enquanto as lojas de departamento usam esses registros para inferir sobre hábitos de compra de seus compradores e influenciar seu comportamento de compra futuro (Ibidem).

⁷³ WESTERMEIER, Carola. Money is data – the platformization of financial transactions cit.

⁷⁴ Ibidem.

Essas casas de custódia passaram a tomar em depósito, com obrigações de custódia, metais preciosos, emitindo aos depositantes certificados de depósito que passaram a ser usados como moeda representativa ou moeda-papel.⁷⁵

O uso crescente da moeda papel foi ampliando o seu formato, uma vez que foi se desenvolvendo uma nova forma de moeda, não lastreada e metais, que passou a ser conhecida como *moeda fiduciária*, por ser baseada apenas na confiança.⁷⁶

Havia naturalmente limites à conversabilidade da moeda fiduciária, já que não sendo lastreada, tinha-se em mente que, se todos os titulares de depósito buscassem converter seus certificados em metais preciosos, isso inviabilizaria o sistema.⁷⁷

O contínuo uso dos certificados de depósito não mais absolutamente lastreados, a gênese do sistema de reservas fracionárias, permitiu a difusão da moeda fiduciária e acarretou a necessidade de o Estado controlar suas emissões.⁷⁸

Nesse momento, constitui-se a soberania monetária, ou seja, a faculdade do Estado de regular legalmente a circulação do dinheiro em todo o território e, especialmente, de decretar disposições relativas à obrigatoriedade de aceitação, à exclusão dos signos monetários estrangeiros e, sobretudo, à emissão e recurso ao dinheiro do Estado.⁷⁹

A teoria institucional da moeda enfatiza que a moeda consiste principalmente em um crédito contra o Banco Central emissor, mas também inclui o saldo credor de depósitos à vista efetuados pelo público em bancos comerciais. Assim, no limite, crédito contra um banco comercial pode, em tese, ser transformado em papel-moeda, tornando-se, assim, um crédito contra o Banco Central emissor.⁸⁰

Com efeito, a atividade passa a se revestir, gradativamente, de interesse público.⁸¹

⁷⁵ AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. *La monnaie entre violence et confiance*. Paris: Odile Jacob, 2002. p. 152-53.

⁷⁶ Ibidem.

⁷⁷ PROCTOR, Charles. *Mann on the legal aspect of money*. Oxford: Oxford University Press, 2012. 1.33.

⁷⁸ INNES, Mitchell A. What is money. *Banking Legal Journal*, 30, p. 377-408, 1913; INNES, Mitchell A. The credit theory of money. *Banking Law Journal*, p. 151-168, 1914; MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 58.

⁷⁹ INNES, Mitchell A. What is money. *Banking Legal Journal*, 30, p. 377-408, 1913; INNES, Mitchell A. The credit theory of money. *Banking Law Journal*, p. 151-168, 1914; MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 58.

⁸⁰ PROCTOR, Charles. *Mann on the legal aspect of money* cit., 1.33.

⁸¹ Ibidem.

Segundo Bruno Miragem, atualmente todos os sistemas monetários são fiduciários, de modo que a emissão de moeda não exige lastro metálico, não tem conversibilidade, e se instaura mediante o monopólio estatal das emissões, com a eficácia jurídica liberatória de obrigações e curso forçado.⁸²

Complementarmente, Vicuña afirma que atualmente o valor da moeda é determinado pela política monetária do Banco Central e pelas forças do mercado, sendo teorias gerais da moeda obsoletas, sobretudo em função da reduzida participação da moeda-papel para o sistema monetário contemporâneo, marcado por inovações tecnológicas que gradativamente vêm diminuindo sua importância, como se verá nesse trabalho.⁸³

Por conseguinte, embora os Estados mantenham formalmente o curso legal sobre a moeda, as constates inovações tecnológicas no setor financeiro e o surgimento de diferentes instrumentos de pagamento, gradativamente, diminuíram a importância da moeda-papel, e acentuaram a redução de sua participação no sistema monetário atual.⁸⁴

1.1.2 Moeda bancária

A moeda bancária resultou do fato de que a movimentação bancária, sob a forma de depósitos e transferências, mediante cheques e outros instrumentos de pagamento, acabou por gerar um efeito multiplicador dos depósitos ao estabelecer um cálculo de probabilidade entre a possibilidade de conceder, no formato de crédito, uma parte dos depósitos à vista, e a impossibilidade de todos os depositantes virem a sacar todos os recursos depositados.⁸⁵

Com isso, os bancos passaram a manter encaixes inferiores aos recursos depositados, de modo que os meios de pagamento se tornaram várias vezes o saldo do papel moeda emitido, considerando que entre os empréstimos concedidos e os recursos depositados, estes recursos não saíam ou saíam e voltavam ao próprio sistema bancário (escrituralmente), gerando um efeito multiplicador.⁸⁶

Esse desencaixe acabou por possibilitar a criação de moeda privada (na forma escritural e/ou eletrônica) por meio de uma cadeia contratual entre depositantes, bancos

⁸² MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 59.

⁸³ VICUÑA, Sáinz de. *An Institutional Theory of Money* cit., 25.01.

⁸⁴ PROCTOR, Charles. *Mann on the legal aspect of money* cit., 1.33.

⁸⁵ MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 52.

⁸⁶ *Ibidem*.

comerciais e o próprio Banco Central. As operações de depósitos bancários se confuguram como dívidas dos bancos comerciais e são colocadas à disposição de outros atores econômicos, expandindo a base monetária em circulação.¹¹⁷

A esse circuito de criação da moeda bancária/escritural, porque corresponde aos lançamentos desmaterializados de débito e crédito em conta corrente, por meio do efeito multiplicador da moeda, chama-se “circuito monetário”.⁸⁷

Segundo as lições de Arnaldo Wald, a distinção básica entre as instituições bancárias e outras sociedades empresárias, é justamente que, no exercício de sua atividade empresarial típica, os bancos detêm um papel multiplicador do dinheiro (da moeda), por conta do circuito monetário.⁸⁸

Assim, a expansão monetária gerada pelo efeito multiplicador da moeda é objeto de intervenção do Estado por meio dos instrumentos de política monetária (ex., operações de mercado aberto, de redesconto e exigência de recolhimento de depósitos compulsórios), tendo em vista também que a função prioritária da moeda escritural/bancária é servir de meio de pagamento.⁸⁹

Contemporaneamente, algumas correntes entendem que a moeda é, sobretudo, uma criação institucional dos bancos comerciais por meio de crédito, permanecendo o Banco Central apenas como entidade reguladora.⁹⁰

É o que apregoa a teoria institucionalista e sua descrição pragmática do sistema monetário contemporâneo.

Para Aglietta e Orléan essa teoria é marcada pelo dilema entre a eficácia da execução de pagamentos pelos bancos privados e a estabilidade dos sistemas de organização, pelo Banco Central.⁹¹

⁸⁷ INNES, Mitchell A. What is money cit., p. 377-408; INNES, The credit theory of money cit., p. 151-168.

⁸⁸ WALD, Arnaldo. O papel pioneiro do direito bancário. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 29, p. 359-371, jul./set. 2005.

⁸⁹ Os bancos detêm apenas um percentual – em conta do Banco Central – para fazer frente à moeda emitida na forma de crédito. É o chamado depósito compulsório, que no Brasil foi instituído pelo artigo 4º do Decreto-lei nº 7.293/1945 e atualmente deve seguir as exigências de liquidez balizadas por Basileia III. Vide: FOX, David. *Property rights in money*. Oxford: Oxford University Press, 2008. p. 137; RYAN-COLLINS, Josh; GREENHAM, Tony; WERNER, Richard. *Where does money come from?* London: New Economics Foundation, 2011. p. 23.

⁹⁰ A teoria institucional da moeda apregoa que a moeda consiste principalmente em um crédito contra o Banco Central emissor, mas também inclui o saldo credor de depósitos à vista efetuados pelo público em bancos comerciais. Para mais informações, vide: PROCTOR, Charles. *Mann on the legal aspect of money* cit., 1.33.

Embora a nomenclatura “moeda bancária” esteja tradicionalmente associada aos bancos, a titularidade e a circulação de fundos monetários escriturais podem ser protagonizadas por outras entidades que não apenas bancos, podendo ter por base outras contas que não apenas as contas de depósito bancário, como se verá adiante.

A moeda bancária, portanto, tem natureza privada e, ao contrário da moeda física, emitida por autoridades públicas (Estado e bancos centrais), fruto de um ato de soberania, é “emitida” pelos agentes financeiros no exercício dos serviços de depósito e pagamento por eles prestados, embora dentro de uma moldura jurídica definida pelo legislador, como argumentado.⁹²

Para Aglietta e Orléan, o Banco Central delega a criação de moeda a agentes privados financeiros para que possam adaptar as condições de crédito às condições produtivas locais, dentro da moldura regulatória que ele próprio cria para o sistema monetário, à luz do ordenamento jurídico posto. Como consequência, os bancos comerciais são, a um só tempo, credores de pessoas jurídicas e físicas e emissores de moeda privada, por meio de relações contratuais entre os diferentes agentes econômicos.⁹³

Como se pode notar, a criação de moeda privada (na forma escritural e também, como se verá, no formato de moeda eletrônica) é, sobretudo, uma cadeia contratual entre depositantes, bancos comerciais e o Banco Central.

Por meio da regulação, contudo, a expansão da base monetária por via dos bancos comerciais não é ilimitada.⁹⁴

Os bancos precisam reter um percentual em conta do Banco Central para fazer frente à moeda emitida na forma de crédito, por meio dos chamados “depósitos compulsórios”, instituído no Brasil pelo Decreto-lei nº 7.293/1945, e contemporaneamente compatibilizado pelas exigências de liquidez balizadas pelas

⁹¹ AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. *La monnaie entre violence et confiance* cit., p. 152-153.

⁹² Ibidem.

⁹³ Ibidem, p. 150.

⁹⁴ RYAN-COLLINS, Josh; GREENHAM, Tony; WERNER, Richard. *Where does money come from?* cit., p. 23.

normas de Basileia III, a fim de que não se comprometa a segurança do sistema financeiro e evite-se o chamado risco sistêmico.⁹⁵

Para se ter uma dimensão de grandeza, segundo Fox e Ryan-Collins *et al.*, atualmente, mais de 90% da moeda circulante no mundo é bancária.⁹⁶

Com efeito, a doutrina contemporânea aponta que o pagamento da maioria das transações comerciais, ou de operações pecuniárias de qualquer natureza, deixou de ser realizado em numerário, para passar a ser efetuado mediante a movimentação de fundos depositados em bancos, operados através de instrumentos financeiros diversos, como mecanismos de transferências, cartões de crédito e débitos, cartões de pagamento, cheques, entre outros.⁹⁷

Consequentemente, a moeda bancária representa, sobretudo, um *meio de troca e de pagamento* – sendo até hoje, porventura, “o meio de pagamento por excelência”.⁹⁸

É importante ressaltar que a moeda bancária não tem, a rigor, curso legal, já que sua existência decorre de operações contratuais realizadas pelas instituições bancárias, sendo, portanto, uma criação do direito privado.⁹⁹

Destarte, segundo Proctor, a importância do conceito formal de curso legal teria até mesmo perdido a relevância com o aumento das transações monetárias bancárias, em um mundo em que o uso de moeda física como meio de pagamento cai constantemente.¹⁰⁰

Assim, para esse autor, depósitos bancários não podem ser considerados instrumentos monetários de curso legal, apesar de serem amplamente aceitos pelos agentes econômicos, o que teria ensejado a criação de todo um arcabouço normativo para aumentar a conformidade das instituições participantes do sistema financeiro.¹⁰¹

⁹⁵ A definição de risco sistêmico será detalhada no segundo capítulo desse trabalho.

⁹⁶ FOX, David. *Property rights in money* cit., p. 137. Para Ryan-Collins e Greenham, esse percentual chega a 97% (*Where does money come from?* cit., p. 23).

⁹⁷ *Ibidem*, p. 137.

⁹⁸ *Ibidem*.

⁹⁹ SAYAD, João. *Dinheiro, dinheiro*. São Paulo: Portfolio Penguin, 2015, p. 47. Para uma abordagem jurídica, ver OLIVEIRA, Marcos Cavalcante. *Moeda, juros e instituições financeiras: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

¹⁰⁰ PROCTOR, Charles. *Mann on the legal aspect of money* cit., 1.47.

¹⁰¹ *Ibidem*.

Segundo McKendrick: “a moeda bancária não possui a maioria das características legais da moeda estatal: não é emitida sob a autoridade do Estado, não possui curso legal, não serve como meio de troca universal e não é negociável”.¹⁰²

Além disso, exerceriam ainda um papel relevante na sistemática das moedas bancárias, as denominadas câmaras de compensação e liquidação, que se configuram como uma ferramenta de racionalização dos sistemas de pagamento e garantem a irrevogabilidade das transações realizadas entre os bancos comerciais, unificando o sistema de pagamentos nacional, e o mercado interbancário, o que permite a circulação da moeda, cuja eficácia depende da confiança que os bancos comerciais têm entre si para cobrir a movimentação de depósitos.¹⁰³

Essa sistemática é particularmente importante para entender as mudanças ocorridas no mercado de meios de pagamentos nas últimas duas décadas, uma vez que as câmaras de compensação e liquidação, onde se compensam ordens de diferentes instrumentos de pagamentos, como por exemplos os cheques, perderam espaço para novos sistemas de transferências, tanto do por obra e criação dos reguladores, como da infraestrutura eletrônica e digital privada.

1.1.3 Moeda eletrônica

Segundo Jose Engrácia, a origem da ideia de moeda eletrônica remonta a 1982, com a publicação de um estudo da autoria de David Chaum, na Universidade de Berkeley, que viria a fundar em 1989 a “Digicash”, uma das primeiras empresas de “dinheiro eletrônico” transacionado anonimamente por meio de protocolos criptográficos.¹⁰⁴

Em linhas gerais, por moeda eletrônica entende-se a moeda, ou os recursos financeiros, armazenados em suporte eletrônico, emitido por instituições especializadas

¹⁰² Tradução livre. Vide: MCKENDRICK, Ewan (ed.). *Goode on Commercial Law*. London: Penguin, 2010. p. 489.

¹⁰³ AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. *La monnaie entre violence et confiance* cit., p. 148-257.

¹⁰⁴ CHAUM, David. *Blind Signatures for Untraceable Payments*. University of California, 1982; ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico*. Coimbra: Almedina, 2021.

“contra a recepção de notas de banco, de moedas metálicas, ou de moeda escritural, destinada a efetuar operações de pagamento”.¹⁰⁵

Para alguns autores, a emergência da moeda eletrônica é caudatária do comércio eletrônico, ou seja, fruto direto da disseminação da internet.¹⁰⁶

Tendo isso em conta, em um sentido mais abrangente seria possível falar em um “dinheiro eletrônico” como designativo de todas as espécies monetárias que se consubstanciam em registos informáticos, isto é, contidos na memória de computadores, ou em dispositivos de armazenamento de dados digitais, como em cartões magnéticos, abrangendo assim a moeda bancária (saldos escriturais), a moeda propriamente eletrônica (valores monetários armazenados eletronicamente) e, mais recentemente, a moeda virtual (criptomoedas).¹⁰⁷

Segundo a Lei de Pagamentos Brasileira, Lei nº 12.865/2013, a definição de moeda eletrônica é apenas de “recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento”.

Como se nota, uma definição propositadamente ampla, marcada por finalidade específica, vinculante à realização de uma obrigação de pagamento, sendo, inclusive, protegida para esse fim.¹⁰⁸

No direito europeu, a matéria é tratada por meio da Diretiva 2009/110/CE¹⁰⁹ e os serviços de pagamento pela Diretiva 2015/2366/EU, que define moeda eletrônica de forma mais detalhada que a legislação brasileira, como descrito logo abaixo.¹¹⁰

¹⁰⁵ Para mais informações, vide: NUNES, Conceição. As instituições de moeda electrónica e a crise do conceito legal de instituição de crédito. *In: Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Pitta e Cunha*. Coimbra: Almedina, 2010. p. 117-132; PIRES, Florbela. Moeda electrónica e cartões de pagamento restrito. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 15, p. 353-362, 2003; NADAL, Martínez. *El dinero electrónico*. Madrid: Civitas/Thomson, 2003; STORRER, Pierre. *Droit de la Monnaie Électronique*. Paris: Revue Banque, 2014.

¹⁰⁶ Sobre a moeda eletrônica como projeção do comércio eletrônico e sua relação com os meios de pagamento eletrônicos, vide: CHIRICO, Antonio. *E-Commerce – I sistemi di pagamento via internet e la moneta elettronica*. Napoli, Edizioni Giuridiche Simone, 2006.

¹⁰⁷ ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico cit.*, p. 4.

¹⁰⁸ Não apenas a Lei nº 12.865/2013 estabelece determinações para proteger o saldo de moeda eletrônica armazenado em instituições de pagamento, mas também a regulamentação infralegal do Banco Central, como se verá neste trabalho.

¹⁰⁹ Directiva 2009/110/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativa ao acesso às atividades das instituições de moeda eletrônica, ao seu exercício e à sua supervisão prudencial, que altera as Diretivas 2005/60/CE e 2006/48/CE e revoga a Diretiva 2000/46/CE.

O mesmo ocorre no direito português, onde a moeda eletrônica, inicialmente prevista em diploma legal próprio (Decreto-lei nº 42/2002), se encontra hoje integrada no âmbito da disciplina geral dos serviços de pagamento (Decreto-lei nº 91/2018), e seja constituída por um conjunto de fontes de direito nacional e fontes do direito europeu, com a aceção praticamente idêntica ao regramento comunitário europeu.¹¹¹

Em algumas jurisdições a matéria foi objeto de diploma legal específico – o caso de Espanha (“Ley del Dinero Electrónico” de 2011) de Inglaterra (“The Electronic Money Regulations” de 2011).¹¹²

Já em outros países, como no Brasil, o assunto foi tratado no âmbito das leis relativas aos sistemas monetários e de pagamentos, de modo consonante com a Itália (“Legge sui Servizi di Pagamento”), e a França (“Code Monétaire et Financier”).¹¹³

Nos EUA, até ao momento não há qualquer disciplina jurídica própria, e a moeda eletrônica se encontra sujeita às disposições gerais do “*Uniform Monetary Service Act*”.¹¹⁴

A diversidade de legislações não é à toa, e tenta dar conta do surgimento de novos sistemas de pagamento propiciados pela tecnologia e surgidos com a internet.

¹¹⁰ Diretiva (UE) 2015/2366 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de novembro de 2015, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, que altera as Diretivas 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e o Regulamento (UE) 1093/2010, e que revoga a Diretiva 2007/64/CE.

¹¹¹ Segundo José Engrácia: “Entre as fontes nacionais, destaca-se o ‘Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento e da Moeda Eletrónica’ (doravante abreviadamente RJSPME), aprovado pelo Decreto-lei nº 91/2018, de 12 de novembro, muito em particular o seu Título IV (arts. 137º a 141º). Para além desta lei fundamental, devem mencionar-se ainda a Lei nº 34/2012, de 23 de agosto (autorização do Governo para regular o acesso à atividade das instituições de moeda eletrónica e da prestação de serviços de emissão de moeda eletrónica), a Lei nº 83/2017, de 18 de agosto (branqueamento de capitais e financiamento de terrorismo), e a Lei nº 57/2018, de 21 de agosto (autorização do Governo para regular o acesso à atividade das instituições de pagamento e instituições de moeda eletrónica, bem como à prestação de serviços de pagamento e emissão de moeda eletrónica); o Decreto-lei nº 242/2012, de 7 de novembro (transposição para o direito interno da Diretiva 2009/110/CE, de 16 de setembro, relativa ao acesso à atividade das instituições de moeda eletrónica, ao seu exercício e à sua supervisão prudencial)¹⁵; e o Aviso do BdP n.º 4/2014, de 23 de julho (aplicabilidade de avisos às instituições de moeda eletrónica)” (ANTUNES, José Engrácia. E-money. *Revista Electrónica de Direito*, nº 2, v. 25, p. 11, jun. 2021. Disponível em: https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/34121/1/2_jose_engracia_antunes_1736.pdf. Acesso em: 5 dez. 2022).

¹¹² Para o direito italiano, vide: GUERRIERI, Gianluca. *La Moneta Elettronica*. Torino: Il Mulino, 2016. p. 59 e ss.; para o direito francês: STORRER, Pierre. *Droit de la Monnaie Électronique* cit., p. 33 e ss. Para uma visão comparada a nível mundial: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Survey of Electronic Money Developments*. Basel, BIS, 2000.

¹¹³ Sobre o direito espanhol, vide: HERNÁNDEZ, J. Mateo. *El dinero electrónico en internet – Aspectos técnicos y jurídicos*. Granada: Comares, 2005. p. 105 e ss.; para o direito inglês: BAMADU, Gbenga. The Regulation of Electronic Money Institutions in the United Kingdom. *Journal of Information Law & Technology*, nº 3, p. 1-30, 2003.

¹¹⁴ GOOD, B. Ann. *The Changing Face of Money: Will Electronic Money Be Adopted in the United States?* New York/London: Garland Pub., 2000.

Para Jose Engracia, a moeda eletrônica constitui uma nova espécie monetária, assentada no armazenamento em suporte eletrônico de moeda física (numerário) e escritural (saldos bancários), funcionando como um substituto ou equivalente eletrônico destas últimas.

Segundo o autor, como projeção do fenômeno do comércio eletrônico, o direito comercial português classifica as moedas eletrônicas no plano dos instrumentos de pagamento, ao lado do de outros instrumentos de pagamento tradicionais em suporte corpóreo (“notas e moedas, cheques, letras e livranças”), levando em conta que tais instrumentos passaram a ocupar um lugar, paulatinamente, central no mundo contemporâneo das transações econômicas de bens de serviços.¹¹⁵

No caso do Direito Comercial brasileiro, a moeda eletrônica não se coloca ao lado dos títulos de crédito, onde os tradicionais instrumentos (cheques, duplicatas, notas promissórias etc), não se confundem com essa espécie monetária, que seria apenas outra forma de representação numérico-quantitativo do dinheiro em espécie, logo, um meio de pagamento que não se confunde com um título de crédito.

Vale ressaltar, contudo, que embora os cartões de crédito, a rigor, sejam instrumentos híbridos, funcionando, majoritadamente, como meio de pagamento (que serve de suporte para a moeda eletrônica), também desempenham funcionalidades acessórias que podem ser consideradas ou confundidas com operações de concessão de crédito.¹¹⁶

De maneira diversa do que trata no art.6, inciso VI, que define o conceito de moeda eletrônica na Lei de Pagamentos Brasileira, a definição do direito comunitário europeu é mais detalhada e minuciosa, apregoando que:¹¹⁷

¹¹⁵ Vide: v.g., transferências eletrônicas de fundos, cartões de crédito e débito, débitos diretos, serviços móveis de pagamento ou “m- payments”, “home banking” etc. ENGRACIA, José Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico cit.*, p. 4; ENGRACIA, José Ignacio. E-money. *Revista Electrónica de Direito*, nº 2, v. 25, jun. 2021.

¹¹⁶ Segundo Lucas Caminha, enquanto veículos de contratação de crédito, o cartão de crédito pode ser usado para contratar três tipos de linhas: “(i) crédito para compras parceladas ‘sem juros’, em que o valor é dividido em parcelas mensais sem encargos; (ii) crédito para compras parceladas com juros, em que incidem encargos sobre o valor da compra (pré-fixados); e (iii) crédito rotativo, uma linha pré-aprovada, emergencial e mais onerosa que é acionada quando o devedor das compras parceladas não paga integralmente sua respectivos encargos são lançados na fatura do mês seguinte)”. Sendo assim, estas funcionalidades de concessão de crédito estão fora do escopo do cartão de crédito enquanto meio de pagamento, como as tarifas cobradas das sociedades empresárias que usam as “maquininhas”, a atuação das credenciadoras, e cartões que não são de crédito (p. ex., cartões de débito e de benefícios para trabalhadores). Para mais informações, vide: CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 105.

¹¹⁷ ENGRACIA, José Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico cit.*, p. 4; ENGRACIA, José Ignacio. E-money cit., p. 118.

O valor monetário armazenado eletronicamente, inclusive de forma magnética, representado por um crédito sobre o emitente e emitido após recepção de fundos para fazer operações de pagamento na ace[p]ção do ponto 5 do artigo 4º da Diretiva 2007/64/CE e que seja aceite por uma pessoa singular ou coletiva diferente do emitente de moeda eletrônica.

Embora diferentes em definição, os conceitos se assemelham do ponto de vista prático e também ensejam a mesma discussão sobre a natureza jurídica controvertida das moedas eletrônicas como uma nova espécie monetária, ou uma espécie monetária de segunda geração.¹¹⁸

Segundo Aglietta e Orléan, há muitas diferenças entre a moeda denominada escritural e a eletrônica.¹¹⁹

Embora ambas sejam centralizadas pelo sistema bancário, a moeda escritural é contabilizada por meio de operações aritméticas, cuja aceitação depende de assinatura (ex., cheque) e se dá de maneira não instantânea.¹²⁰

A moeda eletrônica, em contrapartida, é contabilizada por meio de interconexão bancária instantânea, cuja circulação depende do impulso eletrônico.¹²¹

No Brasil, a regulamentação infralegal disciplinou na última década aquelas que viriam a ser as “instituições de pagamento”, emissoras de moeda eletrônica ou participantes de arranjos de pagamento que emitem esse tipo de moeda, como se verá ainda nesse capítulo.

Antes da nomenclatura cunhada pela Lei nº 12.865/2013 e da regulamentação infralegal que se seguiu à norma, a atividade de emissão de moeda eletrônica era desenvolvida pelas chamadas “administradoras de cartões de crédito”, ou por outros agentes econômicos que, assim como os primeiros, estavam fora do perímetro regulatório do sistema financeiro, e que passaram a ser regulados pelo Banco Central a partir de então.¹²²

¹¹⁸ ENGRACIA, José Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico cit.*, p. 4; ENGRACIA, José Ignacio. *E-money cit.*, p. 118.

¹¹⁹ AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. *La monnaie entre violence et confiance cit.*, p. 150.

¹²⁰ *Ibidem.*

¹²¹ *Ibidem.*

¹²² Como se verá neste trabalho, a indústria de cartões de crédito no Brasil por muitos anos esteve num limbo jurídico, o que resultava em diversas discussões junto às cortes, chegando até os tribunais superiores. A Súmula STJ nº 283 foi editada com o propósito de dirimir algumas questões sobre o tema, com os seguintes termos: “As empresas administradoras de cartão de crédito são instituições financeiras e, por isso, os juros remuneratórios por elas cobrados não sofrem as limitações da lei da usura”, gerando certo desconforto aos agentes do mercado, que não se entendiam como instituições financeiras. Com a promulgação da Lei nº 12.865/2013, parte das controvérsias foram dirimidas, corroborando o entendimento de que as administradoras de cartão de crédito, sejam elas bandeiras, emissores ou credenciadores/ adquirentes, não são

A história dessa evolução normativa no tocante à moeda eletrônica, aos arranjos de pagamentos, instituições de pagamento e outros agentes participantes da cadeia de pagamento, será descrita em maiores detalhes até o final desse capítulo, e constitui parte fulcral do presente trabalho.

1.1.4 Moeda virtuais

A moeda virtual, comumente confundida com a moeda eletrônica, é um dos desdobramentos mais recentes do fenômeno da descentralização monetária e do esfacelamento da territorialidade da moeda, fruto do processo de inovação financeira e do uso intensivo da tecnologia no setor nos últimos anos.¹²³

As moedas virtuais, também chamadas de “criptomoedas”, têm uma variedade de definições, mas basicamente consistem em dispositivos digitais destinados a servir como meio de troca, criados e armazenados eletrônica ou digitalmente.¹²⁴

Elas se diferem da moeda fiduciária operada pelo governo, embora possam ter muitos atributos em comum. A distinção mais importante é a questão do controle: o emissor (privado) do código de uma criptomoeda específica é quem ditará como seu valor e armazenamento (custódia) serão feitos, e não o Estado.

Apesar da nomenclatura, as criptomoedas não são juridicamente moedas, já que lhes falta o poder liberatório, característica exclusiva fundamental dos ativos monetários imbuídos de curso legal, como o papel moeda. Tampouco são moedas escriturais, como as moedas bancárias, porque não são geradas por efeito do multiplicador bancário, nem moedas eletrônicas, conforme positivado pela Lei nº 12.865/2013, geradas no contexto dos arranjos de pagamento.¹²⁵

instituições financeiras. A Súmula quis, tão somente, buscar clareza quanto à possibilidade de cobrança de “juros bancários” (não limitados à lei da usura) nos financiamentos de cartão de crédito por parte de suas administradoras. Para mais informações, vide: GOMES, Fernando Mirandez Del Nero; MARTINS, Alessandra Carolina Rossi. A Súmula STJ 283: a caracterização de administradoras de cartão de crédito como instituições financeiras e o novo arcabouço regulatório de meios de pagamento. *In*: COHEN, Gabriel (org.). *Direitos dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 257.

¹²³ COHEN, Benjamin J. *The future of money*. Princeton University Press, 2006. Livro digital.

¹²⁴ MAGNUSON, William J. Financial regulation in the bitcoin era. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, v. 23, nº 2, 2018. Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper nº 18-21, 50 p. 91.

¹²⁵ ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico cit.*, p. 4.

As criptomoedas são, portanto, moedas privadas ou moedas alternativas virtuais, assentadas em suporte eletrônico e/ou digital, cuja emissão, titularidade e transmissão é permitida por um aparato tecnológico de registo criptográfico e descentralizado de dados digitais (*blockchain*), tornando-as aceitas no âmbito de uma comunidade virtual e suscetíveis de desempenhar uma pluralidade de funções monetárias e financeiras, de forma privada.¹²⁶

Segundo a doutrina especializada, usar a tecnologia para criar alternativas ao dinheiro controlado pelo Estado é tão ou mais antigo que o próprio dinheiro controlado pelo governo, mas as criptomoedas tiveram um grande *boom* após o lançamento de um artigo, em 2009, de um sujeito anônimo conhecido como “Satoshi Nakamoto”, o provável pseudônimo do criador do “Bitcoin”, de longe a criptomoeda mais proeminente e famosa do mundo.¹²⁷

Nos últimos anos, a natureza jurídica das moedas virtuais ou dos criptoativos ensejou acalorados debates no âmbito das autoridades monetárias e da sociedade, em virtude da proeminência que esses ativos foram angariando ao longo do tempo como instrumentos de especulação financeira, marcados pelo alto valor e volatilidade, e por um processo altamente custoso de “mineração” de algumas das mais importantes criptomoedas.¹²⁸

Para alguns autores, as criptomoedas constituem um tipo monetário emergente, uma espécie monetária de quarta geração (após as anteriores gerações da moeda física, bancária e eletrônica) que ainda se encontra em fase de desenvolvimento.¹²⁹

No Brasil, a discussão sobre a regulação de ativos virtuais é bastante aquecida e, recentemente, a chamada “Lei das Criptomoedas”, Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022,

¹²⁶ CARNELL, Richard Scott; MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P.; CONTI-BROWN, Peter. *The Law of Financial Institutions*. Aspen, 2021. p. 762.

¹²⁷ Ver, entre outros: HALABURDA, Hanna; SARVARY, Miklos. *Beyond bitcoin: the economics of digital currencies* cit.; GIMIGLIANO, Gabriela (ed.). *Bitcoin and mobile payments: constructing a European Union framework* cit.; CHUEN, David Lee Kuo. *Handbook of digital currency: bitcoin, innovation, financial instruments, and big data* cit.

¹²⁸ O termo “mineração” é utilizado em alusão à mineração de ouro. Em relação às criptomoedas, os indivíduos em rede contribuem com poder computacional para criar mais moedas até o limite de 21 milhões. O processo tecnológico depende de uma tecnologia de distribuição de rede (DLT), pública ou privada, que cria as condições para um sistema transacional descentralizado e seguro. O Blockchain é uma espécie de DLT que opera na forma de blocos (informações digitais), armazenando as transações realizadas em uma rede pública. Desse modo, a operação realizada é rastreável, mas os usuários permanecem anônimos. Vide: DE FILIPPI, Primavera; WRIGHT, Aaron. *Blockchain and the law: the rule of code*. Cambridge and London: Harvard University Press, 2019.

¹²⁹ ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico* cit., p. 4.

foi sancionada pelo Presidente da República, pendente ainda o decreto do Poder Executivo apontando quem será o regulador responsável pelo mercado.¹³⁰

Foge ao escopo do presente trabalho tratar de maneira mais profunda sobre o tema das criptomoedas, entretanto, além de ilustrar como as moedas virtuais se diferenciam das demais espécies monetárias, o intuito aqui é demonstrar como, sobretudo a partir de 2008, uma série de novos modelos de negócio surgiram no âmbito do setor de pagamentos e passaram a desafiar a regulação financeira tradicional.¹³¹

Nesse sentido, rede privadas surgiram a partir da internet permitindo transações financeiras virtuais, criptografadas, intercambiadas de maneira *peer-to-peer*, sem intermediários estatais, e por meio de um sistema descentralizado de registro em uma espécie de livro-razão, chamado “*blockchain*”.

O *blockchain* é uma espécie de *Distrubed Ledger Technology* (DLT) que opera na forma de blocos de informações digitais, armazenando as transações realizadas em rede aberta, como no caso da criptomoeda Bitcoin, por exemplo.¹³²

As transações são realizadas pelos chamados “mineradores” que, ao resolver problemas matemáticos complexos em sistemas de informática, criam um código transacional único de 32 (trinta e dois) caracteres, chamado “*hash*”, que é conectado na rede DLT ao número anteriormente obtido, gerando um bloco.¹³³

¹³⁰ O relator do projeto de lei que regulamentou o mercado de criptoativos, o ex-deputado Expedito Netto (PSD-RO), apresentou em seu relatório final as modificações que vinham sendo negociadas na Câmara, retirando pontos considerados polêmicos da proposta, como o dispositivo que garantia a segregação do patrimônio das corretoras de criptomoedas, assim como regras para permitir o funcionamento de empresas que já estão em operação até conseguirem a autorização necessária pelo regulador que será apontado. É esperado que o regulador que o Poder Executivo deva apontar para o mercado de ativos virtuais seja o Banco Central do Brasil.

¹³¹ Para alguns entusiastas do mercado de criptoativos, o surgimento das criptomoedas é produto direto da desconfiança nas instituições financeiras tradicionais, sobretudo após a Crise de 2008. Para mais informações, vide: PARANÁ, Edemilson. *Bitcoin: a utopia tecnocrática do dinheiro apolítico* cit., p. 72.

¹³² “Generally, the most frequently cited potential benefits of using DLT for payments, clearing, and settlement include its ability to reduce complexity in cross-border transactions, improve ‘end-to-end processing speed and thus availability of assets and funds,’ increase ‘transparency and immutability in transaction record keeping,’ improve ‘network resilience through distributed data management,’ and reduce ‘operational and financial risks.’ See Mills *et al.*, supra note 180, at 17; COMM. ON PAYMENTS & MKT. INFRASTRUCTURES, BANK FOR INT’L SETTLEMENTS, DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGY IN PAYMENT, CLEARING AND SETTLEMENT 1 (Feb. 2017)” (COMMITTEE on Payments and Market Infrastructures. *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement*. Na analytical framework. fev. 2017. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf> [<https://perma.cc/K6H9-X4GP>]. Acesso em: 5 dez. 2022).

¹³³ ESPIR, Barbar Cabrera; STEINBERG, Daniel. O direito e os novos fenômenos monetários. In: QUIROGA, Roberto; EROLES, Pedro. *Criptoativos: estudos regulatórios e tributários*, 2021. p. 109.

Nesse sentido, vale a pena destacar mais um ponto em relação ao DLT e seu potencial para revolucionar a infraestrutura de pagamentos, compensação e liquidação: o sistema de pagamentos original do Bitcoin foi projetado para operar na base de liquidação bruta em tempo real (LBTR), ou seja, cada transferência de Bitcoin entre carteiras recebe um identificador único e, uma vez adicionado ao livro público imutável, serve como uma prova objetiva da propriedade da moeda.¹³⁴

Segundo Saule Omarova, não há função de crédito transacional embutida, assim, nenhum intermediário está emprestando seus próprios balanços para as partes transacionais e, portanto, não há capacidade nativa de compensação.¹³⁵

E se assim é, não haveria risco de quebras com contágios, na acepção clássica dos sistemas de pagamento que operam em redes, sob o guarda-chuva das instituições bancárias, em que pese existirem outros tipos de riscos, como aqueles sujeitos a fraudes e esquemas ilegais.

O que importa saber dessa dinâmica de operações financeiras e registro em *blockchain* aberto é que a transação será sempre rastreável, mas os usuários permanecem anônimos, gerando um sistema de registro independente e irreversível, supervisionado por todos os participantes da rede.¹³⁶

Dessa forma, há uma substituição de uma entidade ou órgão central atestando a veracidade das operações, já que essa rede coletiva as verifica por meio da metodologia *proof-of-work*, sendo remunerada com parte dos criptoativos que são criados na respectiva rede.¹³⁷

Segundo Engracia, a moeda virtual é moeda assente num *consenso computacional*, e tal como as demais espécies monetárias, são inconvertíveis em quaisquer ativos e destituídas de qualquer valor intrínseco, assentando a sua existência e circulação exclusivamente na confiança dos próprios usuários.¹³⁸

Todavia, ao passo que a aceitação da moeda física resulta de uma imposição público-estatal do seu curso legal, e a da moeda bancária (assim como a da moeda eletrônica) da

¹³⁴ OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon. *Yale Journal of Regulation*, v. 36, p. 37, p. 780, 2019 (forthcoming). Disponível em: <http://bit.ly/2SVpHT0>. Acesso em: 9 nov. 2018.

¹³⁵ Ibidem.

¹³⁶ Ibidem.

¹³⁷ Ibidem.

¹³⁸ ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico cit.*, p. 4.

confiança depositada nos intermediários bancários e financeiros, a aceitação das moedas virtuais se assenta unicamente no seu próprio protocolo algorítmico.¹³⁹

Segundo autor, essas características evidenciam a natureza *sui generis* das moedas virtuais:

Isso explica que as criptomoedas sejam frequentemente descritas como afiduciárias ou independentes da confiança (“trustless”) — já que cada uma das partes da relação monetária não necessita confiar no emitente ou em qualquer intermediário do mundo real, sendo tal função desempenhada de forma automática pelo próprio protocolo ou código computacional de base — e como aregulatórias ou independentes da regulação — assentando simplesmente na sua própria arquitetura de rede de computadores e respetiva infraestrutura tecnológica, que assegura um consenso resultante da validação dos respetivos participantes ou “nós” computacionais (“regulation by architecture”).¹⁴⁰

Além de assentadas em um consenso computacional, as criptomoedas não são dotadas de curso legal, mas de um curso convencional, o que significa que não constituem um meio de cumprimento das obrigações pecuniárias dotado de aceitação obrigatória e poder liberatório, carecendo, assim, da aceitação voluntária ou consentimento por parte dos terceiros.¹⁴¹

Ademais, não se confundem com todas as espécies de criptoativos, sendo apenas uma modalidade — eventualmente a mais relevante, designando um particular tipo de ativo virtual de natureza monetária, que desempenha, primordialmente, funções de pagamento, além de, secundariamente, de unidade de conta e até de reserva de valor.¹⁴²

Para os fins deste trabalho, importa também ressaltar as inovações benéficas e riscos gerados por essas espécies de moedas virtuais.

Em primeiro lugar, enquanto moeda privada independente dos Estados e dos bancos centrais e comerciais, permite o desempenho de funções monetárias diretamente pelas próprias partes das transações econômicas (“*peer-to-peer*”) sem necessidade da intermediação de terceiros, com ganhos de eficiência, e redução drásticas de custos de transação (ex: comissões de depósito e taxas de transação, custódia e transporte de numerário, entre outros que são típicas nas moedas bancária e eletrônica).¹⁴³

¹³⁹ CAMPBELL-VERDUYN, Malcolm (ed.). *Bitcoin and beyond: cryptocurrencies, blockchains, and global governance*. New York: Routledge, 2018. p. 170-171.

¹⁴⁰ ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico* cit., p. 4.

¹⁴¹ *Ibidem*.

¹⁴² *Ibidem*.

¹⁴³ CAMPBELL-VERDUYN, Malcolm (ed.). *Bitcoin and beyond: cryptocurrencies, blockchains, and global governance* cit., p. 170-171.

Possuem um atributo de rapidez para a efetividade das transações, aumentando a velocidade das operações monetárias.¹⁴⁴

Em tese, seriam dotadas de maior segurança, dada a incorruptibilidade do sistema de registo descentralizado, de sua polivalência, uma vez que paralelamente às suas funções monetárias desempenham também funções de investimento e financiamento (ex: *utility tokens* e *security tokens*, *crowdfunding*), além de terem a possibilidade de inovar uma série de serviços que poderiam ser barateados e executados de maneira mais eficiente (ex: remessas internacionais de pagamento).¹⁴⁵

Em contrapartida a todos esses possíveis benefícios, a literatura especializada também aponta os riscos mais evidentes, como a alta volatilidade de preços (basta observar os movimentos do Bitcoin), a instabilidade, decorrente da falta de liquidez, a exposição a manipulações e movimentos especulativos, a falta de arcabouço regulatório na maior parte das jurisdições mundiais, e o seu potencial uso ilícito, já que seu anonimato favorece a utilização das criptomoedas em atividades ilícitas, como lavagem de dinheiro, financiamento ao terrorismo e fraude fiscal.¹⁴⁶

Tudo isso, sem mencionar os potenciais riscos sistêmicos do chamado “*shadow payment system*”¹⁴⁷ que será objeto de maior reflexão no terceiro capítulo do presente trabalho.

Por fim, vale ratificar que as criptomoedas não se confundem com a *moeda bancária* e a *moeda eletrônica*, uma vez que não possuem uma entidade emitente, conforme visto, se ancoram num sistema descentralizado ou desintermediado de circulação, estão denominadas em unidades de conta próprias,¹⁴⁸ não são livremente conversíveis em outras espécies

¹⁴⁴ CAMPBELL-VERDUYN, Malcolm (ed.). *Bitcoin and beyond: cryptocurrencies, blockchains, and global governance* cit., p. 170-171.

¹⁴⁵ ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico* cit., p. 4.

¹⁴⁶ Ibidem.

¹⁴⁷ O crescente fenômeno de emissão de instrumentos financeiros fora do perímetro regulatório estatal e prudencial, englobando não só o que foi convencionado como *shadow banking*, mas também esquemas monetários privados, foi denominado pela literatura como *shadow payment system*. Vide: AWREY, Dan; van ZWIETEN, Kristin. Mapping the Shadow Payment System. *SWIFT Institute Working Paper*, nº 2019-01, 2019.

¹⁴⁸ Com exceção das chamadas “*stablecoins*”, espécie de moeda virtual privada, como as criptomoedas, mas lastreadas em moedas fiduciárias, como o Real ou o Dólar.

monetárias, e não dispõem de um quadro legal de regulação e supervisão próprio na maior parte dos países do mundo.¹⁴⁹

Ademais, existem ainda as moedas virtuais lastreadas em moedas fiduciárias, denominadas “*stablecoins*”, espécie de criptomoedas menos voláteis que as anteriores, como já diz o nome, justamente por estarem atreladas a uma moeda soberana existente na economia real.

Trata-se de uma espécie de criptomoeda, emitida, custodiada e transacionada por meio de sistemas de pagamento organizados de forma privada e descentralizada, que utilizam livros digitais para criar *tokens* e executar e registrar pagamentos.¹⁵⁰

Nesse contexto, as *stablecoins* aspiram ser um novo tipo de dinheiro amparado por uma nova tecnologia de pagamentos, de forma mais segura que as criptomoedas “puras”, no entanto, também apresentam riscos relacionados às suas características financeiras e tecnológicas, em comparação com outras formas de moeda e de pagamentos existentes na rede financeira regulada.

Nessa linha, com intuito de mitigar os eventuais problemas das moedas virtuais de emissão privada, com o advento das criptomoedas e *stablecoins*, houve um estímulo a uma série de anúncios de governos e bancos centrais explorando a possibilidade de lançar moedas virtuais lastreadas na própria moeda soberana nacional.¹⁵¹

¹⁴⁹ Na União Europeia, a referência mais substancial ao fenômeno das moedas virtuais surgiu com a Diretiva UE/2015/849, de 20 de maio (na versão dada pela Diretiva UE/2018/843, de 30 de maio), considera-se “moeda virtual” “uma representação digital de valor que não seja emitida ou garantida por um banco central ou uma autoridade pública, que não esteja necessariamente ligada a uma moeda legalmente estabelecida e não possua o estatuto jurídico de moeda ou dinheiro, mas que é aceite por pessoas singulares ou coletivas como meio de troca e que possa ser transferida, armazenada e comercializada por via eletrônica”. Vide: Diretiva (UE) 2018/843 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 30 de maio de 2018, que altera a Diretiva (UE) 2015/849 relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo e que altera as Diretivas 2009/138/CE e 2013/36/EU.

¹⁵⁰ CAMPBELL-VERDUYN, Malcolm (ed.). *Bitcoin and beyond: cryptocurrencies, blockchains, and global governance* cit., p. 170-171.

¹⁵¹ 24 de maio de 2021, com o intuito de “promover inovação nos meios de pagamentos, requerida pela acelerada transformação digital em andamento na economia global”, o Banco Central do Brasil divulgou diretrizes para o lançamento do “Real Digital”, uma nova forma de representação da moeda já emitida pela autoridade monetária nacional. Segundo o Bacen, “a discussão sobre a emissão de moedas digitais pelos bancos centrais (em inglês, Central Bank Digital Currencies – CBDCs) ganhou proeminência ao longo dos últimos anos e, por isso, tem promovido discussões internas e com seus pares internacionais visando ao eventual desenvolvimento de uma CBDC (nacional)”. Para mais informações, vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Banco Central divulga as diretrizes gerais de uma moeda digital para o Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17398/nota>.

Desse modo, surgiram as chamadas “moedas digitais de bancos centrais”, no acrônimo em inglês de *Central Bank Digital Currency* (CBDC), ou moedas digitais soberanas, que nada mais são que uma espécie de *stablecoin* de emissão pública, feita pelos bancos centrais para os sistemas de pagamento de varejo (pois já existem no mercado interbancário), lastreadas em moedas fiduciárias, como é o caso do Dólar ou do Real.¹⁵²

1.1.5 A moeda, os sistemas de pagamento e o entrelaçamento com o setor bancário

Como visto, a maioria esmagadora do dinheiro em circulação no mundo é moeda bancária, criada pelos bancos comerciais ou instituições congêneres, assentada em registros escriturais, representando a moeda física emitida pelos Estados e materializada em notas e moedas físicas, espécie monetária secundária e cada vez mais residual.¹⁵³

Pelo exposto, é possível notar que os sistemas monetários tradicionais se assentam em um modelo de intermediação clássico: trata-se de emitir moeda para efetuar pagamentos, de investir capitais ou de realizar outras transações financeiras.

A confiança dos agentes econômicos ou participantes desses sistemas sempre foi dependente da existência de terceiros intermediários, tais como bancos centrais, bancos comerciais ou intermediários financeiros, como empresas e câmaras de liquidação de pagamentos.¹⁵⁴

Segundo Andy Haldane, “se a moeda é o sangue das economias modernas, os sistemas de pagamento são o sistema circulatório”.¹⁵⁵

Assim é que os sistemas de pagamento, erigidos sob a moldura dos sistemas financeiros, sempre formaram a arquitetura para a fruição da moeda, e por isso mesmo, são

¹⁵² Para mais informações, vide: THE FUTURE OF MONEY AND PAYMENTS cit. p.47; e LIFT Challenge – Real Digital dá início à execução dos projetos. Vide também: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/629/noticia>.

¹⁵³ Segundo Antunes, “De resto, tal como a moeda física, também a moeda bancária é uma espécie monetária abstrata, podendo servir uma pluralidade de causas ou funções económicas: muito embora a mais frequente seja a função de pagamento (‘solvendi causa’), a moeda bancária pode ser também utilizada com funções de crédito (‘credendi causa’), de liberalidade (‘donandi causa’) ou qualquer outra função lícita” (ANTUNES, José Engrácia. A moeda bancária. Noções, natureza e estatuto jurídico cit., p. 53).

¹⁵⁴ ANTUNES, José Engrácia. A moeda bancária. Noções, natureza e estatuto jurídico cit., p. 53.

¹⁵⁵ HALDANE, Andy. Bank of England. Seizing the Opportunities from Digital Finance. Speech. 18 de novembro de 2020, p. 2. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2020/seizing-the-opportunities-from-digital-finance-speech-by-andy-haldane.pdf?la=en&hash=508F4972D17DE5A6DE3E0A1439A284BE904AC1C5>. Acesso em: 13 dez. 2022.

classificados como sistemas de infraestrutura financeira, que surgiram e evoluíram entrelaçados ao sistema bancário.¹⁵⁶

No Brasil, até o final da segunda década do século XX, o Brasil teve bancos, mas não um sistema bancário ou de pagamentos organizado, efetivamente.¹⁵⁷

O pontapé inaugural da formação de um verdadeiro sistema financeiro para o país foi a criação do primeiro banco nacional, o Banco do Brasil, com a chegada da Família Real ao país em 1808.¹⁵⁸

De lá para cá, os bancos – as instituições mais representativas dos sistemas financeiros, desempenharam um papel determinante na formação e desenvolvimento de uma série atividades fundamentais para o desenvolvimento da economia brasileira, e assim o fizeram por conta, sobretudo, dos privilégios jurídicos que foram granjeando no decorrer dos séculos no exercício de suas atribuições centrais, como na maior parte do mundo.¹⁵⁹

A base da atividade bancária é promover a circulação monetária e a mobilização dos recursos financeiros e, por isso mesmo, os bancos acabaram por capitanear a atividade fulcral das economias contemporâneas: organizar, diante do fluxo das relações econômicas, a circulação e guarda da moeda, a fruição dos sistemas de pagamento, assim como a intermediação do crédito, já que os sistemas econômicos dependem, prioritariamente, da circulação e geração de riqueza para se desenvolver.¹⁶⁰

¹⁵⁶ AWREY, Dan; van ZWIETEN, Kristin. Mapping the Shadow Payment System cit.

¹⁵⁷ Para uma análise completa da história dos bancos brasileiros, vide: COSTA, Fernando Nogueira da. *Brasil dos Bancos* cit., p. 21. Nesse sentido, Raymundo Faoro também avalia em sua obra seminal que o capitalismo brasileiro se caracteriza pela presença de um estamento burocrático patrimonialista, sendo, portanto, um capitalismo politicamente orientado: “Na área do domínio do dinheiro, o século XIX gravita em torno de um dogma: o padrão-ouro. Um meio circulante seria são, se conversível em ouro, vicioso se calcado na moeda fiduciária. O papel, segundo a sagrada palavra de Adam Smith, seria mero substitutivo de um instrumento dispendioso e pesado por outro mais barato e mais cômodo. A emissão, seja para a corrente pluralista ou para corrente unitária, teria sempre, garantindo seu funcionamento, a base metálica, leito seguro das operações internacionais, com o automático equilíbrio das trocas. Uma boa circulação seria, desta sorte, a que pudesse, a todo momento, internacionalizar-se, servindo o meio interno em meio exterior de compra e venda” (FAORO, Raymundo. *Os donos do poder*. 5. ed. Porto Alegre: Globo, 2012. p. 480).

¹⁵⁸ “Também as instituições foram transplantadas para o Brasil, com o mesmo espírito da rotina burocrática. A ideia era criar a sede com a administração de Lisboa como espelho: ‘Organizar o império [...] seria reproduzir a estrutura administrativa portuguesa no Brasil e colocar os desempregados’. Assim, o governo tratou de instalar suas áreas estratégicas de atuação – segurança e polícia, justiça, fazenda e área militar. Mas não começou do zero: a Coroa sempre administrou e controlou o Brasil baseada no código legal que vigorava em Portugal desde o século XVII, as ordenações Filipinas” (SCHAWARCZ, Lília; STARLING, Heloisa. *Brasil: uma biografia*. São Paulo: Companhia das Letras, 2015. p. 181).

¹⁵⁹ AWREY, Dan. *Unbundling Banking*. Money, and Payments, 2021.

¹⁶⁰ MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 25.

Em apertada síntese, os bancos cumprem essencialmente três funções na sociedade.

Em primeiro lugar, realizam empréstimos e outras operações de crédito para indivíduos, famílias, empresas e governos – atividade típica de instituições financeiras, e que serve de conceito balizador da natureza jurídica de banco e da atividade bancária.

Em segundo lugar, criam dinheiro, por meio do chamado multiplicador bancário, ou efeito multiplicador da moeda, como visto, e assim possuem a capacidade de ampliar a base monetária de determinada economia por meio do crédito e do sistema de reservas fracionárias.¹⁶¹

Por fim, cumprem a função que mais nos interessa aqui: a função de pagamentos, ou seja, a capacidade de movimentar o dinheiro através do tempo e do espaço, em nome da satisfação de obrigações financeiras, por meio de uma engenharia ou sistema que lhe dê suporte.¹⁶²

Os sistemas de pagamento facilitam a troca dinheiro por bens e serviços e, como tal, trata-se de um conjunto de regras e processos para transferir e mobilizar o uso do dinheiro.

A realização de um pagamento envolve compartilhar e verificar instruções (ex.: quanto? para quem?), em um processo denominado “compensação”, e a transferência de fundos para cumprir a obrigação, denominada “liquidação”.

Os sistemas de pagamento exigem, portanto, a (i) denominação as partes na transação e uma rede de participantes; (ii) um ativo ou conjunto de ativos que serão transferidos entre esses participantes; e (iii) um processo ordenado de transferência definido por procedimentos e obrigações associados à transação, que em geral, sempre foi melhor operacionalizado pelos bancos, em função de economias de escala e de escopo entre os produtos financeiros e de pagamento, que subsidiaram o crescimento vinculado dos modelos de negócio.¹⁶³

¹⁶¹ O sistema de reserva fracionária é a permissão para que os bancos façam empréstimos e operações financeiras em um valor superior aos depósitos que estão em seu caixa e de manter apenas uma parte de seus depósitos como reserva.

¹⁶² AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 3.

¹⁶³ “Bank for International Settlements Committee on Payments and Market Infrastructures, Correspondent banking, *Glossary*, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?m=2266>; Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Policy on Payment System Risk (March 19, 2021), https://www.federalreserve.gov/payment-systems/files/psr_policy.pdf; Board of Governors of the Federal Reserve System, *supra* note 2; e FRB Money & Payments, *supra* note 6, at 26”. Vide: DIAMOND, Douglas W.; DYBVIG, Philip H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, 91 *J. Pol. Econ.* 401, 1983.

Nesse sentido, foi justamente o entrelaçamento de três variáveis – crédito (oferta tipicamente bancária), dinheiro (capacidade de criar moeda) e pagamentos, que colaborou decisivamente para que os bancos se tornassem tão onipresentes nas sociedades contemporâneas, e uma inovação institucional tão bem-sucedida e duradoura ao longo dos tempos.¹⁶⁴

Segundo Dan Awrey, foi a crescente importância dos bancos para as economias, que fez com que os formuladores de políticas públicas enxergassem nas crises bancárias não apenas uma ameaça existencial ao mercado, mas também às próprias sociedades que essas instituições ajudaram a construir.¹⁶⁵

Segundo o autor, as razões políticas para essas proteções jurídicas estão fundamentadas em dois objetivos fundamentais: promoção da segurança e da solidez dos sistemas financeiros e de pagamentos, e em evitar que as falências bancárias se espalhem, contaminando outros sistemas e transformando-se em crises financeiras mais amplas e destrutivas.¹⁶⁶

Apesar da importância desse arcabouço normativo que foi se estruturando ao longo dos séculos, tais privilégios jurídicos também criaram problemas e distorções significativas que durante muito tempo foram negligenciadas pelos legisladores e pelos formuladores de políticas públicas.¹⁶⁷

Assim, os sistemas de pagamento, que consistem no encanamento central e na fiação primordial que interliga os sistemas financeiros e promovem o trânsito da moeda, foram erigidos sob o guarda-chuva dos bancos, e a eles se amoldaram de forma tão idiossincrática, que se constituíram como um dos tentáculos estruturantes da onipresença do setor bancário na vida das sociedades modernas e dos consumidores que dela fazem parte.¹⁶⁸

¹⁶⁴ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit.

¹⁶⁵ A história de como os bancos se tornaram tão profundamente enraizados e dominantes nos sistemas econômicos da maior parte dos países ocidentais, inclusive no Brasil, é reconhecidamente complexa, longa, interdisciplinar, em alguma medida, incompleta, pois ainda está sendo escrita. Para Awrey, essa é também a história da política, das guerras, da tecnologia, da economia e de dependência de trajetória (*path dependence*), mas é, sobretudo, a história de como o direito e as leis conferiram aos bancos uma série de privilégios específicos e únicos, que não apenas permitiram o imbricamento dessas atividades (crédito, dinheiro e pagamentos), como os elevaram a uma categoria diferenciada de sociedades empresárias, com regimes próprios e garantias especiais.

¹⁶⁶ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 12.

¹⁶⁷ Ibidem.

¹⁶⁸ Ibidem.

Para Beluzzo,

A rede de pagamentos formada pelo sistema bancário é crucial para o funcionamento adequado dos mercados. Ela se constitui na infraestrutura que facilita o clearing e a liquidação das operações entre os protagonistas da economia monetária. Dificuldades nessas instituições que estão na base do sistema de provimento de liquidez e de pagamentos, transformam-se inevitavelmente em dificuldades para o conjunto da economia.¹⁶⁹

Assim é que o cidadão comum pode passar a vida sem tomar um empréstimo, nem cogitar que, por meio do seu depósito, um banco é capaz de criar moeda para seu país.

Contudo, dificilmente tal cidadão passará incólume pelos sistemas de pagamento, ainda que honre seus compromissos apenas em dinheiro (em espécie) e seja um mero recebedor de transações financeiras.

Com efeito, a definição mais simples de um sistema de pagamentos é a de uma rede de entidades interconectadas, bancárias e não bancárias, que visa facilitar a troca de dados necessários para iniciar, autorizar, compensar e liquidar reivindicações de dinheiro ou crédito entre pagadores e beneficiários.¹⁷⁰

Um sistema de pagamentos se refere a “[um] conjunto de instrumentos, procedimentos bancários e, normalmente, sistemas de transferência interbancária de fundos, que garantem a circulação de dinheiro”.¹⁷¹

Dito de outra forma, os sistemas de pagamento permitem que os indivíduos adquiram bens e serviços, e para isso utilizam uma variedade de ferramentas, incluindo o dinheiro em espécie, cheques, cartões de crédito, débito e redes de pagamentos eletrônicas, para realização de transferências monetárias ou para a compra de bens e serviços.

Cada tipo de instrumento de pagamento abrange um determinado sistema de pagamentos, com seus próprios procedimentos e regras para a transferência e quitação de valores entre os intermediários da cadeia.

¹⁶⁹ BELLUZZO, Luiz Gonzaga; GALÍPOLO, Gabriel. *Dinheiro: o poder da abstração real cit.*, p. 134.

¹⁷⁰ SCOTT, Hal. Research on this paper was supported by MasterCard. The Importance of the Retail Payment System. *Harvard Law School*, 16, dez. 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2539150. Acesso em: 5 dez. 2022.

¹⁷¹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems at 38. mar. 2003. Disponível em: https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf. Acesso em: 1º nov. 2022.

Destarte, embora os consumidores possam usar diferentes opções de pagamento para pagar pelos bens e serviços de que precisam, as opções de pagamento podem diferir em aspectos importantes, tanto para seus usuários, como para os agentes intermediários que fazem parte do processamento das operações.

Primeiro, as leis, regulamentos e regras que regem as transações financeiras e também aquelas que promovem a proteção do consumidor podem variar entre os instrumentos de pagamento. Por exemplo, em que medida um consumidor pode ser responsabilizado por compras feitas com seu cartão roubado depende não apenas da rapidez com que o titular do cartão relata o roubo, mas também se o cartão roubado era um cartão de crédito ou de débito.¹⁷²

A velocidade e o custo também podem variar significativamente entre os métodos de pagamento.

Embora o dinheiro mude de mãos instantaneamente, cheques e transferências bancárias podem levar vários dias até que os fundos fiquem disponíveis para o destinatário, ou ao pagar via cartão de crédito ou débito, o processo pode ser mais rápido em termos de recebimento de fundos para o vendedor, em comparação com cheques e transferências bancárias, mas os custos financeiros desses instrumentos também podem ser maiores.¹⁷³

Com efeito, nota-se que um feixe específico de relações bilaterais e multilaterais caracteriza os sistemas de pagamentos, já que envolvem uma mistura de empresas, tecnologia, leis, regulamentações infralegais, contratos e regulamentos privados, além da prática social de determinada jurisdição, baseada, sobretudo, na confiança que sustenta e ampara os diferentes instrumentos de pagamento.

Durante boa parte de sua formação, as normas emanadas pelos órgãos reguladores em relação aos sistemas de pagamento sempre estiveram focadas em garantir, com segurança e agilidade, a quitação das ordens de pagamento, evitando riscos de crédito e de liquidez, a dimensão mais sistêmica dessas redes.¹⁷⁴

¹⁷² THE FUTURE of Money and Payments. *Report Pursuant to Section 4(b) of Executive Order 14067*, p. 3, set. 2022.

¹⁷³ *Ibidem*.

¹⁷⁴ AWREY, Dan; van ZWIETEN, Kristin. *Mapping the Shadow Payment System* cit., p. 30.

Isso porque essa sempre foi a grande preocupação das instituições bancárias em relação aos sistemas de pagamento, dentro e fora do contexto de seu próprio conglomerado financeiro.

Da parte do regulador havia pouca reflexão, contudo, sobre a eficiência dos sistemas de pagamento erigidos, as distorções criadas pelo entrelaçamento com os agentes bancários, e sobre o poder de escolha dos consumidores e empresas não financeiras nesse contexto.

No Brasil e no mundo, a partir da análise da literatura especializada, é possível notar que nas últimas duas décadas, para além da difusão dos cartões eletrônicos de pagamento, houve a proliferação de uma série de novos modelos de negócio de pagamentos à margem dos bancos, que culminou com a crescente tensão entre inovações financeiras e o arcabouço normativo erigido pelos reguladores e aplicáveis aos sistemas de pagamentos.¹⁷⁵

Como se verá no presente trabalho, os estudos apontam que, no Brasil, a emergência de novos formatos de negócios, envolvendo métodos de pagamento, gerou benefício aos consumidores e inspirou uma regulação pró-competitiva no mercado de meios de pagamento, jamais antes vista no setor, embora os potenciais riscos levantados não estejam completamente mapeados.

Assim é que ainda estão sob discussão, e sendo construídas, as ferramentas que compatibilizem a segurança do sistema financeiro, a proteção do consumidor e sua privacidade, com o valor gerado por tais inovações e pela concorrência engendrada pelos novos modelos de negócio no setor financeiro.¹⁷⁶

Nesse sentido, a plataformação da infraestrutura de pagamentos, observada com maior ênfase na última década, foi a substituição de um conjunto preexistente de atores, em geral bancários, e de infraestruturas e processos financeiros tradicionais, por um ecossistema de plataforma digital, com menos intermediários.¹⁷⁷

¹⁷⁵ PEREZ, Adriana Hernandez; BRUSCHI, Claudia. *A indústria de meios de pagamento no Brasil: movimentos recentes*. CeFi e CENeg / Insper, 2018.

¹⁷⁶ Ibidem.

¹⁷⁷ LANGLEY, Paul; LEYSHON, Andrew. The Platform Political Economy of FinTech: Reintermediation, Consolidation and Capitalisation. *New Political Economy*, v. 26, issue 3, p. 376-388, 2021.

Isso envolve a representação do dinheiro na forma de dados digitais, que podem ser capturados e valorizados dentro da arquitetura digital da plataforma, e que reorganizam as interações financeiras em torno de plataformas digitais.¹⁷⁸

Com efeitos, os serviços de pagamento estão cada vez mais agrupados em ecossistemas de plataformas eletrônicas e digitais que aproveitam os *pools* de dados integrados para estabelecer dependências em grandes porções de mercados e escalar entre jurisdições.¹⁷⁹

De um lado, atualmente, os bancos permitem essa penetração fornecendo às empresas de tecnologia acesso às redes de dados financeiros (através de APIs) e terceirizando serviços e funcionalidades para provedores de tecnologia.

Por outro lado, as empresas de tecnologia expandem seus negócios adicionando funcionalidades de pagamento que lhes permitem “incorporar transações financeiras em seus fluxos de dados”.¹⁸⁰

Plataformas digitais estabelecidas se posicionam entre pagadores e instituições financeiras, incorporando em seus ecossistemas funcionalidades de pagamento.¹⁸¹

Nesses modelos, os provedores de serviços digitais colaboram com as instituições financeiras, oferecendo aos usuários meios oportunos, sem atritos e mais convenientes para iniciar transações, e as empresas de tecnologia garantem que os dados das transações sejam produzidos dentro da plataforma.¹⁸²

Finalmente, a penetração da indústria de tecnologia no domínio financeiro compreende iniciativas que, ignorando completamente as infraestruturas financeiras

¹⁷⁸ SADOWSKI, Jathan. When data is capital: Datafication, accumulation, and extraction. *Big Data & Society*, 6(1). 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/2053951718820549>. Acesso em: 10 dez. 2022.

¹⁷⁹ MATTILA, Juri; SEPPALA, Timo; LAHTEENMAKI, Ilkka. Who Holds the Reins? – Banks in the Crossfire of Global Platforms, nov. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3456922> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3456922>. Acesso em: 10 dez. 2022.

¹⁸⁰ WESTERMEIER, Carola. Money is data – the platformization of financial transactions cit.

¹⁸¹ É o caso, por exemplo, do Apple Pay e do Google Pay. Cf: WESTERMEIER, Carola. Money is data – the platformization of financial transactions cit.; MATTILA, Juri; SEPPALA, Timo; LAHTEENMAKI, Ilkka. Who Holds the Reins? cit., p. 2.

¹⁸² O elemento-chave é a autenticação: os usuários não precisam passar por etapas adicionais ao pagar com seus smartphones, pois a plataforma já possui os meios para certificar sua identidade. Isso levanta preocupações sobre a concentração de poder e informação nas mãos de poucas grandes corporações globais; tais preocupações são particularmente preocupantes à luz do enorme potencial de análise de dados dos dados de transações quando interligados com outros pontos de dados mantidos em grandes plataformas digitais. Cf: WESTERMEIER, Carola. Money is data – the platformization of financial transactions cit.; MATTILA, Juri; SEPPALA, Timo; LAHTEENMAKI, Ilkka. Who Holds the Reins? cit., p. 2.

existentes, introduzem redes recém-construídas sobre as quais os usuários podem negociar moedas digitalmente nativas, baseadas em tecnologias *blockchain*.¹⁸³

Com efeito, em torno do desenvolvimento das criptomoedas, por exemplo, desenvolveu-se um mercado que inclui trocas de ativos virtuais, outros formatos de moedas eletrônicas, empresas de investimento e um fluxo contínuo de lançamentos de *software* e *hardware*, disruptando as feições tradicionais dos sistemas financeiro e de pagamentos.¹⁸⁴

Nesse sentido, será analisada brevemente a divisão didática tradicionalmente estabelecida para os sistemas de pagamento, para em seguida mapear as mudanças incorridas no interior do Sistema de Pagamentos Brasileiro, na última década, em paralelo ao surgimento desses novos modelos de negócio e novos fenômenos monetários, para posteriormente se analisar, mais detalhadamente, a paisagem regulatória contemporânea, erigida pelas autoridades monetárias, onde se inserem os arranjos e instituições de pagamento.

1.2 O sistema de pagamentos

1.2.1 Os sistemas de pagamento de atacado (mercado interbancário)

Os pagamentos por atacado são realizados entre empresas, ou entre empresas e governos, e normalmente envolvem grandes quantidades de dinheiro, mas poucos agentes econômicos.¹⁸⁵

Em outras palavras, facilitam o fluxo de pagamentos entre intermediários financeiros.

Os pagamentos por atacado são usados, portanto, para liquidar transações entre bancos e outras instituições financeiras, e incluem transações de títulos em grande escala, negócios imobiliários, transações interbancárias e transações de câmbio, por exemplo.

Como se pode notar até aqui, as duas divisões abrangentes dos sistemas de pagamento (varejo e atacado) constituem-se como componentes indispensáveis da infraestrutura

¹⁸³ OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon cit., p. 37.

¹⁸⁴ Como dito, o *hype* em torno de tecnologias financeiras baseadas em *blockchain* também estimulou adoções experimentais de moedas digitais soberanas (as chamadas moedas digitais de bancos centrais – CBDCs), bem como moedas digitais controladas por entidades privadas, mas lastreadas em moedas fiduciárias, como as *stablecoins*. Vide: OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon cit.

¹⁸⁵ BRITO, Alan. A reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro e seus impactos nas instituições financeiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, 2011. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/RmhLLv8DfCrdW7cTqrGyKNC/?lang=pt>. Acesso em: 4 jun. 2021.

financeira, enfeixando um conjunto de procedimentos, regras, instrumentos e sistemas operacionais integrados para transferir fundos do pagador ao recebedor.¹⁸⁶

Divididos em diversos subsistemas com mecânicas diferentes a depender do instrumento de pagamento subjacente e a partir da escolha do agente econômico por determinado método de pagamento, diferentes consequências são estabelecidas para as partes, a depender do subsistema de pagamentos adotado.¹⁸⁷

Com efeito, cada instrumento de pagamento é parte de um diferente sistema e, portanto, cada tipo possui regras próprias e procedimentos específicos quanta à transferência de valores, a alocação de riscos e recursos, e as responsabilidades entre os diferentes intermediários da cadeia.

Assim é que um sistema de pagamentos eficiente é essencial para o adequado funcionamento de qualquer economia de mercado que dependa da liquidação diária de milhares de transações decorrentes das compras e vendas de bens, serviços e ativos, liquidados em moeda local ou estrangeira.¹⁸⁸

A doutrina aponta que o desenho de uma rede de pagamentos deve contemplar, principalmente, a redução dos riscos inerentes ao seu funcionamento, entre os quais se sobressaem os riscos de crédito e de liquidez.

O risco de crédito refere-se à possibilidade de uma das contrapartes de uma transação não cumprir suas obrigações no prazo estabelecido, ou em nenhum período posterior, ao passo que o risco de liquidez resulta do não cumprimento de uma obrigação por um dos participantes de uma transação de pagamento no prazo estabelecido, mas que será cumprida em um momento qualquer, após a data preestabelecida, podendo resultar em prejuízos para o segundo participante da transação.¹⁸⁹

¹⁸⁶ BRITO, Alan. A reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro e seus impactos nas instituições financeiras cit.

¹⁸⁷ BARR, Michael S.; JACKSON, Howell E.; TAHYAR, Margaret E. *Financial Regulation: Law and Policy*. 3. ed. University Casebook Series, 2021.

¹⁸⁸ Ibidem.

¹⁸⁹ Ibidem.

Um dos requisitos mais importantes de um sistema de pagamentos adequado é a certeza da liquidação dos pagamentos efetuados por meio de uma rede segura de participantes, em tempo hábil e de maneira integral, irrevogável e incondicional.¹⁹⁰

Nos últimos anos, inovações nos sistemas de pagamento forneceram um leque de novas opções ao consumidor, mais convenientes e baratas, o que inegavelmente melhorou aquilo que se denomina como “experiência do consumidor”.

É verdade também, contudo, que as inovações nos sistemas de pagamento das últimas duas décadas, vêm desafiando os reguladores financeiros a pensarem soluções regulatórias que ao mesmo tempo garantam a segurança das transações, mas que não sufoquem os novos modelos de negócio que vêm gerando maior competitividade para o setor, à luz do processo regulatório erigido.

Nesse sentido, o amadurecimento do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), reformado em 2002 e modificado decisivamente com a promulgação da Lei nº 12.865/2013, trouxe uma abordagem inédita para regulamentação do Banco Central, a partir de então, pavimentando a competição no setor, e conferindo segurança jurídica às inovações perpetradas, com efeitos verificáveis.

No tópico a seguir será explorada essa formação do SPB, dispensando especial atenção aos sistemas de pagamento eletrônicos, notadamente os cartões (crédito, débito e pré-pagos), pioneiros no papel decisivo que a tecnologia vem desempenhando no setor, que caminha para uma completa digitalização na oferta de serviços financeiros via plataformas, incluindo esforços do próprio regulador para isso.

Será explorada, portanto, a formação do mercado de meios de pagamento, seu funcionamento, principais agentes, características estruturais da cadeia e as distorções advindas do entrelaçamento com o sistema bancário, regulação aplicável ao setor, bem como a atuação da autoridade antitruste, no caso concreto do mercado de cartões, que culminou com a abertura do mercado de adquirência no Brasil.

¹⁹⁰ BRITO, Alan. A reestruturação do sistema de pagamentos Brasileiro e seus impactos nas instituições financeiras cit.

1.2.2 Os sistemas de pagamentos de varejo

Antes de se adentrar na análise de formação do SPB, vale a distinção didática quando aos pagamentos de varejo: trata-se dos pagamentos feitos a partir dos consumidores entre si, e entre consumidores e empresas, para adquirir bens e serviços, no dia a dia do comércio.

Em geral, são pagamentos de baixo valor, mas de alto em volume, considerando a população total de determinada jurisdição.¹⁹¹

O sistema de pagamentos de varejo possui três características principais, segundo a definição do Comitê de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado (CPMI) do Banco de Compensações Internacionais (BIS) adotada nesse trabalho.¹⁹²

Primeiro, um sistema de pagamentos de varejo realiza a liquidação de um grande número de transações, feitas por um grande número de agentes, ao contrário das transações feitas entre instituições financeiras e bancos centrais.¹⁹³

Propositadamente, essa definição é ampla o suficiente justamente para abranger todos os tipos de pagamentos feitos entre empresas, entre empresas e indivíduos, e entre indivíduos.

Em segundo lugar, envolvem uma ampla gama de instrumentos de pagamento, tais como “maquininhas de pagamento” (*Point of Sale – POS*), computadores e celulares.¹⁹⁴

Terceiro, fazem uso extensivo de redes privadas, como câmaras de compensação automatizadas ou empresas de cartão de crédito, em contraste com muitas formas de sistemas de pagamento de grande valor que são comumente operados pela autoridade monetária de um país, por redes públicas.¹⁹⁵

No Brasil, assim como na maior parte do mundo, os pagamentos de varejo podem ser feitos em dinheiro em espécie, ou por meio de outros instrumentos de pagamento, como cheques, cartões de crédito, cartões de débito ou cartões pré-pagos, ou ainda, por meio de

¹⁹¹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Core Principles for Systemically Important Payment Systems. Committee on Payment and Settlement Systems, jan. 2001. Disponível em <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>. Acesso em: 6 jan. 2022.

¹⁹² Ibidem.

¹⁹³ Ibidem.

¹⁹⁴ Em 2021, 69,5% das transações financeiras foram realizadas por meio de telefones celulares. Cf: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021. p. 133. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021.pdf. Acesso em 4 dez. 2022.

¹⁹⁵ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit.

mecanismos eletrônicos de transferência (TED, DOC, e mais recentemente, Pix¹⁹⁶), compatíveis com computadores e celulares, cada um deles sujeitos à regulamentações, procedimentos e gerenciamento de riscos específicos.¹⁹⁷

1.2.3 A função social dos sistemas de pagamento de varejo

Compreender o papel da regulação dos diferentes sistemas de pagamento passa por entender a função social que exercem dentro do sistema financeiro, e assim identificar o porquê das preocupações da regulação financeira com os diferentes sistemas e seus riscos potenciais.

Como visto, os sistemas de pagamento facilitam a transferência de ativos em cumprimento de obrigações financeiras que, em uma economia de mercado, permitem que os agentes econômicos realizem a movimentação de recursos por meio dos meios de pagamento.

No Código Monetário e Financeiro francês, a definição de meio de pagamento diz que: “Art. 311-3 São considerados como meios de pagamento todos os instrumentos que, qualquer que for o suporte ou o procedimento técnico utilizado, permite a todas as pessoas a transferência de fundos”.¹⁹⁸

Para Gavalda e Stoufflet, a definição de meio de pagamento é suficiente larga para abranger todas as técnicas existentes ou que venham a ser criadas para a circulação da moeda escritural.¹⁹⁹

A literatura especializada aponta que para os sistemas de pagamento de varejo, as questões mais importantes giram em torno do equilíbrio entre eficiência, segurança e concorrência.²⁰⁰

Já para os sistemas de pagamento de atacado (e de liquidação de títulos), as questões mais importantes estão relacionadas aos riscos operacionais, de crédito e de liquidez e,

¹⁹⁶ O Pix é um arranjo de pagamento instantâneo criado e lançado pelo Banco Central do Brasil em novembro de 2020, onde as transferências e pagamentos são feitos em tempo real, em todos os dias do ano, sem limitação de horário. Para mais informações, vide: FERREIRA, Alexandre. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, v. 16, n. 1, p. 2, 2022.

¹⁹⁷ As regulamentações que tratam especificamente destes procedimentos e gerenciamento de riscos serão mais detalhadas no segundo e terceiro capítulo desse trabalho.

¹⁹⁸ Tradução livre. Disponível em: <https://context.reverso.net/traducao/portugues-frances/C%C3%B3digo+Monet%C3%A9rio+e+Financeiro>. Acesso em: 5 dez. 2022.

¹⁹⁹ GAVALDA, Christian; STOUFFLET Jean. *Droit Bancaire*. 7. ed. Paris: Litec, 2008. p. 25.

²⁰⁰ AWREY, Dan. *Principles of financial regulation* cit.

portanto, em ambos os casos, questões que suscitam ameaças potenciais à estabilidade financeira.²⁰¹

Considerando a natureza da atividade financeira, fica patente a relação direta entre a criação de moeda bancária (escritural), cuja função prioritária é servir como meio de pagamento, e os sistemas de pagamento.²⁰²

A importância dos sistemas de pagamento para a atividade econômica em geral, e em especial para a atividade bancária, é decisiva, pois o funcionamento regular dos sistemas de pagamento é necessário, tanto que para que possa ser cumprida a função da moeda, como para que seja possível a supervisão sobre a oferta do dinheiro e sobre a capacidade das instituições financeiras atuarem na mobilização do crédito.²⁰³

No Brasil, a recente Resolução CMN nº 4.952, de 30 de setembro de 2021, que revogou a antiga Resolução CMN 2.882/2001, e entrou em vigor em 03 de janeiro de 2022, dispôs em seu art. 3º, que o Sistema de Pagamentos Brasileiro deve ser estruturado segundo princípios que garantam a segurança, a eficiência, a integridade e a confiabilidade das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação que nele atuam.

Em seu art. 4º, a norma estabelece de maneira explícita a necessidade de observância, por parte das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, aos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (*Principles for Financial Market Infrastructures* – PFMI) do BIS, sem prejuízo das normas legais e regulamentares aplicáveis no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro.²⁰⁴

Na Exposição de Motivos da referida norma, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários justificaram a inclusão do artigo por conta da existência anterior de regras gerais a serem observadas no âmbito do SPB que não mais se aplicavam.²⁰⁵⁻²⁰⁶

²⁰¹ ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; Enriques *et al.* Principles of Financial Regulation cit.

²⁰² MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 55.

²⁰³ Ibidem.

²⁰⁴ “Art. 4º O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência, utilizarão os Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (Principles for Financial Market Infrastructures – PFMI), originalmente publicados pelo Comitê de Sistemas de Liquidação e Pagamentos do Banco de Compensações Internacionais (CPSS/BIS) e pelo Comitê Técnico da Organização Internacional das Comissões de Valores (TC/IOSCO), na regulação, no monitoramento e na avaliação da segurança e eficiência, das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação.”

²⁰⁵ “8. Atualmente, o art. 3º da Resolução nº 2.882, de 2001, estabelece regras gerais a serem observadas no âmbito do SPB. Referem-se tais regras a prescrições aplicáveis pelo BCB em temas relacionados ao acesso à informação pelos participantes, gerenciamento e contenção de riscos financeiros, liquidação de obrigações,

As regras gerais, anteriormente estabelecidas, se baseavam nas melhores práticas contidas nos “Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes”,²⁰⁷ formulados pelo então Comitê de Sistemas de Liquidação e Pagamentos do Banco de Compensações Internacionais (CPSS) também do BIS, e reproduzidos no art. 3 da antiga Resolução nº 2.882, de 2001.

Em 2012, o denominado Comitê de Pagamentos e Infraestruturas do Mercado (CPMI), (antigo CPSS), e o Comitê Técnico da Organização Internacional das Comissões de Valores (TC/IOSCO) publicaram a versão final dos “Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro” (*Principles for Financial Market Infrastructures – PFMI*) que hoje baseia a nova Resolução CMN 4.952/2021.²⁰⁸

Segundo o BIS, os princípios que devem nortear as chamadas Infraestruturas de Mercado Financeiro (FMI), entre as quais fazem parte os sistemas de pagamento, são doze regras gerais de melhores práticas que se inserem dentro de políticas maiores estabelecidas pelo Financial Stability Board (FSB), tais como a Política Macroeconômica e de Transparência de Dados, a de Regulação e Supervisão Financeira, e a Infraestrutura Institucional e de Mercado.²⁰⁹

Em suma, o objetivo central que essas políticas visam fortalecer e preservar segue sendo a estabilidade financeira, sobretudo pelo fato de que os sistemas de pagamento podem repassar choques financeiros e com isso contaminar todo o mercado, para além do próprio sistema e de seus participantes.

infraestrutura operacional e estrutura organizacional de câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação, entre outros. Em nossa proposta, expandimos a abrangência desse dispositivo, estabelecendo que o BCB e a CVM, em suas respectivas esferas de competência, utilizarão os PFMI na regulação, no monitoramento e na avaliação da segurança e eficiência das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, sem prejuízo das normas legais e regulamentares aplicáveis no âmbito do SPB. Essa ressalva faz-se necessária em virtude do maior detalhamento observado em normas legais e regulamentares locais, vis-à-vis as recomendações gerais contidas nos PFMI.”

²⁰⁶ Além disso, entenderem pela necessidade de estender o reconhecimento e aplicação da nova resolução a todos os sistemas de liquidação, incluindo, além de sistemas de pagamentos, sistemas de liquidação de ativos financeiros e valores mobiliários e contrapartes centrais. Sobre o papel dos agentes de compensação no mercado de capitais, vide: PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Clearing houses: aspectos jurídicos relevantes e seu papel no mercado de capitais e no sistema de pagamentos brasileiro*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 27, p. 64-83, 2005.

²⁰⁷ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Core Principles for Systemically Important Payment Systems cit.

²⁰⁸ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Principles for financial market infrastructures. *Committee on Payment and Settlement Systems*. abr. 212. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. Acesso em: 5 fev. 2022.

²⁰⁹ Ibidem.

Para o BIS, portanto, o fato de os sistemas de pagamento serem essenciais para o funcionamento da economia, informa que a segurança e a eficiência desses sistemas devem ser objeto de políticas públicas, em função de salvaguardar a possibilidade de risco sistêmico.

Já em 2001, o organismo internacional assinalava que o mercado, por si só, não teria os incentivos adequados para minimizar os riscos pelas suas próprias falhas, ou falha de seus próprios participantes e/ou custos impostos aos demais nesses casos.²¹⁰

Ademais, diz o BIS, a estrutura institucional dos sistemas de pagamento também não necessariamente forneceria fortes incentivos ou mecanismos para operação e desenho eficientes, uma vez:

[...] Fatores econômicos, como economias de escala e barreiras à entrada podem limitar a concorrência na prestação de sistemas e serviços de pagamentos. Na prática, em muitos países há um número muito limitador de provedores de sistemas de pagamento ou um provedor único [...]. Segurança e eficiência não são os únicos objetivos de política pública para o desenho e operação dos sistemas de pagamento. Outros objetivos, contudo, como prevenção ao crime, política de defesa da concorrência, e proteção do consumidor, podem ter um papel central no desenho de sistemas pagamento sistematicamente importantes [...].²¹¹

Assim, o BIS já deixava claro, há duas décadas, a importância de temperar a regulação setorial com outros objetivos para além da estabilidade do sistema financeiro, haja vista a importância fundamental dos sistemas de pagamento para o regular funcionamento das economias e da sociedade, o papel que deve desempenhar os diferentes reguladores sobre o assunto, e a liderança fulcral dos bancos centrais como formuladores de políticas públicas nesse tocante.

Diferentes aspectos dos objetivos de segurança e eficiência podem ser perseguidos por uma variedade de diferentes agências públicas. Os bancos centrais têm uma liderança, nesse sentido, por conta do seu forte interesse na estabilidade financeira, seu papel em fornecer contas de liquidação para os participantes dos sistemas de pagamento e suas preocupações com o funcionamento do mercado financeiro no que tange à política monetária, e em manter a confiança da moeda doméstica em circunstâncias normais e de crise. A expertise que desenvolveram para levar a cabo essas funções significa que os bancos centrais têm um papel crucial a desempenhar nos sistemas de pagamento sistematicamente importantes, e em muitos casos, lhes devem ser dados [aos bancos centrais] explícitas responsabilidades nessas áreas.²¹²

²¹⁰ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Core Principles for Systemically Important Payment Systems cit., p. 4.

²¹¹ Ibidem.

²¹² Ibidem.

Assim, é possível notar que a função social dos sistemas de pagamento se insculpe no fato de que, ao manejarem os diferentes instrumentos de pagamento de determinada economia de mercado (estabelecendo um complexo de relações e regras), lidam não apenas com o dia a dia do cidadão e com o funcionamento da sociedade, como espelham o uso da moeda em seus diversos formatos, assegurando suas funções como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, refletindo as diferentes atribuições jurídico-econômicas que possuem.

1.3 A formação do Sistema de Pagamentos Brasileiro

A partir da Lei nº 12.865/2013, a qualificação jurídica das administradoras de cartão de crédito foi alterada, e outras atividades de pagamento passaram a ser descritas no normativo a fim de se enquadrar uma série de novos modelos de negócios que já se faziam presente no mercado de meios de pagamento, sobretudo de pagamentos eletrônicos, utilizados via internet.

A Lei também inseriu princípios a serem concretizados na regulamentação infralegal, como a não discriminação e a interoperabilidade entre os diferentes sistemas de pagamentos eletrônicos, com o objetivo de estimular a entrada de novos participantes.

Porém, antes de refletir sobre as mudanças substanciais trazidas pela Lei de Pagamentos Brasileira, é necessário retornar alguns anos antes, para entender a formação do SPB e, principalmente, do pilar central de seu funcionamento, o Sistema de Transferência de Reservas, criado e gerido pelo Banco Central do Brasil.

1.3.1 Antecedentes ao Sistema de Transferência de Reserva (STR)

No Brasil, apesar de o surgimento do primeiro meio eletrônico de pagamento remontar à década de 1960, com o lançamento do cartão de crédito Diners Club, o desenvolvimento efetivo do setor só foi observado a partir 1968, ainda com consideráveis limitações, dada à infraestrutura subdesenvolvida do mercado e a alguns

fatores relacionados à distribuição de renda, poder aquisitivo e inflação da sociedade brasileira à época.²¹³

Entre 1968 e 1994 algumas restrições para a maior capilaridade desse mercado foram, gradativamente, sendo amenizadas, conforme o Sistema Financeiro Nacional (SFN) também amadurecia, permitindo que a utilização de cartões como instrumentos de pagamento se expandisse e passasse a fazer parte da estratégia dos bancos.²¹⁴

Contudo, apenas a partir de 1994, com a estabilização monetária e as reformas liberalizantes do governo Fernando Henrique Cardoso, os métodos eletrônicos de pagamento passaram a ser mais difundidos, ficando a cargo do Banco Central, indiretamente, por meio da supervisão bancária, acompanhar o crescimento e a segurança desses produtos.²¹⁵

Com efeito, as preocupações da autoridade monetária que, até meados dos anos 1990, eram voltadas mais para a velocidade de processamento das transações financeiras, dadas as altas taxas de inflação da época, acabaram sendo redirecionadas à administração de riscos e à eficiência desse sistema, em geral parte acessória das atividades bancárias.²¹⁶

No Brasil, até o início dos anos 2000, o sistema de pagamentos de varejo se estruturava por meio de diferentes câmaras de compensação, segmentadas por nichos específicos do mercado de pagamentos, sem nenhum tipo de compensação multilateral de obrigações no âmbito de uma mesma entidade de compensação e liquidação.

Essa antiga sistemática se ancorava em quatro câmaras de compensação: Selic, Cetip, Compe e Câmbio, que liquidavam as operações diretamente nas contas de reservas bancárias do Banco Central do Brasil.²¹⁷

²¹³ FIGUEIREDO, Alcio Manoel de Souza. *Cartão de crédito: questões controvertidas*. Curitiba: Juruá, 2001. p. 13.

²¹⁴ Até a década de 1990, os próprios bancos filiavam os estabelecimentos comerciais interessados em utilizar cartões em suas vendas, que por sua vez, para atender um maior número de clientes, possuíam diversos terminais eletrônicos para atender seus clientes portadores de diferentes cartões, o que, por consequência, demandava eu os varejistas se relacionasse comercialmente com diferentes bancos para habilitar essa forma de pagamento (FIGUEIREDO, Alcio Manoel de Souza. *Cartão de crédito: questões controvertidas* cit., p. 15).

²¹⁵ A partir de meados da década de 1990, os bancos passaram a segregar a operação de cartões para empresas do seu próprio grupo econômico, de modo a otimizar e ganhar escala em um mercado crescente de pagamentos eletrônicos no país (FIGUEIREDO, Alcio Manoel de Souza. *Cartão de crédito: questões controvertidas* cit., p. 15).

²¹⁶ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento* cit., p. 8.

²¹⁷ Assim como as pessoas físicas e empresas possuem depósitos à vista nos bancos com carteira comercial, com os quais podem efetuar pagamentos, as instituições financeiras bancárias possuem depósitos no Banco

O Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), existente até os dias atuais, é o sistema responsável pelas transações primárias e secundárias com títulos públicos federais desmaterializados, ou seja, escriturais e custodiados em nome de seus possuidores. A Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip) destinava-se a negociar os títulos privados e alguns títulos públicos do mercado de balcão. A Compe, o sistema responsável pela compensação de cheques e outros papéis, cada vez mais em desuso, enquanto o sistema de Câmbio é aquele no qual são realizadas as transações interbancárias com moeda estrangeira.²¹⁸

Até 2002, em nenhuma dessas câmaras de compensação existia um mecanismo que gerenciasse os riscos e que fosse capaz de absorver a insolvência de um dos seus participantes, o que permitia a manutenção de saques a descoberto nas contas de reservas bancárias do Banco Central ao longo do dia, sem garantias e sem contrato.²¹⁹

Dessa forma, as instituições financeiras registravam as transações ao longo do dia e as compensavam ao final dele, para, então, realizar a transferência final dos fundos junto ao Bacen.

Como se nota, sob esse modelo cabia ao Banco Central suportar todo o risco de crédito e liquidez dos participantes do sistema de pagamentos do país.²²⁰

O risco de crédito se associava à incerteza quanto ao cumprimento de obrigação da contraparte e do banco, caso não regularizasse seu caixa até o final do dia, ou em casos mais graves, como de insolvência.

Já o risco de liquidez configurava-se como a incerteza quanto ao cumprimento tempestivo da obrigação pecuniária da contraparte, em virtude de uma impossibilidade momentânea.²²¹

Central. Esses recursos, chamados de reservas bancárias, são depositados numa espécie de conta corrente dos bancos junto ao Banco Central, denominada conta Reservas Bancárias. É por meio delas que os bancos realizam transações entre si, em nome próprio ou de terceiros, e com o Banco Central. Vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, jun. 1999, p. 87-88. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906P.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

²¹⁸ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação cit., p. 87-88.

²¹⁹ FIGUEIREDO, Alcio Manoel de Souza. *Cartão de crédito: questões controvertidas* cit., p. 14.

²²⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira, nov. 2002. p. 65. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 4 dez. 2022.

²²¹ LIMA, Douglas Miranda. *Reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro: o caso da Clearing de câmbio da BM&F* cit., p. 12.

A depender do grau de incerteza quanto ao adimplemento dessas obrigações no mercado, havia possibilidade de considerável risco sistêmico para o sistema de pagamentos, especialmente porque as câmaras de compensação não possuíam mecanismos de proteção capazes de assegurar o cumprimento de todas as operações na hipótese de quebra de um participante, assim como os bancos eram mais lenientes em suas avaliações dos riscos envolvidos nos sistemas e sobre as contrapartes com quem eles operavam.²²²

Para que o sistema se tornasse mais seguro seriam necessárias melhorias na base legal a fim de se reconhecer a compensação multilateral e a possibilidade de novação das obrigações entre as câmaras de compensação, assegurando a liquidação da transação.²²³

Além disso, para que mecanismos seguros garantidores da transação se tornassem efetivos, deveriam ser passíveis de execução sem qualquer impedimento, na hipótese de inadimplemento de um participante.

Verificados todos esses problemas como fortes motivadores para a reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro, e em linha com a experiência internacional que já começava a se modernizar desde 1998,²²⁴ o Banco Central do Brasil aprovou, na Reunião da Diretoria de 30 de julho de 1999, o “Projeto de Reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro”, com vistas a modernizar o sistema e diminuir o risco sistêmico assumido pela autoridade.²²⁵

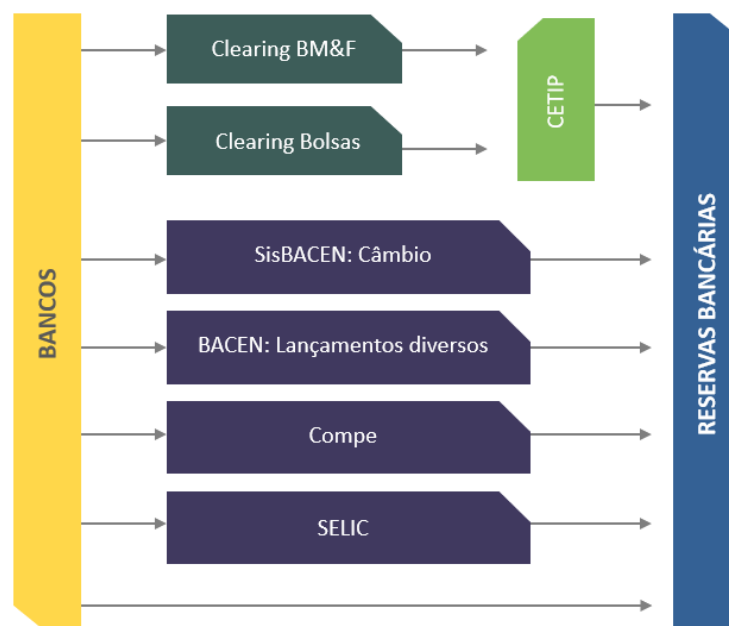
²²² LIMA, Douglas Miranda. *Reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro: o caso da Clearing de câmbio da BM&F* cit., p. 12.

²²³ A compensação multilateral de obrigações é o procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais.

²²⁴ O Comitê de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (CSPL) dos Bancos Centrais dos países do G-10, à época, órgão vinculado ao Banco de Compensações Internacionais (BIS), estabeleceu, em maio de 1998, uma força tarefa para trabalhar em um documento que pudesse condensar as melhores práticas e os preceitos mínimos dos sistemas de pagamentos nos diversos países. O objetivo final, alcançado em julho de 2000, está resumido no documento *Core Principles for Systemically Important Payment Systems* e tem servido de base para o desenvolvimento de sistemas de liquidação em diversos países no mundo. Trata-se de um documento generalista que elenca as melhores práticas que devem ser adotadas no desenho e na operacionalização dos sistemas de pagamentos. Para mais informações, vide: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Core Principles for Systemically Important Payment Systems* cit.

²²⁵ LIMA, Douglas Miranda. *Reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro: o caso da Clearing de câmbio da BM&F* cit., p. 12.

Figura 1 – Liquidação no antigo Sistema de Pagamentos Brasileiro



Fonte: Elaboração própria.

1.3.2 A reestruturação regulatória de 2002: a criação do Sistema de Transferência de Reservas (STR)

A partir das falhas identificadas na sistemática de processamento descrita, foi promulgada a Lei nº 10.214/2001 que estabeleceu o denominado Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), regulando a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação de pagamentos.

A implementação do novo sistema de pagamentos gerou três mudanças fundamentais para a movimentação de recursos no sistema financeiro:²²⁶

- (i) A criação, pelo Banco Central, de um mecanismo de transferência de fluxos interfinanceiros de grandes valores;
- (ii) A adequação dos sistemas entre as câmaras de compensação existentes;
- (iii) A criação de uma base legislativa conferindo lastro jurídico à atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação com a Lei nº 10.214/2001.

²²⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira cit., p. 65.

A nova legislação teve o importante papel de regular a atividade das câmaras e prestadores de serviço de compensação e liquidação, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, e o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas.²²⁷

O mecanismo compreende a compensação e liquidação, isolada ou conjuntamente, de ordens eletrônicas de débito e crédito, cheques, de títulos e valores mobiliários e de operações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros, bem como a transferência de fundos e outros ativos financeiros, e as operações com derivativos, por intermédio do SPB.²²⁸

Por meio da Lei nº 10.214/2001 também ficou admitida a compensação multilateral de obrigações no âmbito de uma mesma entidade de compensação e liquidação.

Nesse sentido, a literatura internacional já apontava que os sistemas de pagamento dos países deveriam estar fundamentados em sólida base legal, incontestável nas diversas esferas, com regras e procedimentos que devem propiciar aos participantes claro entendimento de seus riscos, com definições expressas de como serão geridos os riscos de crédito e de liquidez, especificando as responsabilidades de seu operador e dos participantes, mediante incentivos adequados ao gerenciamento e ao controle/redução dos riscos.

A liderança quanto à implementação dessas missões, segundo o *Bank for International Settlements* (BIS), caberia à autoridade monetária do país, responsável pelo desenho do sistema de pagamentos e de seus objetivos.²²⁹ A disciplina do SPB pelo direito brasileiro atende suas recomendações e da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).²³⁰

Com efeito, restou evidente que o sistema de pagamentos deve promover a liquidação final e irrevogável dos pagamentos na sua data de liquidação, ao longo do dia ou, no limite, no final do dia.

²²⁷ MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 65.

²²⁸ Idem.

²²⁹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Core Principles for Systemically Important Payment Systems cit.

²³⁰ PAIXÃO, Ricardo Fernandes. *Regulação de pagamentos pelo Banco Central do Brasil*. Monografia (Bacharel em Direito) – Universidade de Brasília (UnB), Brasília, 2019. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/24441/1/2019_RicardoFernandesPaixao_tcc.pdf. Acesso em: 12 dez. 2022.

Nesse sentido, os sistemas de liquidação diferida pelo valor multilateral deveriam ser capazes de assegurar o pontual cumprimento das liquidações diárias, na hipótese de incapacidade de liquidação do participante com a maior obrigação.

Ademais, os ativos utilizados para liquidação nos sistemas de pagamentos devem preferencialmente representar direitos contra o Banco Central ou, no caso de utilização de outros recursos, eles devem conter risco de crédito e de liquidez pequeno ou inexistente.²³¹

Por fim, as diretrizes internacionais assinalam que o sistema deve assegurar alto grau de segurança e credibilidade operacional, além de contar com procedimentos de contingência para pontual finalização do processamento diário, prover mecanismos simples e eficientes para a execução de pagamentos a todos os usuários e à economia; ter critérios objetivos e públicos para participação, permitindo acesso aberto e justo, com governança eficaz, responsável e transparente.²³²

Para fins de mitigação do risco sistêmico e para endereçar todas essas diretrizes apontadas por importantes reguladores de outras jurisdições, portanto, a Lei nº 10.214/2001 foi promulgada e os sistemas de liquidação financeira passaram a ser concretizados em tempo real, com liquidação bruta de operação por operação, ou liquidação líquida pelo total de operações ao final do dia, dentro daquele que, até hoje, é o pilar do Sistema de Pagamentos Brasileiro atual: o Sistema de Transferência de Reservas (STR), um sistema de transferência de fundos gerido e operado pelo Bacen, com liquidação irrevogável e final, em liquidação bruta por tempo real (LBTR).²³³⁻²³⁴

Assim, a liquidação bruta em tempo real (LBTR) passou a ser utilizada também nas operações com títulos públicos federais no Selic, o que se tornou possível com a interconexão entre esse sistema e o STR.

A reforma do sistema de pagamentos, entretanto, foi além da implantação do STR.

A redução do risco sistêmico foi o objetivo maior da reforma, onde foram fundamentais os aperfeiçoamentos legais e regulamentares efetuados, para além da Lei nº

²³¹ PAIXÃO, Ricardo Fernandes. *Regulação de pagamentos pelo Banco Central do Brasil* cit.

²³² *Ibidem*.

²³³ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo do Brasil. 2005. p. 43. https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Publicacoes_SPB/Diagnostico%20do%20Sistema%20de%20Pagamentos%20de%20Varejo%20no%20Brasil.pdf. Acesso em: 6 jun. 2021.

²³⁴ LIMA, Douglas Miranda. *Reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro: o caso da Clearing de câmbio da BM&F* cit., p. 16.

10.214/2001, cujo propósito era fortalecer o sistema financeiro como um todo, dando continuidade à reestruturação iniciada, ainda em 1995, com o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), e posteriormente com Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes).²³⁵

Ademais, a partir de então, as transferências de fundos puderam ser realizadas pelos participantes, em nome próprio, ou por conta de terceiros, a favor do participante destinatário ou de cliente do participante destinatário, sem qualquer limitação de valor.²³⁶

No STR também são liquidados os resultados de todos os sistemas de compensação e de liquidação de pagamentos e de ativos.²³⁷

Com efeito, com a criação do STR, regulamentado de maneira infralegal apenas em 2021 pela Resolução BCB nº 105/2021, passou a haver um monitoramento rigoroso, em tempo real, do saldo da conta de reservas bancárias do Banco Central, não sendo mais permitido o saldo negativo, com estabelecimento de linhas de redesconto intradia e *overnight*, mediante operações compromissadas com títulos federais e garantia de integração dos diversos sistemas, interno e externos ao Banco Central, que têm liquidação na conta de reservas bancárias de cada banco.²³⁸

Logo, a institucionalização do SPB permitiu, sobretudo, restringir a exposição do sistema financeiro a riscos decorrentes de crises individuais de instituições financeiras e demais participantes intermediários dos sistemas de pagamento.

De fato, a estrutura de liquidação até então vigente, permitindo o acesso direto às reservas bancárias por sistemas que não possuíam mecanismos de controle e administração de riscos, expunha todo o sistema a riscos.²³⁹

²³⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira cit., p. 64.

²³⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo do Brasil. 2005 cit., p. 43.

²³⁷ São participantes do STR as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, detentoras de conta Reservas Bancárias, Câmaras e Prestadores de Serviços de Compensação e de Liquidação. Para mais informações, vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo do Brasil. 2005 cit., p. 43.

²³⁸ LIMA, Douglas Miranda. *Reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro: o caso da Clearing de câmbio da BM&F* cit., p. 16.

²³⁹ MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário* cit., p. 66.

O fato de o Banco Central assumir o papel de garantidor compulsório nas operações cursadas no sistema de pagamentos brasileiro da época, implicava elevado dispêndio de recursos, sobretudo de reservas monetárias, o que gerou um complexo e pouco eficiente sistema de recuperação, intervenção e encerramento de instituições financeiras com custos elevados para o fisco, que se encerrou com a criação do STR.²⁴⁰

Importante frisar que eventual atraso ou inconsistência no sistema de liquidação de obrigações nas relações interbancárias, pode prejudicar o fluxo de caixa das instituições financeiras e resultar em efeitos prejudiciais diversos, como perdas financeiras, custos de financiamento mais elevados ou risco de liquidez, com suas consequências para a credibilidade das instituições financeiras, tomadas isoladamente ou em conjunto.

Para possibilitar a transferência de valores em tempo real foi então criada a Transferência Eletrônica Disponível (TED), por meio da Circular BCB nº 3.115/2002, mecanismo de liquidação financeira semelhante ao Documento de Ordem de Crédito (DOC), diferenciando-se quanto à velocidade, valor e horário em que se efetiva.

O serviço oferecido pelos bancos, a partir de 2002, sob as diretrizes do BACEN, configurou-se como a primeira mudança estrutural do sistema de pagamentos e sinalização primordial em direção à modernização do mercado, que se aperfeiçoaria pouco mais de uma década depois com a promulgação da Lei nº 12.865/2013.

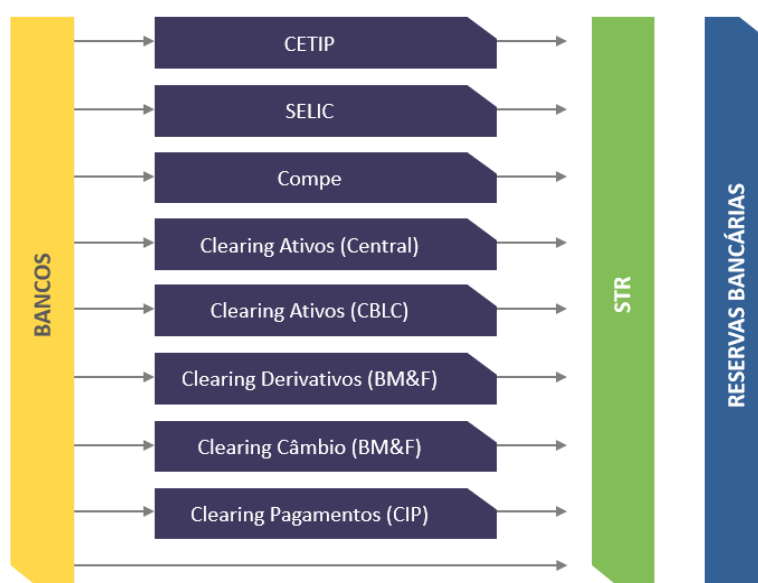
A Lei nº 10.214/2001, primeiro marco legal da reforma do sistema de pagamentos brasileiro, trouxe, portanto, as seguintes mudanças: a) definiu o sistema de pagamentos e os sistemas que o integram; b) estabeleceu que o Banco Central definirá os critérios para que determinados sistemas sejam considerados sistemicamente importantes; c) reconheceu a compensação multilateral de obrigações no âmbito de um sistema de compensação e de liquidação; d) estabeleceu que, nos sistemas considerados sistemicamente importantes, as respectivas câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação devem atuar como contraparte central e adotar mecanismos e salvaguardas que lhes possibilitem assegurar a liquidação das operações cursadas; e) estabeleceu a impenhorabilidade dos bens oferecidos em garantia no âmbito dos sistemas de compensação e de liquidação; f) dispôs que os regimes de insolvência civil, (na época, concordata, falência ou liquidação extrajudicial), a que seja submetido qualquer participante, não afetariam o adimplemento de suas obrigações no âmbito

²⁴⁰ Para mais informações, vide: <https://www.bcb.gov.br/pec/NotasTecnicas/Port/2002nt23spbriscosbcp.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2021.

de um sistema de compensação e de liquidação, as quais serão ultimadas e liquidadas na forma do regulamento desse sistema.²⁴¹

Outra importante alteração surgida com a institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro foi a redução no volume de cheques repassados pelos bancos, aumentando gradativamente a importância de outros instrumentos eletrônicos de pagamento, o que, como se verá, apenas se intensificou nos anos subsequentes.²⁴²

Figura 2 – Liquidação no novo Sistema de Pagamentos Brasileiro



Fonte: Elaboração própria.

1.3.3 Entre 2002 e 2013 o compasso entre regulação e concorrência: a identificação das ineficiências do Sistema de Pagamentos Brasileiro

Após essa primeira etapa de estruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, com a criação do STR, o BACEN passou a mirar um novo projeto institucional em relação ao setor no Brasil e buscou identificar os principais gargalos à modernização do mercado de pagamentos de varejo.²⁴³

²⁴¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira cit., p. 64.

²⁴² Ibidem.

²⁴³ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 8.

Essa nova iniciativa deu origem aos dois principais estudos a respeito do funcionamento da indústria brasileira de pagamentos eletrônicos, naquela época apenas instrumentalizado por meio de cartões, tendo em vista o crescimento expressivo do uso desses instrumentos nas transações comerciais.

O primeiro desses relatórios foi o chamado “Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo no Brasil”, em 2005, elaborado pelo Departamento de Operações Bancárias e Sistema de Pagamento (Deban), do Banco Central.²⁴⁴

No ano seguinte, em 2006, foi firmado um convênio de cooperação técnica entre o Bacen, a Secretaria de Direito Econômico (SDE) e a Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae), os dois últimos órgãos integrantes do antigo Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, que deu origem ao importante “Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamento”, em 2010.²⁴⁵

O primeiro estudo, o “Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo no Brasil”, detalhou os tipos de instrumentos de pagamento mais utilizados no Brasil, seus canais de distribuição, base regulamentar, ineficiências e principais entraves do sistema, com intuito de modernizar o setor e definir políticas públicas e diretrizes sobre o assunto.

Nesse tocante, o estudo apontou a determinante tendência mundial de migração dos pagamentos em moeda-papel para os pagamentos eletrônicos, em virtude de sua maior eficiência, o que apenas se intensificaria ao longo daquela e da próxima década.²⁴⁶

Para se ter ideia, o instrumento de pagamento mais utilizado à época, em termos de quantidade de transações, era o cheque, que atualmente – apenas dezesseis anos após o estudo, está praticamente em desuso.²⁴⁷

O segundo estudo, o Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos, de 2010, já mais especificamente, procedeu uma detalhada análise sobre o funcionamento do mercado de cartões, identificando sua estrutura, os principais agentes da cadeia de pagamentos, a divisão das suas funções, bem como as principais falhas de mercado do sistema que vigorava.

²⁴⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo no Brasil. 2005 cit., p. 10.

²⁴⁵ BCB/SEAE/SDE. *Relatório sobre a indústria de cartões de pagamento*. Brasília: Ministério da Fazenda, Ministério da Justiça, 2010. p. 62.

²⁴⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo no Brasil. 2005 cit., p. 10.

²⁴⁷ *Ibidem*, p. 11-12.

Como se verá mais detalhadamente a seguir, o diagnóstico traçado por esse estudo foi determinante para respaldar a atuação das autoridades de defesa da concorrência no Brasil, que conduziram a abertura do setor entre 2009 e 2010.

1.3.4 A estrutura do mercado de pagamentos eletrônicos no Brasil até 2010 e a quebra de exclusividade contratual entre Visa e Visanet

Antes de assinalar as ineficiências apontadas pelo Relatório de 2010, é preciso entender brevemente quem são os agentes integrantes da cadeia de pagamentos no Brasil.

Voltaremos a falar da estrutura do mercado de meios de pagamento posteriormente, de maneira mais detalhada, após as mudanças empreendidas pela abertura do setor e pelo marco legal subsequente.

Em apertada síntese, os agentes integrantes da cadeia de pagamentos no Brasil, conforme a nomenclatura da época,²⁴⁸ eram:

- I. Emissores: instituições financeiras ou não, autorizadas pelas bandeiras a emitir cartões de crédito. São responsáveis pelas cobranças dos gastos feitos com esses cartões por seus respectivos portadores, e repassam os valores coletados às credenciadoras para que estas paguem os estabelecimentos comerciais. O emissor também pode ser uma credenciadora.
- II. Portadores (consumidores): pessoas físicas que utilizam os cartões como instrumentos de pagamento.
- III. Credenciadores: instituições de pagamento (entidades não financeiras) responsáveis pelo credenciamento de estabelecimentos comerciais e pela captura, transmissão, processamento e liquidação financeira das operações realizadas com cartões.
- IV. Proprietários dos esquemas: vulgarmente conhecido como “bandeiras”, pessoa jurídica responsável pelo esquema de pagamento e pelo uso da marca associada a ele. É de responsabilidade da bandeira estabelecer regras e procedimentos quanto ao gerenciamento de riscos e aspectos operacionais mínimos a serem atendidos pelos participantes.

²⁴⁸ BCB/SEAE/SDE. *Relatório sobre a indústria de cartões de pagamento*. Brasília: Ministério da Fazenda, Ministério da Justiça, 2010. p. 62.

V. Estabelecimentos comerciais: fornecedores de produtos ou serviços credenciados para aceitarem pagamentos por meio de cartões.

O que o Relatório de 2010 identificou, nesse feixe de relações, foram três características estruturais do mercado, que, até então, eram responsáveis pela falta de competitividade entre credenciadores, emissores e bandeiras.

A primeira dessas características e, possivelmente, a principal delas, era a *falta de interoperabilidade*²⁴⁹ entre os prestadores dos serviços de rede – o terminal de pagamento que “lia” um cartão de determinada bandeira, conhecido como POS ou “maquininha”, não conseguia ler o de outra.

Os prestadores de serviço de rede são as entidades responsáveis por disponibilizar a infraestrutura necessária para capturar e direcionar as transações de pagamento.

Nesse contexto, por meio da interoperabilidade, poderia haver a troca de informações, com o compartilhamento da rede de terminais POS por todos os credenciadores.²⁵⁰

A segunda característica apontada pelo Relatório foi a *ausência de neutralidade do prestador do serviço de rede*, o que significava que as principais credenciadoras do mercado à época (Visanet, atual Cielo, e Redecard, atual Rede), além de serem responsáveis pelo credenciamento dos estabelecimentos comerciais, habilitando-os a aceitarem pagamentos com cartões, também prestavam serviços de rede e atividades de compensação e liquidação.

Com efeito, essa verticalização, aliada à ausência de interoperabilidade nos serviços, fazia com que os potenciais credenciadores concorrentes dependessem dos serviços prestados por aquelas entidades, gerando tanto ineficiências quanto barreiras à entrada no setor.²⁵¹

A terceira característica assinalada, responsável tanto pela ineficiência, quanto pela ausência de concorrência no setor de pagamentos eram as *relações de exclusividade* que havia entre as duas principais credenciadoras da época e suas respectivas bandeiras.²⁵²

²⁴⁹ “Entende-se por interoperabilidade a possibilidade de troca de informações entre o prestador do serviço de rede e os processadores dos demais participantes (emissores, credenciadores, e proprietários de esquemas). Dessa forma, a interoperabilidade implica na existência de padrões que permita qualquer terminal POS ler qualquer cartão, e na existência de redes de acesso aberto que permita qualquer estabelecimento interagir com qualquer credenciador e qualquer credenciador interagir com qualquer emissor” (BCB/SEAE/SDE. *Relatório sobre a indústria de cartões de pagamento* cit., p. 64).

²⁵⁰ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento* cit., p. 8.

²⁵¹ *Ibidem*.

Dessa forma, todas as transações realizadas com as bandeiras Visa e MasterCard eram capturadas apenas nos terminais da Visanet e Redecard, respectivamente. Além da exclusividade, havia um forte duopólio que impossibilitava a concorrência no setor.

A partir do diagnóstico traçado pelo Relatório, no bojo das discussões em curso no Bacen, o CADE, autoridade antitruste brasileira, instaurou uma investigação para apurar a relação de exclusividade mantida entre Visa e Visanet, que acabou culminando com a assinatura de um Termo de Compromisso de Cessação (TCC).

Com efeito, a Visa ficou obrigada a contratar serviços junto a um outro credenciador e a Visanet a operar junto a outras bandeiras do mercado.

O mais interessante a se notar aqui é que, com a Nota Técnica de instauração do Processo Administrativo, a SDE, órgão responsável pela instrução processual perante o CADE à época, adotou também uma medida preventiva em desfavor da Visa, tendo como principais motivadores o aumento das taxas cobradas pela Visanet, a ineficiência da necessidade de duplicação de rede, a transferência indevida de renda dos estabelecimentos comerciais e consumidores para a credenciadora, e o atraso na entrada de novos agentes no mercado de credenciamento multibandeira.

Com efeito, antes de propor um acordo, a Visa alegou que o teor da medida desvirtuava a “competência do CADE”, que não estaria apurando qualquer suposta conduta competitiva e sim, assumindo um papel de “*regulador do mercado de cartões*”.²⁵³

Essa afirmação é interessante na medida em que a atuação conjunta entre o regulador setorial (Bacen) e o órgão de defesa da concorrência (SDE-Seae-CADE) foi determinante para a queda da exclusividade e abertura do mercado de pagamentos, em um momento que ambas as autoridades, especificamente aqui CADE e Bacen, ainda não haviam pacificado a discussão em torno da competência de análise antitruste no sistema financeiro, especialmente em relação a atos de concentração.²⁵⁴

²⁵² É importante ressaltar que Visa e Visanet possuíam um contrato formal de exclusividade, ao passo que, Mastercard e Redecard, embora não apresentassem um contrato oficial de exclusividade, operavam como se houvesse. Para mais informações, vide: Processo Administrativo nº 08012.005328/2009-31.

²⁵³ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Processo Administrativo nº 08012.005328/2009-31. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZDAxAO1tMiVcL9FcFMR5UuJ6rLqPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCor9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBccbxIY00CeA1H523pItubReJZCr0MT6LxMmVGBYLhRE6. Acesso em: 6 jun. 2021.

²⁵⁴ Em 2018, CADE e Bacen assinaram o Ato Normativo Conjunto n.1 e arrefeceram, ainda que de maneira extrajudicial, um pouco da discussão, conforme será detalhado no Capítulo 2 do trabalho.

É possível afirmar que, mesmo em meio à disputa e discussão entre competências concorrentes, esse foi o primeiro sinal mais concreto do quanto a cooperação entre regulador financeiro e autoridade antitruste pode ser benéfica e recomendável para a promoção da concorrência, especialmente aqui no setor de pagamentos no Brasil.

A partir desse momento, como se verá no decorrer do presente trabalho, houve uma progressiva intensificação de uma regulamentação pró-competitiva por parte do Banco Central e do CMN, trazendo de maneira inédita o valor da concorrência para o centro dos debates regulatórios que se seguiram nos anos seguintes.

Por parte da autoridade antitruste, uma série de investigações seriam abertas para apurar a rivalidade, condutas anticompetitivas, barreiras à entrada, entre outros, no mercado de meios de pagamento e de tecnologia financeira, inaugurando novos tempos na relação entre Bacen e CADE.

As lições apreendidas pelo Relatório de 2010 e a quebra da exclusividade contratual ou *de facto*, entre bandeiras e credenciadoras, como se verá a seguir, foi em grande parte responsável pela promulgação do novo marco legal do setor de pagamentos no Brasil, bem como pela tentativa de refletir em lei a superação das falhas de mercado identificadas no caso concreto.

1.3.5 A promulgação da Lei nº 12.865/2013 e a estrutura do mercado de meios de pagamento eletrônicos nos dias atuais

Após a intervenção do CADE, e a consequente abertura do setor de pagamentos, observou-se um claro aumento do volume de transações realizados por meio de cartões, notadamente, por conta da progressiva diminuição de custos para a aceitação desses instrumentos pelo mercado, e pelo maior acesso dos consumidores a essa facilidade, além da progressiva proliferação de novos modelos de negócios aliando tecnologia e finanças.²⁵⁵

Nesse contexto de abertura e crescente inovação no sistema financeiro, movimento que já vinha sendo observado há algum tempo, sobretudo fora do Brasil, diversos novos entrantes surgiram no mercado de pagamentos brasileiro, mas sem configurar um tipo

²⁵⁵ Esses novos entrantes foram genericamente chamados de *fintechs*, termo e fenômeno que será explorado em maiores detalhes no Capítulo 2 deste trabalho. Por ora, basta dizer que se trata de empresas inovadoras que exploram o uso de tecnologia para a provisão de serviços financeiros.

específico previsto em lei ou regulamentação, e que, assim, acabavam por ficar de fora da rede de regulação, escapando aos olhos das autoridades financeiras.

Com intuito de trazer mais segurança e previsibilidade jurídica a esse mercado, foi editada então a Medida Provisória nº 615/2013 alegando, em suma, que as mudanças geradas com a criação do STR foram significativas, principalmente em relação às câmaras de compensação e liquidação, mas deixavam de fora outros sistemas menores de liquidação que estavam à margem da regulamentação financeira:

[...] preliminarmente deve ser explicitado que a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, que trouxe importantes aprimoramentos para o SPB, consagrou arcabouço normativo aplicável essencialmente aos sistemas de compensação e de liquidação, com especial atenção aos sistemas que, em função do elevado volume de transações ou da natureza sensível de seus negócios, podem oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro. Ficaram à margem da referida lei, no entanto, os chamados arranjos e instituições de pagamento.²⁵⁶

Com efeito, a Medida Provisória nº 615/2013, que posteriormente seria convertida na Lei nº 12.865/2013 inaugurando o novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), se propôs a “lançar as bases para a regulação desse segmento da economia, de fundamental importância para o conjunto dos instrumentos de pagamento de varejo”.²⁵⁷

Identificando que, nos últimos anos, houve um crescimento na participação de instituições não financeiras na provisão de serviços de pagamento, principalmente por intermédio de cartões de pagamento (crédito ou débito), moedas eletrônicas ou meios eletrônicos de pagamento, a exemplo dos instrumentos disponibilizados para o comércio eletrônico (*e-commerce*) e das transações realizadas mediante dispositivos móveis de comunicação (*mobile payment*), a Lei nº 12.865/2013 teve fundamental importância para a abertura e crescimento de um novo mercado no Brasil.

De maneira inédita, pela primeira vez se percebe uma legislação inserida no bojo do sistema financeiro, bem como a regulamentação que se seguiria pelo CMN e Bacen, encabeçando o vetor da concorrência com parâmetro regulatório fundamental, em uma seara em que os valores ligados à solvência e liquidez das instituições sempre prevaleceram em

²⁵⁶ EMI nº 0083-A/2013 BACEN MF MC MAPA MME MDIC. Exposição de motivos Medida Provisória 615/2013, p. 2. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/Mpv/mpv615.htm Acesso em: 23 jun. 2021.

²⁵⁷ *Ibidem*.

detrimento da promoção da concorrência, outrora entendida como um fator de atração de instabilidade para o sistema, e menos de geração de eficiências, inovação e inclusão.

Nesse sentido, a Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 615/2013 conferiu estatutura legal à adoção de parâmetros competitivos na atuação e regulamentação de arranjos e instituições de pagamento, tendo o grande mérito de inserir a concorrência como um dos principais vetores para a regulação e supervisão do Banco Central, sem, contudo, afastar a competência das autoridades integrantes do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.²⁵⁸

Ilustrando o ponto observado, destacamos o seguinte trecho da Exposição de Motivos, ora em análise:

A adequação do arcabouço normativo, além de possibilitar a mitigação dos riscos, também potencializa o papel de indutor dos agentes públicos na busca de modelos que atendam aos interesses da sociedade, alinhando-os às políticas públicas existentes.

[...]

Considera-se que os arranjos de pagamentos, em especial os relacionados a pagamentos móveis, podem contribuir significativamente para o objetivo do Governo Federal de *promover a inclusão financeira da população brasileira*. O potencial inclusivo dos pagamentos móveis deve-se à elevada penetração da telefonia móvel no Brasil em todos os segmentos de renda. Ademais, a possibilidade de atuação de novos agentes neste mercado, como as próprias operadoras de telecomunicações, trará novos investimentos e *maior concorrência na provisão de serviços de pagamento* (grifos nossos).²⁵⁹

Por todo o exposto, é possível notar um ineditismo na abertura do setor de pagamentos no Brasil, notadamente em relação ao mercado de credenciadoras (mercado de adquirência) que saltou de um duopólio, antes de 2009, com a queda das exclusividades contratuais por meio da atuação do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, para uma profusão de novos entrantes, com diferentes modelos de negócio e de atividades, que serão melhor definidos no segundo capítulo desse trabalho, e que ensejaram uma regulamentação mais específica e atenta por parte dos reguladores, tamanha a importância que essas atividades tomaram na atual etapa da economia digital.

A partir dessa perspectiva, a Lei nº 12.865/2013 estabeleceu diversos princípios para que, tanto o CMN quanto o Bacen, regulamentassem os arranjos e as instituições de

²⁵⁸ GUIMARÃES, Gabriella. Concorrência no mercado de meios de pagamento: uma abordagem regulatória e concorrencial. In: COHEN, Gabriel (org.). *Direito dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 104-105.

²⁵⁹ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Medida Provisória n. 615/2013, transformada na Lei Ordinária 12.865/2013. Poder Executivo. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=577468>. Acesso em: 10 dez. 2022.

pagamento de maneira pró-competitiva, com destaque para preocupações que até então não estavam presentes na legislação financeira e de pagamentos:

Art. 7º Os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento observarão os seguintes princípios, conforme parâmetros a serem estabelecidos pelo Banco Central do Brasil, observadas as diretrizes do Conselho Monetário Nacional:

I – *interoperabilidade* ao arranjo de pagamento e entre arranjos de pagamento distintos;

II – solidez e eficiência dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento, *promoção da competição* e previsão de transferência de saldos em moeda eletrônica, quando couber, para outros arranjos ou instituições de pagamento;

III – *acesso não discriminatório aos serviços e às infraestruturas* necessários ao funcionamento dos arranjos de pagamento;

IV – atendimento às necessidades dos usuários finais, em especial *liberdade de escolha*, segurança, proteção de seus interesses econômicos, *tratamento não discriminatório, privacidade e proteção de dados pessoais*, transparência e acesso a informações claras e completas sobre as condições de prestação de serviços;

V – confiabilidade, qualidade e segurança dos serviços de pagamento; e

VI – *inclusão financeira*, observados os padrões de qualidade, segurança e transparência equivalentes em todos os arranjos de pagamento.

Parágrafo único. A regulamentação deste artigo *assegurará a capacidade de inovação e a diversidade dos modelos de negócios* das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento (grifos nossos).

É importante salientar que, as preocupações endereçadas pela legislação, em boa parte, sobrevieram dos diagnósticos traçados pelo regulador setorial e pelos órgãos de defesa da concorrência, que no caso específico do mercado de pagamentos, atuaram em consonância, colaborando não apenas para a abertura de um setor econômico, mas efetivamente para a criação de um mercado por meio de uma atuação ativa e pró-competitiva, indo além das típicas funções atribuídas à regulação econômica.²⁶⁰

Nesse sentido, o Relatório sobre a Indústria de Cartões de 2010, desenvolvido pela SDE, SEAE e Bacen, que conferiu substrato para a investigação do caso Visa/Visanet pelo CADE, culminando na assinatura de uma TCC – que implica em reconhecimento de conduta anticompetitiva, assim como no caso Mastercard/Redecard, a busca por mitigar práticas discriminatórias, promover inclusão financeira, e incentivar a competição, culminou com a promulgação da Lei nº 12.865/2013 trazendo-se também o bem-estar do consumidor para o centro do debate.²⁶¹

²⁶⁰ Os objetivos da regulação econômica, especialmente no setor financeiro e de pagamentos, serão tratados no capítulo a seguir.

²⁶¹ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Defesa da concorrência e bem-estar do consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

Nesse sentido, tem-se o princípio de liberdade de escolha do usuário final do serviço de pagamentos como princípio expresso da legislação, conferindo a prerrogativa de análise do que melhor convém ao cidadão brasileiro, que antes de 2010, sendo um varejista, tinha sua escolha cerceada pela falta de interoperabilidade entre participantes de um mesmo arranjo de pagamentos, ficando sujeito às taxas cobradas por, pelo menos, uma das credenciadoras dominantes ou mesmo as duas, e sendo um usuário desse tipo de instrumento de pagamento, se via compelido a portar cartões de duas bandeiras dominantes, caso viesse a se deparar com estabelecimentos comerciais que aceitassem apenas uma bandeira.²⁶²

Por fim, é imperioso notar que o art. 17, parágrafo único, da Lei nº 12.865/2013, determinou como escopo central da regulamentação infralegal dos arranjos e instituições de pagamento o objetivo de *assegurar a capacidade de inovação e a diversidade dos modelos de negócios*.

Dessa dicção legislativa é possível notar uma maior sofisticação de análise sobre a ação reguladora do Estado, contrariando o senso comum que atribui à regulação econômica uma peia onde estariam atados os particulares, sufocando a inovação e a criatividade, ou mesmo aquela que atribui apenas uma função passiva para a regulação econômica, convidada a agir apenas para corrigir falhas de mercado.

Como se verá, essa será uma importante sinalização para os desdobramentos que se seguiram no mercado de meios de pagamento brasileiro na década seguinte, culminando com projetos inovadores capitaneado pelo Banco Central, e com abordagens regulatórias mais sofisticadas e pró-competitivas da regulação financeira e de pagamentos.

A análise dos mitos e objetivos da regulação no setor financeiro e de pagamentos, o papel atribuído às autoridades monetárias e aos órgãos antitruste, a entrada de novos agentes econômicos nesse setor (*fintechs*), bem como a interface entre regulação setorial e política de defesa da concorrência, serão objeto de reflexão no próximo capítulo desse trabalho, mas antes será apresentada em maiores detalhes a estrutura regulatória do mercado de meios de pagamento no Brasil, seus agentes e funções, bem como a regulamentação criada pelo Bacen e CMN para normatizá-los.

²⁶² GUIMARÃES, Gabriella. Concorrência no mercado de meios de pagamento: uma abordagem regulatória e concorrencial cit.

1.4 A regulamentação do Sistema de Pagamentos Brasileiro

1.4.1 Os arranjos de pagamento

A partir da intervenção do CADE e da atuação do Banco Central e do CMN pavimentando a regulação e amparando a consolidação dos novos entrantes no mercado de meios de pagamentos, antigos agentes econômicos que já atuavam na indústria de pagamentos passaram a ter uma nova roupagem regulatória orientando suas funções na indústria.²⁶³

Assim, com a promulgação da Lei nº 12.865/2013, as antigas entidades administradoras de cartões e suas redes de agentes, com atuação no segmento de pagamentos de varejo, passaram a integrar o perímetro regulatório do Banco Central, participando formalmente o Sistema de Pagamentos Brasileiro, nas figuras dos “arranjos de pagamento” e “instituições de pagamento”.

Segundo a doutrina especializada, o art. 2º da Lei nº 10.214/2001 já teria o condão de contemplar a prestação de serviços de pagamento de varejo, dada a amplitude de sua dicção legislativa, que trata, essencialmente, de determinadas infraestruturas do mercado financeiro (sistemas de transferências de fundos, contrapartes centrais, depositários centrais de títulos de valores mobiliários etc.), excluindo-se do seu espectro normativo as entidades que atuam na prestação de serviços aos usuários finais.²⁶⁴

Contudo, a Lei nº 12.865/2013 veio a ampliar a abrangência do SPB, deixando expresso a incorporação dos arranjos e instituições de pagamento de varejo em sua sistemática:

Art. 6º Para os efeitos das normas aplicáveis aos arranjos e às instituições de pagamento que passam a integrar o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), nos termos desta Lei, considera-se:

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 (grifos nosso).

²⁶³ Para mais informações sobre a atuação anterior de tais agentes, notadamente os administradores de cartões de crédito, vide: GOMES, Fernando Mirandez Del Nero; MARTINS, Alessandra Carolina Rossi. A Súmula STJ 283: a caracterização de administradoras de cartão de crédito como instituições financeiras e o novo arcabouço regulatório de meios de pagamento cit., p. 257.

²⁶⁴ Lei nº 10.214/2001: “Art. 2º O sistema de pagamentos brasileiro de que trata esta Lei compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas”.

Logo, diferentemente da sistemática da Lei nº 10.214/2001 que se ocupa diversamente de determinadas infraestruturas do mercado financeiro, a Lei nº 12.865/2013 normatizou os arranjos e instituições de pagamento que, por sua vez, se relacionam direta ou indiretamente, com a prestação de serviços de pagamento de varejo aos usuários finais (pagadores e recebedores).

Como se depreende da norma em cotejo, o arranjo de pagamento é uma espécie de rede, de cadeia, que corresponde às regras do jogo que devem ser atendidas pelas instituições que dele fazem parte, ou venham a aderi-lo, com intuito de prestar serviços de pagamento ao público.

Os arranjos podem se referir, por exemplo, aos procedimentos utilizados para realizar compras com cartões de crédito, débito e pré-pago, em moeda nacional ou estrangeira, e os serviços de transferência e remessas de recursos financeiros também são arranjos de pagamentos.²⁶⁵

O conjunto de regras e procedimentos de determinado arranjo de pagamentos é estabelecido e administrado pelo que se chama “instituidor do arranjo de pagamento”, que será mais bem detalhado no tópico a seguir, conforme definido pelo art.6, II, da Lei nº 12.865/2013:

Art. 6º [...]

II – instituidor de arranjo de pagamento – pessoa jurídica responsável pelo arranjo de pagamento e, quando for o caso, pelo uso da marca associada ao arranjo de pagamento.

As regras do arranjo facilitam as transações financeiras que utilizam o dinheiro (moeda) eletrônico(a).²⁶⁶

Existem diferentes tipos e modalidades de arranjos de pagamentos e uma série de características que lhes atribuem propósitos diferentes (ex., fechado ou aberto,²⁶⁷ doméstico ou transfronteiriço,²⁶⁸ de compra ou de transferência,²⁶⁹ entre outros²⁷⁰).

²⁶⁵ Para mais informações, vide: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/arranjospagamento>.

²⁶⁶ O Banco Central utiliza a expressão “dinheiro eletrônico” em seu site ao falar dos arranjos de pagamento, e não a nomenclatura “moeda eletrônica”, conforme disposto na Lei nº 12.865/2013. Depreende-se, contudo, que as expressões são utilizadas como sinônimos e da mesma forma será utilizada aqui. Vide: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/arranjospagamento>.

²⁶⁷ Nos termos do Anexo I à Resolução BCB nº 150/2021: “Art. 2º [...] I – arranjo de pagamento fechado: arranjo de pagamento em que a gestão de moeda eletrônica ou, cumulativamente, a gestão de conta, a emissão e o credenciamento de instrumento de pagamento são realizados: a) por apenas uma instituição de

A mais importante dessas classificações, contudo, divide os arranjos de pagamentos em integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro e não integrantes.

É que a criação e funcionamento de determinados arranjos, a depender do seu tipo e abrangência, depende de autorização do Banco Central, conforme art. 9º, IV, da Lei nº 12.865/2013, e nos termos da regulamentação aplicável, atualmente a Resolução BCB nº 150, que revogou a Circular nº 3.682/2013.

Ademais, no tocante à participação em arranjos de pagamento, o Banco Central estabeleceu que os critérios de participação em arranjos de pagamento devem ser públicos, objetivos e não discriminatórios, compatíveis com a atividade exercida por cada participante do arranjo (proporcionais ao risco de sua atuação).

O que buscou o regulador foi justamente garantir a competitividade e o interesse público da atividade, sem, contudo, prejudicar a segurança e eficiência dos sistemas de pagamento.

Quanto às divisões estabelecidas, os arranjos de pagamento integrantes do SPB são aqueles em que o conjunto de participantes apresenta, de forma consolidada, nos últimos 12 meses, volumes iguais ou superiores a: a) R\$20.000.000.000,00 (vinte bilhões de reais) de

pagamento ou instituição financeira, cuja pessoa jurídica é a mesma do instituidor do arranjo; b) por instituição de pagamento ou instituição financeira controladora do instituidor do arranjo ou por este controlada; ou c) por instituição de pagamento ou por instituição financeira que possuir o mesmo controlador do instituidor do arranjo; II – arranjo de pagamento aberto: 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” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 150, de 6 de outubro de 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=150>. Acesso em: 2 dez. 2022).

²⁶⁸ “Art. 10. Quanto à abrangência territorial, um arranjo pode ser classificado como:

I – doméstico, quando o instrumento de pagamento disciplinado pelo arranjo só puder ser emitido e utilizado em território nacional; ou II – transfronteiriço, quando o instrumento de pagamento disciplinado pelo arranjo for emitido em território nacional para ser utilizado em outros países ou for emitido fora do território nacional para ser utilizado no País” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 150 cit.).

²⁶⁹ “Art. 8º Quanto ao seu propósito, um arranjo pode ser classificado como de:

I – compra, quando o serviço de pagamento disciplinado pelo arranjo sempre estiver vinculado à liquidação de determinada obrigação pelo usuário pagador perante o usuário recebedor; ou II – transferência, quando o serviço de pagamento disciplinado pelo arranjo não necessariamente estiver vinculado à liquidação de determinada obrigação” (Ibidem).

²⁷⁰ “Art. 9º Quanto ao relacionamento dos usuários finais com a instituição participante, um arranjo pode ser classificado como de: I – conta de pagamento pré-paga; II – conta de pagamento pós-paga; III – conta de depósito; ou IV – relacionamento eventual, quando o serviço de pagamento puder ser realizado a partir de ou para cliente que não possua, na instituição que lhe presta o serviço de pagamento, conta que seja movimentável por meio de instrumento de pagamento disciplinado pelo arranjo” (Ibidem).

valor total das transações; ou b) R\$ 100.000.000 (cem milhões) de transações, ou que não estão enquadrados nas demais hipóteses da Resolução BCB nº 150/2021.²⁷¹

O art. 2º Resolução BCB nº 150/2021 dispõe de forma detalhada sobre os requisitos dos arranjos de pagamento que não se enquadram como integrantes do SPB e suas limitações:²⁷²

Art. 2º Não integram o SPB os arranjos de pagamento (arranjos):

I – de propósito limitado, quando os instrumentos de pagamento forem:

- a) aceitos apenas na rede de estabelecimentos de uma mesma sociedade empresária, quando não emitido por ela, ou nas redes de lojas de sociedades integrantes do mesmo grupo empresarial, independentemente do emissor;
- b) aceitos apenas em rede de estabelecimentos de distribuição e comercialização de produtos ou serviços que apresentem claramente a mesma identidade visual entre si, sob o regime de franquia empresarial ou por meio de acordo de uso da marca;
- c) destinados exclusivamente para o pagamento de serviços públicos prestados diretamente pelo poder público ou sob regime jurídico de outorga, concessão, permissão ou autorização; ou
- d) emitidos e aceitos exclusivamente no âmbito de um arranjo fechado, nos termos do inciso I do art. 2º do Anexo I a esta Resolução, e que sejam destinados exclusivamente para o pagamento:

1. de um tipo de produto ou serviço específico;
2. de um conjunto restrito de produtos; ou
3. de serviços destinados a atender uma determinada atividade econômica ou a mercados especializados;

II – em que o conjunto de participantes apresentar, de forma consolidada e acumulada nos últimos 12 (doze) meses, volumes inferiores a:

- a) R\$20.000.000.000,00 (vinte bilhões de reais) de valor total das transações; e
- b) 100.000.000 (cem milhões) de transações;

III – em que o instrumento de pagamento for oferecido no âmbito de programa destinado a conceder benefícios a pessoas naturais em função de relações de

²⁷¹ Os instituidores de arranjos de pagamento integrantes do SPB devem solicitar autorização de funcionamento em até 90 dias, após o arranjo de pagamento superar os limites estabelecidos pela regulamentação. As informações e os documentos que compõem o pedido de autorização de arranjos de pagamento integrantes do SPB devem ser apresentados em atendimento ao disposto nos arts. 16 a 20 do Anexo I à Resolução BCB nº 150/2021, e em conformidade com os modelos e as orientações descritas na Instrução Normativa BCB nº 181/2021.

²⁷² “Art. 2º [...] § 1º O arranjo de pagamento não integrante do SPB com base nos critérios estabelecidos no inciso II do caput passa a integrar o SPB caso o seu instituidor seja responsável por outro arranjo de pagamento integrante do SPB.

§ 2º O instituidor de arranjo de pagamento não integrante do SPB com base no inciso II do caput deve acompanhar a evolução dos limites indicados e, ao verificar a superação de qualquer desses limites por algum dos arranjos por ele instituído, deve, ressalvados os casos de dispensa previstos no art. 21 do Anexo I a esta Resolução, apresentar pedido de autorização de todos os arranjos por ele instituídos que não estejam enquadrados nos incisos I ou III do caput, no prazo de 90 (noventa) dias, contados a partir da data de superação.

§ 3º Ressalvados os casos de dispensa previstos no art. 21 do Anexo I a esta Resolução, a instituição de novos arranjos de pagamento não enquadrados nos incisos I e III do caput por instituidor responsável por arranjo que já integra o SPB deve ser precedida de autorização nos termos da regulação vigente.

§ 4º Enquadram-se na alínea ‘d’ do inciso I do caput unicamente os arranjos de pagamento cujo modelo de negócios conste da Relação de Modelos de Negócios de Arranjos de Pagamentos de Propósito Limitado, presente no Anexo II a esta Resolução” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 150 cit.).

trabalho, de prestação de serviços ou similares, instituído por lei ou por ato do Poder Executivo federal, estadual ou municipal.

Ademais, no tocante aos arranjos não integrantes do SPB, o Banco Central pacificou algumas ambiguidades jurídicas que eram suscitadas no mercado quanto aos arranjos de propósito limitado e, com intuito de dirimir tais controvérsias e evitar que arranjos de pagamento não integrantes do SPB viessem a ser submetidos à sua apreciação, inundando a autoridade com análises desnecessárias, estabeleceu o Anexo II à Resolução BCB nº 150/2021 elencando uma relação de modelos de negócios, aplicáveis ao caso:

Tabela 1 – Anexo II à Resolução BCB nº 150, de 6 de outubro de 2021
Relação de modelos de negócios de arranjos de pagamentos de propósito limitado

| Descrição | Tipo de conta de pagamento | Propósito | Abrangência territorial |
|---|----------------------------|-----------|-------------------------------|
| Programas de benefícios a pessoas físicas em função de relações de trabalho, de prestação de serviços ou similares, não regulados por lei ou por ato do Poder Executivo federal, estadual ou municipal e destinados para o pagamento de produtos ou serviços específicos, não podendo, nesses casos, o arranjo abranger mais de um tipo de produto ou de serviço cumulativamente. | Pré-paga ou pós-paga | Compra | Doméstica |
| Pagamento de despesas relacionadas à gestão de frotas de veículos (serviços de manutenção e/ou abastecimento) | Pré-paga ou pós-paga | Compra | Doméstica |
| Pagamentos relacionados à comercialização de bens ou serviços produzidos e fornecidos em formato digital, cuja utilização ou consumo se restrinja a um ou mais dispositivos eletrônicos e que não incluam a utilização ou o consumo de bens ou serviços físicos | Pré-paga ou pós-paga | Compra | Doméstica ou transfronteiriça |
| Pagamento automático de pedágios e/ou de estacionamento | Pré-paga ou pós-paga | Compra | Doméstica |

Fonte: Resolução BCB nº 150/2021.

Com efeito, é importante ressaltar que a regulamentação infralegal que se seguiu à Lei nº 12.865/2013 trouxe maior segurança jurídica a uma série de modelos de negócio que atuavam à margem da supervisão dos órgãos reguladores, e que geravam certo risco para a dinâmica dos pagamentos de varejo no país, sobretudo com o surgimento de plataformas

digitais de pagamentos, que de maneira inovadora passaram a ofertar tais serviços ao público sem passar pela supervisão da autoridade monetária.

Além disso, preocupou-se o legislador em endereçar as falhas de mercado existentes no setor de pagamentos até 2010, consagrando a importância da interoperabilidade entre arranjos de pagamento distintos e dentro do próprio arranjo entre as instituições participantes (art. 7º, I).

Nesse tocante, amparado pelo art. 9º, § 2º, da Lei nº 12.865/2013, o Banco Central também consagrou, por meio da regulamentação infralegal (Resolução nº 150/2021), que o processo de autorização para a instituição de um arranjo de pagamento avaliar o equilíbrio das relações entre o instituidor do arranjo e os seus participantes, e entre os participantes do arranjo, relacionado ao acesso não discriminatório e à proporcionalidade dos requisitos de participação, direitos, deveres e responsabilidades (art. 16, § 1º, II).

Assim, permitiu que a concorrência florescesse, dispondo também que as regras e os procedimentos que disciplinam a interoperabilidade entre os participantes do arranjo devem atribuir iguais direitos e deveres a todos os participantes que prestam uma mesma atividade no âmbito do arranjo, sem previsão de qualquer forma de discriminação de participantes (art. 39, II).²⁷³

O fenômeno de uso crescente de tecnologia aplicada ao setor financeiro e de pagamentos será objeto de maior aprofundamento no segundo capítulo do presente trabalho, bastando assinalar aqui que a regulamentação que se seguiu à promulgação da Lei nº 12.865/2013, notadamente para os arranjos e instituições de pagamento de varejo, em muito, foi uma tentativa do regulador de conter os riscos advindos dos novos entrantes, mas de uma forma que também não aniquilasse as eficiências trazidas pelas inovações.

Nesse sentido, insta salientar que a autorização de funcionamento para algumas modalidades de arranjos de pagamento foi apenas um dos processos que compõem o sistema de vigilância do regulador no tocante ao Sistema de Pagamentos Brasileiro. Outros tantos foram erigidos com intuito de conter potenciais riscos e serão objeto de maior detalhamento no terceiro capítulo desse trabalho.

²⁷³ Além disso, as rotinas e procedimentos de gerenciamento de riscos, claramente documentados, formalizados e previamente aprovados pelos órgãos diretivos do instituidor de acordo com suas políticas e estratégias estabelecidas devem ser objetivas, não discriminatórias, compatíveis com as atividades desempenhadas pelo participante e proporcionais ao risco a que cada participante incorre e representa na prestação do serviço de pagamento previsto no arranjo (art. 33, § 1º, III, da Resolução nº 150/2021 cit.).

Assim, independentemente da necessidade de concessão de autorização, o Banco Central continuou vigiando, por meio de supervisão indireta, uma série de arranjos de pagamentos não integrantes do SPB, observando o volume de sua abrangência, e até solicitando informações das instituições integrantes de tais arranjos quando entende necessário, a fim de garantir a segurança, eficiência e solidez dos sistemas de pagamento de varejo no país.²⁷⁴⁻²⁷⁵

1.4.2 As instituições de pagamento

Em linhas gerais, as instituições de pagamento (IP) são instituições não financeiras integrantes de arranjos de pagamento, que ofertam serviços de pagamento (ou serviços a ele relacionados) a usuários finais.

De maneira mais detalhada, a Lei nº 12.865/2013 conceituou as instituições de pagamento com algumas atividades que lhes são próprias, em rol exemplificativo, vedando-lhes o exercício de atividade privativa de instituições financeiras:²⁷⁶

Art. 6º [...]

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 de serviço de pagamento, designadas pelo Banco Central do Brasil.

²⁷⁴ “§ 5º O Banco Central do Brasil, respeitadas as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, poderá requisitar informações a instituidores de arranjo de pagamento e a instituições de pagamento para poder verificar o volume, a abrangência e a natureza dos seus negócios, exclusivamente com o objetivo de avaliar sua capacidade de oferecer o risco de que trata o § 4º deste artigo.”

²⁷⁵ A Lei nº 12.865/2013 assegura ao Banco Central a possibilidade de avaliação técnica, a seu critério, sobre a possibilidade de determinando arranjo de pagamentos integrar ou não o SPB. De fato, o art. 6º, § 4º, determina que, não são alcançados pela referida lei, os arranjos e as instituições de pagamento em que o volume, a abrangência e a natureza dos negócios, a serem definidos pelo Banco Central do Brasil, conforme parâmetros estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional, não forem capazes de oferecer risco ao normal funcionamento das transações de pagamentos de varejo.

²⁷⁶ “§ 2º É vedada às instituições de pagamento a realização de atividades privativas de instituições financeiras, sem prejuízo do desempenho das atividades previstas no inciso III do *caput*.”

É importante notar que a Lei nº 12.865/2013 não limita as modalidades de IPs que poderão ser criadas, permitindo ao Banco Central fazer uso da competência que lhe é atribuída pelo art. 9º, e criar novas modalidades de instituições de pagamento.²⁷⁷

Assim como os arranjos de pagamento, as instituições de pagamento também precisam de autorização de funcionamento do Banco Central (art. 9º, V, da Lei nº 12.865/2013) para exercerem suas atividades e, a depender da modalidade exercida – conforme segmentação estabelecida pela regulamentação infralegal, devem também atender a outros requisitos específicos previstos pelo regulador, bem como pelo regulamento dos arranjos de pagamento.

Atualmente, as Resoluções BCB nº 80 e 81 compilaram e atualizaram os regramentos anteriores, notadamente as Circulares 3.682/2013 e 3.683/2013 e suas modificações subsequentes, e estabeleceram as modalidades de instituições de pagamento existentes, além dos trâmites necessários ao processo de autorização e requisitos de funcionamento.

No Brasil, no momento, são quatro modalidades de instituições de pagamento:

(i) *emissor de moeda eletrônica*: instituição de pagamento que 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 previamente aportada nessa conta, converte tais recursos em moeda física ou escritural, ou vice-versa, podendo habilitar a aceitação da moeda eletrônica com a liquidação em conta de pagamento por ela gerenciada;

(ii) *emissor de instrumento de pagamento pós-pago*: instituição de pagamento que gerencia conta de pagamento de usuário final pagador, do tipo pós-paga, e disponibiliza transação de pagamento com base nessa conta;

(iii) *credenciador*: instituição de pagamento que, sem gerenciar conta de pagamento:

- 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; e

²⁷⁷ LIMA, Marcelo Padua. Instituições de pagamento – Regime jurídico e desafios (Payment Institutions – Legal Regime and Challenges). In: COHEN, Gabriel (org.). *Direitos dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 163.

(iv) iniciador de transação de pagamento: instituição de pagamento que presta serviço de iniciação de transação de pagamento:

- a. sem gerenciar conta de pagamento; e
- b. sem deter em momento algum os fundos transferidos na prestação do serviço.

Atualmente, a sistemática para o pedido de autorização de funcionamento como instituição de pagamento, criado pelo Banco Central, determina que as modalidades “emissor de moeda eletrônica” e “iniciador de transação de pagamento”, peçam autorização previamente ao regulador, antes do início de suas atividades.²⁷⁸

No tocante às modalidades “emissor de instrumento pós-pago” e “credenciador” deverão solicitar autorização para funcionamento quando alcançar movimentação financeira superior a R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) em alguma dessas modalidades.

Essa nova sistemática entrou em vigência com a Resolução BCB n. 80, de 25 de março de 2021.

Anteriormente, vigorava a dinâmica instituída em 26 de março 2018 pela Circular nº 3.885/2018, onde todas as instituições de pagamento só precisavam pedir autorização de funcionamento quando atingiam determinada volumetria de transações ou de recursos mantidos em conta.

Essa sistemática de proporcionalidade do ônus regulatório colaborou, indubitavelmente, para o crescimento de diversos modelos de negócio de plataformas de

²⁷⁸ De acordo com o art. 10 da Resolução BCB nº 80, o emissor de moeda eletrônica que houver iniciado a prestação desse serviço antes de 1º de março de 2021 e que ainda não estiver autorizado a funcionar pelo Banco Central do Brasil (porque ainda não atingiu a volumetria necessária) deverá solicitar autorização para funcionar:

“I – se alcançar, até 31 de dezembro de 2021, movimentações financeiras superiores a pelo menos um dos seguintes valores: a) R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) em transações de pagamento; ou b) R\$50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) em recursos mantidos em conta de pagamento pré-paga;

II – se alcançar, entre 1º de janeiro de 2022 e 31 de dezembro de 2022, movimentações financeiras superiores a pelo menos um dos seguintes valores: a) R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) em transações de pagamento; ou b) R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais) em recursos mantidos em conta de pagamento pré-paga; e

III – até 31 de março de 2023, se não alcançar as movimentações financeiras previstas nos incisos I e II até 31 de dezembro de 2022” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 80, de 25 de janeiro de 2022. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadVoto.asp?arquivo=/Votos/BCB/202215/Voto_do_BC_15_2022.pdf. Acesso em: 2 dez. 2022).

pagamento, dada a flexibilização, ainda que temporária, da necessidade de pedido de autorização de funcionamento ao regulador.²⁷⁹

Essa abordagem, por sua vez, foi estabelecida pela Circular nº 3.885/2018, porque o Banco Central notou que alguns arranjos de pagamento, notadamente aqueles que ofertavam soluções de pagamento para o comércio eletrônico (em sites e aplicativos), não alcançavam os limites operacionais estabelecidos pela regulamentação à época para serem arranjos integrantes do SPB.²⁸⁰

Por serem arranjos fechados, em que a pessoa jurídica do instituidor do arranjo de pagamento é a mesma da instituição de pagamento, tais intuições de pagamento, em geral emissoras de moeda eletrônica, acabavam não sujeitas à autorização do regulador, uma vez que os referidos arranjos não integravam o SPB (não alcançavam os limites operacionais requeridos), pois atuavam principalmente por meio da interoperabilidade com arranjos abertos, e não atingiam a volumetria que ensejava o pedido de autorização regulatória.²⁸¹

A forma mais comum dessa interoperabilidade se dá com a utilização de cartão de crédito tradicional para o pagamento/ingresso de recursos no arranjo de comércio eletrônico.

Com efeito, quando o usuário final realiza seu pagamento no comércio eletrônico utilizando um cartão de crédito tradicional, em geral, o ingresso de recursos no arranjo de pagamento do comércio eletrônico não é considerado como uma transação desse arranjo, visto que foi autorizado e cursado com base em regras do arranjo do cartão de crédito, por meio da

²⁷⁹ De acordo com a sistemática anterior, a Circular nº 3885/2018, as instituições de pagamento só precisavam pedir autorização de funcionamento ao Banco Central quando os valores financeiros de suas transações fossem superiores a pelo menos um dos seguintes parâmetros: (i) 500 milhões em transações de pagamento; ou (ii) 50 milhões em recursos mantidos em conta. Segundo o art. 6 e parágrafos seguintes da referida circular, a apuração do valor para todas as modalidades de instituições de pagamento deveria ser feito considerando o somatório dos valores correspondentes às transações de pagamento executadas (para emissores de moeda eletrônica) ou autorizadas nos últimos doze meses (para emissores de instrumentos pós-pago), ou o somatório dos valores correspondentes às transações de pagamento das quais participa do processo de liquidação como credor perante o emissor, nos últimos doze meses, para os credenciadores.

²⁸⁰ Nos termos da Exposição de Motivos da Circular nº 3.682/2013: “As regras que disciplinam os arranjos de pagamento, notadamente as constantes da Circular nº 3.682, de 4 de novembro de 2013, preveem que os arranjos de pagamento integrantes do SPB são os que superam os seguintes limites: R\$500 milhões, de valor total de transações; e 25 milhões, em quantidade de transações.”

²⁸¹ Nos termos da regulamentação aplicável à época, em seu art. 2, I, do Regulamento Anexo à Circular nº 3.682/2013: “I – arranjo de pagamento fechado: arranjo de pagamento em que a gestão de moeda eletrônica ou, cumulativamente, a gestão de conta, a emissão e o credenciamento de instrumento de pagamento são realizados por apenas uma instituição de pagamento, cuja pessoa jurídica é a mesma da do instituidor do arranjo”. Embora a regulamentação não traga a definição explícita de arranjo aberto, subtende-se por analogia, que compreendem arranjos onde o instituidor (bandeira) não se confunde com as instituições de pagamento que dele fazem parte. Em geral, são arranjos maiores, com instituidores conhecidos e critérios de participação públicos, como Visa e Mastercard.

interoperabilidade entre arranjos. Assim, a transação de pagamento é considerada como uma transação do arranjo de cartão de crédito, e não do arranjo *on line*, para efeito de apuração dos limites operacionais.

Da mesma forma, ainda sob o ponto de vista do arranjo voltado ao comércio eletrônico, quando o usuário final opta por transferir os recursos de sua conta de pagamento para outra conta em uma instituição financeira ou em outra instituição de pagamento, a movimentação de recursos ocorre por meio dos arranjos de transferência, como a TED, de acordo com as regras desse arranjo, e não são considerados como transações do arranjo de comércio eletrônico e, conseqüentemente, também essa transação de pagamento é considerada como uma transação do arranjo de transferência para efeito da apuração dos limites.

Ao notar que os instituidores dos arranjos/instituições de pagamento que atuavam no comércio eletrônico, em geral sob arranjos fechados, estavam passando ao largo do perímetro regulatório, haja vista que operavam valores relevantes em transações de pagamento sob o guarda-chuva de um arranjo que não fazia parte do SPB (por não atingir a volumetria exigida), o Banco Central entendeu necessário estabelecer limites operacionais próprios para as instituições de pagamento, para efeitos de autorização, sem correlação com os limites dos arranjos de pagamento.

Assim, atingida determinada volumetria, as instituições de pagamento estariam sujeitas à autorização e, conseqüentemente, à regulamentação e supervisão do regulador, ainda que atuando dentro de arranjos não integrantes do SPB.

Foi assim que, paulatinamente, o Banco Central foi puxando para o seu perímetro regulatório tanto os arranjos de pagamento, como as instituições de pagamento que, à época, atingissem os volumes operacionais requeridos pela norma infralegal, ficando sujeitas à autorização e supervisão da autoridade monetária, mas deixando espaço para uma série de novos entrantes atuarem sem necessidade prévia de licença.²⁸²

A regulamentação atual prevê, contudo, que essa abordagem assimétrica da regulação – onde apenas há necessidade de autorização e supervisão das instituições quando atingida determinada volumetria que possa gerar risco ao normal funcionamento dos pagamentos de

²⁸² O art. 6º da Circular nº 3.885/2018 previa que: “Art. 6º A autorização para funcionar deve ser solicitada por instituição de pagamento que apresente valores financeiros superiores a pelo menos um dos seguintes parâmetros: I – R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) em transações de pagamento; ou II – R\$50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) em recursos mantidos em conta de pagamento pré-paga”.

varejo, só se aplica hoje as credenciadoras e emissores de instrumento pós-pago, e deixará de se aplicar paulatinamente às IPs emissoras de moeda eletrônica já atuantes no mercado.

Assim, para as emissoras de moeda eletrônica constituídas antes de 1º de março de 2021, há um volume escalonado, paulatinamente regressivo, para que ingressem dentro do perímetro regulatórios e peçam autorização de funcionamento ao Banco Central, quando atingido os limites estabelecidos. Aquelas constituídas após essa data já estão sujeitas ao pedido de licença prévia de funcionamento, assim como os iniciadores de transação de pagamento.

Caso não atinjam esses limites dentro do cronograma estabelecido, todas essas modalidades de instituição de pagamento, emissoras de moeda eletrônica, deverão solicitar autorização de funcionamento a Banco Central apenas em 2029, independente de não terem alcançado as movimentações financeiras previstas pela regulamentação infralegal.

A partir daí, o Banco Central encerrará um ciclo de abordagem regulatória proporcional aos riscos oferecidos para as instituições de pagamento que, pelo menos desde 2013, atuam fora do perímetro regulatório da autoridade supervisora e do CMN, mas já inseridos dentro de suas competências normativas por força da Lei nº 12.865/2013.

Nesse tocante, vale ressaltar que essa abordagem assimétrica da norma, condicionada ao atingimento de volumes operacionais, encontra respaldo não apenas na atuação de outros reguladores financeiros no mundo, como também na própria legislação brasileira de pagamentos.

O legislador consignou expressamente no § 1º do art. 9º da Lei nº 12865/2013, a faculdade do Banco Central disciplinar as hipóteses de dispensa de autorização para a criação e funcionamento de (i) arranjos de pagamento; (ii) instituições de pagamento, e seus atos de reorganização societária, bem como a (iii) posse e exercício de cargos em órgãos de instituições de pagamento (objetos dos os incisos IV, V e VI do caput).

Esse artigo afigura-se como de importância vital para regulamentação das instituições de pagamento, uma vez que conferiu supedâneo legal para o Banco Central erigir regramentos proporcionais ao risco oferecido por tais instituições, diferentemente do que se aplica às

instituições financeiras, tendo em vista que as atividades que estas últimas oferecem, notadamente em relação às operações de crédito, é sobremaneira maior.²⁸³

Com efeito, diversos novos modelos de negócio que haviam surgido antes da Lei nº 12.865/2013, bem como aqueles que sobrevieram após sua promulgação, foram diretamente impactados pela abordagem normativa trazida pelo regulador na regulamentação infralegal, que privilegiou um olhar pró-competitivo da regulação e permitiu uma carga regulatória menor para as instituições de pagamento emergentes em relação às demais espécies regulatórias, sopesando o risco sistêmico oferecido aos sistemas de pagamento *vis-à-vis* a eficiência gerada pelas inovações surgidas nas últimas duas décadas no mercado de pagamentos.

Nesse sentido, só após um decurso razoável de tempo, que permitiu o surgimento de novos entrantes e o amadurecimento do mercado, passou a exigir autorização prévia de funcionamento para as instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica (em março de 2021), bem como fixou um cronograma com volumes regressivos para que as mesmas emissoras de moeda eletrônica, já em funcionamento, solicitassem autorização de funcionamento ao regulador, sem lhes gerar ônus regulatórios abruptos adicionais.

Nesse tocante, é importante ressaltar que as IPs emissoras de moeda eletrônica são, essencialmente, as plataformas digitais ofertantes de contas de pagamento, também conhecidas com *e-wallet* ou carteiras digitais, que representam a maior parte das empresas de meios de pagamento no mercado e que serão objeto de análise mais detalhada no segundo capítulo do presente trabalho.

Isso porque, as emissoras de moeda eletrônica possuem uma atuação mais ampla que as demais IPs, tendo em vista que viabilizam condições para o aporte e resgate de moeda eletrônica nas contas pré-pagas por elas gerenciadas.

Dessa forma, possuem relacionamento com usuários finais pagadores e usuários finais recebedores, operando nas duas pontas da transação de pagamento.²⁸⁴

²⁸³ Nos termos da art. 6º, IV, da Lei nº 12.865/2013: “IV – conta de pagamento – conta de registro detida em nome de usuário final de serviços de pagamento utilizada para a execução de transações de pagamento”.

Por fim, considerando que o emissor de moeda eletrônica é a única modalidade de instituição de pagamento que capta recursos junto ao público, ao aprimorar a sua regulamentação, o Banco Central não apenas aumentou a segurança de seu funcionamento, como o fez de modo a contribuir para o aumento da concorrência no segmento de pagamentos de varejo, ainda que para isso tenha permitido a sua atuação fora do perímetro regulatório de supervisão da autoridade, ao longo de determinado intervalo de tempo.

1.5 Conclusões parciais do Capítulo 1

O tráfego eficiente e seguro do dinheiro nos sistemas de pagamento e de liquidação têm fundamental importância para o sistema financeiro e econômico das sociedades, bem como para a manutenção ótima da estabilidade financeira, na medida em que se constituem nos principais canais de transmissão de eventuais choques sistêmicos.

Essa é a razão pela qual o gerenciamento dos riscos no âmbito desses sistemas tem ocupado a agenda de discussão dos bancos centrais e dos principais organismos financeiros internacionais, principalmente a partir do início dos anos 90.²⁸⁵

A emergência de novos fenômenos monetários, como a moeda eletrônica e as moedas virtuais, contudo, passaram a tensionar a atuação dos reguladores e os objetivos perseguidos pela regulação financeira no mercado de meios de pagamentos, uma vez que as inovações trazidas por novos modelos de negócio, capitaneados por plataformas digitais, trouxe competição ao setor financeiro, com ganhos evidentes de bem-estar do consumidor, mas também levantou hipóteses de possíveis novos riscos ao sistema.

Em 2002, a reforma do sistema de pagamentos, com a implantação do STR por parte do Banco Central, foi o pontapé inicial para aperfeiçoamentos legais e regulamentares efetuados, inicialmente pela Lei nº 10.214/2001, com a institucionalização do Sistema de

²⁸⁴ LIMA, Marcelo Padua. Instituições de pagamento – Regime jurídico e desafios (Payment Institutions – Legal Regime and Challenges) cit., p. 161.

²⁸⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira cit., p. 64.

Pagamentos Brasileiro, e um olhar mais atento das autoridades em torno do mercado de meios de pagamentos.

Entre 2005 e 2009, o olhar atento dos reguladores financeiros sobre o mercado de pagamentos contribuiu também para importantes relatórios sobre a indústria, que viriam a subsidiar a atuação dos órgãos de defesa da concorrência no setor, e encerrar em 2010 o regime de duopólio existente entre bandeiras e credenciadoras até então a partir da intervenção da autoridade antitruste brasileira.

Em 2013, a nova Lei de Pagamentos Brasileira foi promulgada, Lei nº 12.865/2013, endereçando algumas das ineficiências identificadas anteriormente pelos relatórios das autoridades sobre o setor, e puxando para o Banco Central e CMN a competência para regular os chamados arranjos e instituições de pagamento.

De 2013 para cá, um número relevante de regulamentações permitiu o florescimento do mercado, tendo a concorrência como o vetor principal da regulação.

Essa abordagem pró-competitiva da regulação se mostrou inédita, haja vista que atrair competição para o setor financeiro sempre foi considerado um fator de atração de instabilidade, mas ela não exclui vozes dissonantes e potenciais riscos ao sistema financeiro.

Apesar do amparo regulatório ao surgimento de novos modelos de negócio, com uma agenda específica e diversos instrumentos de ação capitaneados pelo Banco Central, de acordo com estudos da autoridade antitruste brasileira, o mercado de meios de pagamento segue verticalizado e entrelaçado junto às instituições bancárias no país, como se verá no segundo capítulo desse trabalho, assim como sujeito a uma série de riscos operacionais, de liquidez, de crédito e de segurança cibernética, que precisam ser endereçados pela regulação financeira, de acordo com os reguladores setoriais e organismos internacionais.

Como se verá no próximo capítulo, a emergência de novos modelos de negócio baseados em plataformas para o uso de moedas eletrônicas e digitais, contudo, vêm desafiando a paisagem regulatória financeira e ensejando novos debates em relação aos seus objetivos, bem como aos objetivos da atuação dos reguladores e da política antitruste.

Essas inovações têm ligação direta com as transformações trazidas pelo *big data* e pela revolução das tecnologias da informação aplicadas ao setor financeiro, que fizeram surgir novos prestadores de serviços financeiros marcados pela lógica dos mercados digitais.²⁸⁶

No que tange às soluções de pagamento, a combinação de alta adesão social com a inovação disruptiva, causada por novos agentes financeiros, está possibilitando a formação de um novo ecossistema de negócios financeiros digitais, impactando a indústria como um todo.²⁸⁷

Nesse ambiente de tanta ebulição transformativa, esses novos provedores de soluções de pagamento estão exigindo, cada vez mais, novos padrões regulatórios de funcionamento e levantando também novos tipos de risco, desafiando os reguladores financeiros em torno de dilemas tradicionais entre risco sistêmico e estabilidade financeira, como se verá posteriormente nesse trabalho.²⁸⁸

O próximo capítulo, portanto, buscará entender os objetivos da regulação financeira no tocante aos sistemas de pagamento, e o papel das autoridades de defesa da concorrência no mercado de meios de pagamento, a fim de se entender como é possível saltar de um mercado já menos oligopolizado do que outrora, como no Brasil, mas ainda bastante verticalizado e sujeito a riscos próprios, a partir de atuação regulatória pró-concorrência por parte das diferentes autoridades e seus diferentes objetivos.²⁸⁹

Para isso, será também investigado o *boom* das inovações financeiras das últimas duas décadas, identificadas, conjuntamente, pela tipologia não jurídica “*fintech*”, que não apenas vêm transformando o ecossistema contemporâneo de pagamentos, encentando novos usos da

²⁸⁶ Essas estruturas surgiram na década de 2000 como consequência das capacidades da Web 2.0 que possibilitaram uma conectividade mais fácil entre usuários por meio de plataformas. A adoção dessa nova conectividade tem sido rápida e tem produzido mudanças no comportamento do consumidor. Vide: FINTECH: *The Impact on Consumers and Regulatory Responses*. Julapa Jagtania, Kose Johnb. A Federal Reserve Bank of Philadelphia. New York University Stern School of Business.

²⁸⁷ DE REUVER, M., VERSCHUUR, E., NIKAYIN, F., CERPA, N. *et al.* *Collective Action for Mobile Payment Platforms: A Case Study on Collaboration Issues Between Banks and Telecom Operators*, *Electronic Commerce Research and Applications* 14(5): 331-344, 2015.

²⁸⁸ HADDAD, Christian, and Lars Hornuf. *The emergence of the global fintech market: Economic and technological determinants*. 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2830124. Acesso em: 14 mar. 2019.

²⁸⁹ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 52; CONSTÂNCIO, Vitor. *The future of finance and the outlook for regulation*. In remarks at the Financial Regulatory Outlook Conference, Rome, 2017. v. 9.

moeda eletrônica e criando moedas digitais privadas, mas também alterando decisivamente a paisagem dos sistemas financeiros e monetários internacionais.²⁹⁰

²⁹⁰ Para mais informações, vide: HENDRY, Scott; ZHU, Yu. *A framework for analyzing monetary policy in an economy with E-money*. 2017. Disponível em: https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=mmmspr2017&paper_id=104. Acesso em 22 nov. 2019; BORDO, Michael D.; LEVIN, Andrew T. Central bank digital currency and the future of monetary policy. Technical report. National Bureau of Economic Research, 2017; ARVIDSSON, Niklas. The future of cash. *In The Rise and Development of FinTech*, 2018, 107-120; ROUTLEDGE. *FinTech and the future of financial services: What are the research gaps?* Anil S. Kavuri and Alistair Milne.

2 REGULAÇÃO E CONCORRÊNCIA NO MERCADO BRASILEIRO DE MEIOS DE PAGAMENTOS

2.1 As justificativas para a regulação econômica

A palavra *regulação* em sentido amplo encerra um conceito polissêmico: de um lado, diz-se do funcionamento *regular* de algo como seu modo usual, de praxe, em conformidade com as regras; de outro, diz-se do próprio ato de induzir – regular o seu uso, ou de preservar suas características.

No âmbito jurídico, essa polissemia, acaba ensejando também uma polifonia, ou seja, quando se fala em regulação, a depender de quem fala, pode-se estar dizendo coisas absolutamente distintas.

No presente trabalho, optaremos por usar a palavra *regulação* de modo mais amplo e como conceito nômade,²⁹¹ que passa a ser usado pelo Direito e pela Economia, nos Estados Unidos da América, ainda no século XIX, e mais recentemente – na década de 1990, pelo Direito Continental Europeu como substituto à expressão “intervenção pública na economia”.²⁹²

Segundo a doutrina consagrada, a regulação econômica, propriamente dita, tem duas origens históricas: como dito, primeiramente nos EUA, em 1890, e na União Europeia na década de 1990. Deste modo, um século intermedeia diferentes contextos e objetivos para a nascente teoria da regulação.

Nos Estados Unidos, a regulação nasce por demanda de movimentos sociais, com intuito de se opor ao abuso do poder econômico privado e, durante as últimas décadas até os dias atuais, se assentou na ideia de correção de falhas de mercado e eficiência alocativa, ainda que essa perspectiva esteja sendo cada vez mais questionada.

Na Europa, em contrapartida, a regulação atendeu aos desafios dos monopólios naturais,²⁹³ por meio de empresas estatais, e no final do século XX erigiu seu próprio modelo

²⁹¹ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica*. Barueri-SP: Manole, 2018. p. 3.

²⁹² *Ibidem*, p. 3.

²⁹³ Segundo Calixto Salomão, os monopólios naturais caracterizam-se por estruturas monopolistas constitutivas em função dos altos custos fixos de determinado mercado, e não em função da ação dos agentes econômicos direcionados à sua constituição. Se por um lado, tais atividades tendem ao monopólio, como no mercado de

regulatório para um objetivo maior: a privatização de vários setores e o desejo de construção de condições equitativas de competição em busca de um mercado europeu plenamente unificado, que daria surgimento à União Europeia.²⁹⁴

No sistema brasileiro jamais houve tentativa de formulação de uma teoria geral da regulação. Segundo Calixto Salomão, a explicação para isso seria simples:

Trata-se da tradicional concepção do Estado como agente de duas funções diametralmente opostas: a ingerência direta na vida econômica e a mera fiscalização de particulares. A prestação de serviços públicos, de um lado, e a vigilância do mercado, através do poder de polícia, de outro, sempre representaram para os administrativistas a totalidade das funções que o Estado poderia exercer. Em um mundo de dicotomia entre a esfera privada e a esfera estatal, não havia por que descrever da precisão de tal análise.²⁹⁵

Segundo o autor, essa visão dicotômica seria insuficiente e não teria estimulado uma manifestação doutrinária ou uma preocupação prática com a regulação, o que seria um erro, dado que uma *teoria da regulação*, quando bem aplicada, poderia contribuir muito para um Estado que se pretende organizador das relações sociais e econômicas, reconhecendo-se como insuficiente o mero exercício passivo de poder de polícia sobre os mercados, tampouco inviável a completa prestação pública de todos os serviços que uma sociedade demanda.²⁹⁶

Ademais, para Calixto Salomão, seria um equívoco não se debruçar sobre essas questões, uma vez que a teoria econômica da regulação, de origem marcadamente norte-americana, teve e tem uma influência significativa no modelo brasileiro de organização dos setores regulados, como é o caso do setor financeiro.

No âmbito econômico, a discussão a respeito da adequação de estratégias político-regulatórias à realidade dinâmica e complexa dos mercados, sempre teve como cerne a mesma questão: é possível definir a existência de um tamanho ideal de Estado para a economia?

infraestrutura, e são consideradas essenciais às demais atividades econômicas, por outro a Constituição Federal de 1988 resguarda a livre-iniciativa e a livre concorrência como princípios fundantes da nossa Ordem Econômica. Com efeito, para os fins de regular um mercado de monopólio natural, a CF/1988 determina três formas de controle: (i), o exercício da atividade pelo Estado em regime de monopólio; (ii) o exercício pela iniciativa privada com regulamentação direta pelo Estado, inclusive no tocante às tarifas e preços; e ainda o (iii) controle da entrada dos agentes no mercado através das licitações realizadas pelo Estado, a fim de que verificar quem pode prestar os melhores serviços aos melhores preços. Para mais informações, vide: SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial*: as estruturas. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 200.

²⁹⁴ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 73.

²⁹⁵ SALOMÃO, Calixto. *Teoria crítico-estruturalista do direito comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 201.

²⁹⁶ *Ibidem*.

Ao longo dos últimos séculos, diversas formulações teóricas foram desenvolvidas e serviram de substrato para construção histórico-regulatória de políticas públicas praticadas pelos Estados em diferentes setores.

Nesse sentido, em linhas gerais, o modelo de Estado mínimo, cujas bases teóricas remetem ao final do século XVIII e início do século XIX, sob os auspícios do liberalismo clássico, visava basicamente contestar o que se via como desperdício de recursos sociais, causados pelos privilégios e monopólios econômicos oficiais.²⁹⁷

Posteriormente, os modelos de Estado intervencionista e regulador, concebidos entre o final do século XIX e início do século XX, revelaram um maior protagonismo estatal na tentativa de efetivação de variados direitos sociais, em função, sobretudo, dos processos políticos de inclusão social ocorridos no mesmo século.²⁹⁸

Em suma, o processo histórico retrata modelos econômicos de Estado cujo grau de intervenção variaram ao longo do tempo e ao sabor dos contextos sociais.

Não obstante a divergência a respeito do grau adequado de atuação do Estado na economia – em função da adesão a diferentes correntes teóricas –, é possível afirmar, com razoável grau de previsibilidade, que não há uma resposta concreta quanto ao tamanho ideal de intervenção do Estado no domínio econômico, embora seja possível e recomendável traçar objetivos e justificativas para a regulação econômica, que variam a depender do contexto político, social e econômico, do tempo histórico, dos valores, do território e da sociedade em que se vive.²⁹⁹

O fato é que, como assinala Eros Grau, a intervenção do Estado na vida econômica é um redutor de riscos, tanto para os indivíduos, quanto para as empresas, e se assim é, essa intervenção não deve ser entendida como uma limitação ou um desvio imposto aos próprios objetivos das empresas, mas antes como uma garantia de segurança maior na prossecução dos fins últimos da acumulação capitalista.³⁰⁰

Indo além nesse ponto, Eros Grau vaticina que, embora a estatização e o intervencionismo estatal no domínio econômico possam, aqui ou ali, contrariar os interesses

²⁹⁷ ERLING, Marlos Lopes. *Regulação do Sistema Financeiro Nacional: desafios e propostas de aprimoramento institucional*. São Paulo, Almedina, 2015. p. 256.

²⁹⁸ *Ibidem*, p. 257.

²⁹⁹ *Ibidem*.

³⁰⁰ GRAU, Eros. *A ordem econômica na constituição de 1988*. 13. ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 33.

de um ou outro capitalista, serão sempre adequados e coerentes com os interesses do capitalismo.³⁰¹

Com efeito, para o autor, é necessário que o Estado se empenhe na defesa do capitalismo contra os capitalistas.³⁰²

Seguindo essa linha de raciocínio, seria infrutífero e estéril traçar um valor único para a regulação econômica, embora seja essencial ter clareza quanto aos seus propósitos específicos, a depender do setor e do recorte de política econômica que determinado Estado deseja imprimir a determinado mercado, a fim de que sejam mais bem verificados seus resultados e eficiência.

Segundo Ruy Camillo, a fixação do objetivo regulatório é questão política, mas a adequação dos instrumentos para seu atingimento é de índole técnico-jurídica, não podendo resvalar para o voluntarismo, embora os objetivos regulatórios suscitem significativas divergências valorativas e teóricas na doutrina.³⁰³

Para a maior parte dos autores que influenciaram o debate norte-americano nos últimos quarenta anos, marcados pelo pensamento neoclássico, o objetivo principal da regulação seria o incremento da eficiência alocativa e a correção de falhas de mercado, em detrimento de políticas públicas redistributivas, que visam minorar desigualdades.

Outros autores, como Cass Sunstein, sugerem justificativas de ordem ética, valores materiais de preservação das gerações futuras e questionam a própria definição de eficiência alocativa.³⁰⁴

O que se sustenta no presente trabalho é que a própria existência positivada de uma ordem econômica constitucional no Brasil, com valores e princípios predefinidos, transpõe essa dicotomia tão marcante nos debates regulatórios estrangeiros.³⁰⁵

³⁰¹ Nesse sentido, o autor continua: “Daí por que interessa ao capitalismo uma Constituição ‘progressista’. Justamente no ser ‘progressista’ é que a Constituição formal não apenas ensinará a manutenção da ‘ordem capitalista’, mas conferirá operacionalidade plena ao poder detido pelas classes dominantes. Uso o vocábulo ‘progressista’ aqui para qualificar movimentos – e a Constituição deve ser vista como um dinamismo – que, embora neguem e se oponham a uma perspectiva revolucionária, de ruptura político-social, supõem algum avanço e evolução, no sentido de prover alterações na organização de um sistema dado, sem, contudo, ferir a essência do sistema” (GRAU, Eros. *A ordem econômica na constituição de 1988* cit., p. 42).

³⁰² Ibidem, p. 56.

³⁰³ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 12.

³⁰⁴ SUNSTEIN, Cass. *Free markets and social justice*. New York: Oxford University, 1997.

³⁰⁵ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 12.

Destarte, os próprios pensadores brasileiros do Direito Econômico apontam a importância de uma interpretação teleológica de seu corpo normativo, que conforma a interpretação do Direito como um todo.

Sendo assim, além de ramo de estudo, que reflete sobre as normas e princípios de conteúdo econômico insculpidas em nosso ordenamento jurídico, o Direito Econômico também seria um método de análise crítica, que o transforma não em *direito de síntese*, mas em *sincretismo metodológico* a instrumentalizar a política econômica do Estado.³⁰⁶

Propugna-se, portanto, que a fonte constitucional que imprime legitimação geral à atividade regulatório-econômica do Estado, o art. 174 da Constituição Federal de 1988 (CF/1988), combinado com o art. 84, que trata da regulação administrativa em sentido estrito, deve ser interpretada à luz do demais dispositivos da ordem econômica e financeira, sobretudo aqueles contidos no art. 170, mas também os demais objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil, contidos no art. 3º da CF/1988.³⁰⁷

Dito de outra forma, a soberania nacional, a propriedade privada, a função social da propriedade, a livre concorrência, a defesa do consumidor e do meio ambiente, a busca do pleno emprego, o tratamento favorecido a empresas de pequeno porte, e por fim, a redução das desigualdades regionais e sociais, já estão postos como faróis a que a regulação econômica estatal deve se mirar quando do desenho de suas instituições e instrumentos de intervenção.³⁰⁸

De maneira complementar, Floriano Marques assevera que, à luz do art. 170, a regulação estatal não pode ser exclusivamente econômica, pois os objetivos e princípios da ordem econômica predicam que o Estado, ao exercer a regulação, deve perseguir a

³⁰⁶ Nesse sentido, vide: COMPARATO, Fabio Konder. O indispensável direito econômico. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 11, nº 923, p. 37-52, set. 2012; GRAU, Eros. *O direito posto e pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 2014.

³⁰⁷ “Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:

I – construir uma sociedade livre, justa e solidária;

II – garantir o desenvolvimento nacional;

III – erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais;

IV – promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação” (BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm. Acesso em: 16 abr. 2021).

³⁰⁸ No âmbito das atividades econômicas de titularidade do Estado, a ação reguladora estatal também encontra supedâneo na própria circunstância de ser o ente público o prestador do serviço, o que lhe confere um poder ainda mais amplo de limitar a atuação dos particulares nos respectivos setores (FARACO, Alexandre Ditzel. *Regulação e direito concorrencial: as telecomunicações*. São Paulo: Livraria Paulista, 2003. p. 144).

combinação entre a garantia das condições de exploração da atividade econômica e a implementação dos objetivos de ordem pública.³⁰⁹

Isso faz com que, no exercício da regulação a seu cargo, o Estado tenha de combinar o equilíbrio sistêmico, com a promoção de políticas públicas.

A regulação estatal, portanto, não pode ser meramente reativa ou ordenadora, ao contrário, deverá ter um caráter proativo e planejador, porém pautado por vetores de equilíbrio, ponderação e responsabilidade.³¹⁰

A regulação estatal, é sabido, é uma forma de intervenção do Estado em face da Ordem Econômica. É uma das modalidades de intervenção, não sendo a única, nem a mais intensa. Porém, contemporaneamente, talvez seja a mais importante justamente por ser a mais apta a permitir a ação do Estado em face de um sistema econômico, crescentemente, autônomo e mutante, como dito.³¹¹

A regulação estatal poderá recair sobre atividade que a lei ou a Constituição estabeleçam como atribuição estatal (os serviços públicos próprios e impróprios, as atividades de interesse geral) ou sobre atividades econômicas em sentido estrito, exclusivamente privadas.³¹²

A regulação estatal pode se organizar em torno de serviços públicos (como se verifica no setor de telecomunicações ou energia elétrica), sobre o uso de bens públicos escassos ou relevantes (caso da indústria do petróleo ou nos recursos hídricos), sobre atividades que envolvam risco sistêmico (como no setor financeiro e de pagamentos, que nos interessa especialmente aqui) ou ainda sobre atividades de interesse geral (como a saúde suplementar ou a vigilância sanitária).

Para Fabio Konder Comparatto, na execução de sua política econômica, o Estado pode agir unilateralmente, exercendo suas prerrogativas de *imperium*, como por exemplo, disciplinando a emissão, o valor e a circulação do papel-moeda nacional, o crédito e o sistema

³⁰⁹ AZEVEDO MARQUES, Floriano. Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea. *Revista de Direito Público da Economia*, v. 9, p. 79-94, jan./mar. 2011.

³¹⁰ Ibidem.

³¹¹ Ibidem.

³¹² “No primeiro caso, a regulação é obrigatória, haja ou não delegação de sua prestação à iniciativa privada. No segundo, a regulação será cabente na medida em que é necessária ao atingimento dos princípios constitucionais que, deixados à cura exclusiva da iniciativa privada, não seriam alcançados” (Ibidem).

bancário e de pagamentos, ou entrar em colaboração com os agentes privados da economia, em uma posição de relativa igualdade.

A título de exemplificação mais recente no setor de pagamentos, podemos citar a criação do Pix, onde o Banco Central desempenha um papel híbrido entre regulador, operador dos serviços e catalisador dos arranjos de pagamentos rápidos (*fast payments*), em muitos casos cumprindo essas funções de forma simultânea.³¹³

No Brasil, para alguns autores, o discurso da regulação se tornou uma tentativa de reconstrução do debate em torno dos serviços públicos e sua prestação.

Partindo daí, as chamadas “teorias da regulação” surgidas com as privatizações das empresas públicas, na década de 90, e a desregulamentação de atividades diversas, abriu-se uma disputa argumentativa quanto ao papel do Estado em sua relação com as atividades econômicas, e os reais atributos de sua função regulatória.³¹⁴

Nesse contexto, a atividade regulatória oferece uma alternativa às soluções estritamente liberais (que apontam para a supressão de qualquer perspectiva de controle ou pretensão ordenadora da economia) e para a incapacidade dos sistemas jurídico e político darem conta das necessidades e complexidades de um sistema econômico crescentemente autônomo e interconectado.³¹⁵

³¹³ Alguns dos desafios centrais para a construção desses sistemas é coordenar esforços para que o acesso aos “trilhos” de pagamentos rápidos aconteça em formato aberto, com soluções interoperáveis que previnam a captura dos efeitos de rede. As autoridades regulatórias têm, portanto, uma importante missão em balizar os padrões técnicos e de negócio dessa infraestrutura, os quais serão comuns aos participantes. Ademais, o regulador deve garantir parâmetros claros da governança sobre como esses padrões são definidos. Para mais informações, vide: FERREIRA, Alexandre. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais cit., p. 2; ROSENBAUM, Aaron; BAUGHMAN, Garth; MANUSZAK, Mark; STEWART, Kylie; HAYASHI, Fumiko; STAVINS, Joanna. *Faster Payments: Market Structure and Policy Considerations*. Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper n. RWP 17-14, 2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3080452; CPMI (Committee on Payments and Market Infrastructures). *Fast payments – Enhancing the speed and availability of retail payments*. Bank for International Settlements, 2016. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d154.pdf>. A

³¹⁴ Vale ressaltar que a atuação do Estado como agente produtor não implica, necessariamente, em uma atuação reguladora sobre o mercado. É evidente que, com base no poder que lhe confere o art. 174 da CF/1988, o Estado poderá regular o respectivo setor em que também atua, em regime de concorrência com particulares, mas isso não será feito simplesmente pela entrada do poder público no mercado – por meio da criação de uma empresa estatal, por exemplo, mas sim com a edição de regulamentações específicas. Para uma visão mais completa da regulação estatal, vide, entre outros: BINENBOJM, Gustavo; CYRINO, André; VORONOFF, Alice; KOATZ, Rafael L. F. *Direito da regulação econômica: teoria e prática*. Belo Horizonte: Fórum, 2020.

³¹⁵ AZEVEDO MARQUES, Floriano. Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea cit., p. 79-94.

Segundo Yazbek, a regulação financeira, contudo, tende a ficar de fora desse debate, uma vez que ao se tratar da regulação das atividades bancárias, securitárias e de mercados de capitais, estaria se tratando de campos tipicamente explorados por agentes privados que, desde sempre, foram objeto de regulamentação de controle do Estado.³¹⁶

Nessa linha, segundo a classificação de Eros Grau, o setor financeiro comporta uma “atividade econômica em sentido estrito”, no qual o Estado não tende a atuar diretamente, mas sobre o qual ele pode intervir, o que eventualmente geraria menos discussões em torno de sua competência regulamentar, em que pese sua atuação direta por meio dos bancos públicos.³¹⁷

Para Floriano Marques, o principal critério para balizar essa reflexão e eventual posição seria o interesse dos envolvidos.

Dessa forma, a regulação estatal se justificaria quando: (i) houver significativas externalidades; (ii) houver hipossuficiências não protegidas de maneira plena pelos mecanismos de regulação transversal; ou (iii) houver objetivos públicos para o setor, previstos em políticas públicas explícitas.³¹⁸

Obviamente, todas essas alternativas se aplicam aos mercados financeiros e de pagamentos.

Com efeito, a atividade regulatória se mostra mais adequada a responder os desafios complexos da economia contemporânea, sobretudo considerando os mercados eletrônicos e digitais de pagamento, uma vez que: (i) permite a adequação aos níveis de especialização exigidos para cada setor da economia; (ii) enseja mais dinamismo e agilidade na função normativa, permitindo uma resposta do sistema regulatório mais ágil do que a resposta possível no âmbito do ordenamento estatal (legislativo); (iii) favorece uma maior integração entre os sistemas, uma vez que o engate entre eles não se dá pelo vértice de cada sistema e,

³¹⁶ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 183.

³¹⁷ É possível que o Estado intervenha por mecanismos de participação no setor financeiro, atuando em concorrência com os demais agentes econômicos (não como prestador de serviço público, e sim em pé de igualdade), como no caso dos bancos públicos, a exemplo do Banco do Brasil, BNDES, e Caixa Econômica Federal.

³¹⁸ “Já a autorregulação se justifica quando: i) os interesses envolvidos forem predominantemente privados; ii) as relações econômicas envolvidas não forem essencialmente desiguais; iii) não houver barreiras de entrada significativas; iv) a regulação estatal puder comprometer outros princípios inerentes à atividade regulada (como ocorre no caso da liberdade de expressão e de imprensa no âmbito do controle de conteúdo da mídia)” (AZEVEDO MARQUES, Floriano. *Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea cit.*, p. 79-94).

sim, pela articulação no ambiente do próprio subsistema regulado (onde interagem os atores econômicos, sociais, estatais e os distintos interesses de cada qual); (iv) favorece as mediações técnicas àquelas de matiz exclusivamente política, sem deixar de reconhecer naquelas um forte conteúdo de arbitragem de interesses.³¹⁹

Assim, o fenômeno regulatório favorece e desenvolve os chamados ordenamentos setoriais.³²⁰

Tais ordenamentos não têm a pretensão de substituir o ordenamento estatal, inclusive porque não têm a aspiração de ser um ordenamento global e são ordenamentos assumidamente parciais.

Articulam-se com o ordenamento jurídico e no seu âmbito se inserem. O diferencial é que não o fazem a partir dos critérios hierárquicos e de unicidade. Não desafiam a supremacia da Constituição. Porém, relacionam-se com ela a partir de pautas hermenêuticas distintas daquelas eventualmente estruturantes de outro ordenamento setorial.³²¹

Nessa toada, a ação regulatória do Estado sobre os agentes privados do setor financeiro e de pagamentos se dá, predominantemente, “por direção”, por meio do estabelecimento de mecanismos e normas de comportamento compulsórias que vinculam todos aqueles que atuam no setor, ou “por indução”, criando incentivos regulatórios que buscam direcionar as atividades dos agentes econômicos de diferentes formas, o que inclui mecanismos premiaiais.

Em relação à aplicação do arcabouço jurídico de defesa da concorrência sobre os setores regulados, em regra geral, o direito antitruste se aplica aos setores regulados ao lado dos respectivos regimes regulatórios.³²²

Dessa forma, no que tange à promoção e/ou proteção da competitividade de determinado mercado regulado aberto à concorrência, a regulação econômica setorial e a

³¹⁹ AZEVEDO MARQUES, Floriano. *Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea* cit., p. 79-94.

³²⁰ *Ibidem*.

³²¹ “Além disso, tenho defendido ser também atividade regulatória aquela que o Estado desenvolve não sobre setores específicos, mas sobre sistemas de defesa de interesses difusos ou hiposuficiências, como ocorre com o Sistema Brasileiro de Defesa do Consumidor ou o Sistema Nacional de Defesa da Concorrência. Neste caso, estamos diante de uma regulação estatal não de cunho setorial (atínente a um setor ou segmento da economia), mas de caráter transversal, pois que perpassa toda a economia a partir da defesa de um dado interesse específico, em torno do qual se constrói um sistema de mecanismos e valores protetivos” (*Ibidem*).

³²² SALOMÃO, Calixto. *Teoria crítico-estruturalista do direito comercial* cit. p. 118.

política antitruste perseguiriam o mesmo objetivo de maneira complementar, mas em posições diferentes: sempre que possível, a regulação recuará, para que avançasse a livre concorrência, menos intrusiva e interventiva, em benefício da própria competição, que poderia vir a ser prejudicada por um excesso de regulação, nos termos da visão neoclássica.³²³

Analisando, especificamente, o papel da autoridade antitruste brasileira em relação aos espaços concorrenciais inseridos em setores regulados, alguns estudiosos identificam duas vertentes: (i) atuação sobre a própria delimitação dos espaços concorrenciais (i.e., promoção da competição em setores onde ela inexistente); e (ii) proteção dos espaços concorrenciais já abertos pela regulação (i.e., prevenção e repressão a infrações contra a ordem econômica nos espaços competitivos dos mercados regulados).³²⁴

As duas vertentes se aplicam ao mercado de meios de pagamento onde, inicialmente, a intervenção do CADE permitiu o fim de uma era de exclusividade contratual que reduzia em um mercado duplizado, de fato, abrindo espaço para a concorrência, e posteriormente, por meio da regulação pró-competitiva capitaneada pelo Banco Central, protegendo esse espaço e incentivando o florescimento da competitividade no setor.

Nessa linha, pode-se identificar na doutrina pelo menos quatro modelos de encaixe entre regulação econômica e antitruste: (a) aquele que pressupõe a mútua exclusão entre os sistemas, em que a regulação impõe limites ao antitruste para compatibilizá-lo com a busca de outros fins sociais, com exclusão de atuação em determinados setores ou isenção de atuação para determinadas condutas; (b) relação de natureza sequencial, onde o modelo monopolista regulado se transforma em um regime concorrencial; (c) caráter complementar, com dois regimes diferentes, mas necessários; ou (d) a regulação tem natureza essencialmente constitutiva do mercado na passagem da atividade monopolística para o regime de concorrência.³²⁵

³²³ KAHN, Alfred E. *The economics of regulation*. Principles and institutions. Hardcover, 1991. p. 111.

³²⁴ “Argumenta-se que nas situações em que a abertura desses espaços não foi determinada expressamente pelo legislador, o CADE vem aplicando o direito antitruste de forma mais cautelosa, apreciando a compatibilidade da política regulatória frente ao direito antitruste, mas, como resultado, apenas requerendo ou solicitando às autoridades regulatórias providências para o cumprimento da lei concorrencial. Já nos espaços concorrenciais abertos expressamente pela lei e pela regulamentação, ou quando reconhecida a sujeição do setor às regras concorrenciais, o CADE tem exercido plenamente sua competência de adjudicação da concorrência, em uma clara liderança em relação aos órgãos reguladores” (Vide: PEREIRA NETO, Caio Mario; PRADO FILHO, José Inácio. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 12, nº 1, p. 24/33, jan.-abr. 2016).

³²⁵ VALENTINI, Stelio. *Diritto e istituzioni dela regolazione*. Milano: Giuffrè, 2005. p. 70-71.

Nesse sentido, no que tange ao mercado de meios de pagamento, nos parece que tanto a regulação econômica setorial, quanto a concorrencial, se apresentam como regimes complementares, com escopos diversos, mas igualmente necessários e requeridos.

Interface de natureza muitas vezes delicada, sobretudo se também couber ao regulador setorial zelar pela concorrência no seu *locus* de atuação, é possível verificar pelo menos dois tipos de choques entre a regulação setorial e o antitruste:

- (i) Eventual conflito de competências entre a autoridade regulatória e a autoridade antitruste. O regulador setorial pode deter tamanho poder sobre o setor, a ponto de suprimir a atuação dos órgãos de defesa da concorrência, direta ou indiretamente, ou mesmo possuir atribuições expressas de aplicar as normas concorrenciais em sua área de competência;³²⁶ ou
- (ii) A regulação pode implicar isenção das normas antitruste. No entanto, segundo a doutrina especializada, a imunidade constitucional só seria invocável no caso de setor sujeito a planejamento impositivo, na forma do art. 175 da CF/1988.³²⁷

A partir da natureza das características apontadas para essa relação imbrincada, bem como os possíveis choques que podem se apresentar, depreendem-se algumas concepções que são tradicionalmente apontadas como caracterizadoras da atuação de ambos os regimes, regulatório e concorrencial, marcados por contornos ideológicos, embora se pensem aparentemente neutros, quanto aos limites de cada um.³²⁸

Em primeiro lugar, a regulação agiria sempre *ex ante*, enquanto o direito da concorrência agiria *ex post*, exceto no controle de atos de concentração.

Em segundo lugar, a função do regulador seria zelar pelo equilíbrio e estabilidade dos mercados, enquanto o foco das autoridades antitruste seriam as estruturas e condutas anticompetitivas, o que levaria a um monitoramento constante por parte do regulador setorial, ao passo que as autoridades antitruste teria uma atuação mais episódica, restrita a casos concretos. Um exemplo disso é que o regulador fixa os critérios, e muitas vezes, até o preço

³²⁶ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 354.

³²⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica* (princípios e fundamentos jurídicos). São Paulo: Malheiros, 2001. p. 134-135.

³²⁸ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 354.

dos bens e serviços no mercado regulado, enquanto a autoridade antitruste só se atenta a preços quando derivados de condutas anticompetitivas.³²⁹

Além desses pontos, a doutrina assinala que os reguladores teriam informações mais completas sobre o mercado regulado, em detrimento dos órgãos antitruste, que possuem uma análise transversal a todos os setores da economia.

As autoridades antitruste tenderiam a resistir em impor remédios comportamentais em sua análise de atos de concentração econômica, salvo quando necessários para mitigar alguma nuance anticompetitiva, enquanto os reguladores determinam em detalhes a atuação dos entes regulados, o que parece muito claro considerando o mercado financeiro e de pagamentos.³³⁰

Por fim, a visão dominante é que “a regulação é mais dirigista do que o direito concorrencial”, vista como medida transitória a ser substituída pela dinâmica do mercado competitivo, em que as leis antitruste, verdadeiras indutoras de mercados mais eficientes, sequer poderiam favorecer entrantes ou participantes com menor poder de mercado, diferente do papel de fomento e estímulos que caberia à regulação.

Essa última constatação seria especialmente relevante, considerando o mercado de meios de pagamento brasileiro, haja vista que foi justamente uma abordagem pró-competitiva da regulação que possibilitou o surgimento de novos entrantes e um ônus regulatório assimétrico, proporcional ao risco oferecido por esses novos modelos de negócio.

Embora a generalização se preste a fins didáticos, é possível notar que nem todas essas distinções são estanques ou se aplicam integralmente aos regimes, regulatório e concorrencial, em função da dinâmica dos diferentes mercados.

O próprio setor de pagamentos brasileiro é um exemplo de como a articulação dinâmica entre antitruste e regulação foi, e tem sido, benéfica para a estruturação de um mercado mais competitivo, com novos entrantes e diferentes modelos de negócio.

Nas palavras de Calixto Salomão Filho, o setor financeiro pode ser caracterizado como um dos setores de acesso e permanência controlada.³³¹

³²⁹ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 354.

³³⁰ *Ibidem*.

³³¹ SALOMÃO, Calixto. Regulação e antitruste: fronteiras e formas de interação no setor financeiro. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga da; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. (coord.). *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002. p. 129-147.

É um setor extremamente regulado, onde o Estado – para garantir a higidez e integridade econômica dos agentes e instituições que nele atuam, estabelece condições de entrada e de continuidade no mercado.

Destarte, a regulação do sistema financeiro, em específico a regulação sistêmica e prudencial, visa garantir a solidez e estabilidade do SFN e, sobretudo, do sistema bancário nacional, como se verá mais detalhadamente nesse capítulo.

Com efeito, trata-se de uma regulação que, historicamente, não pontuava de maneira enfática o valor da concorrência como farol, até pouquíssimo tempo atrás, até porque esse valor era visto como uma força atrativa de instabilidade para o sistema financeiro.

O que se tem notado com o amadurecimento do debate, nos últimos anos, é que a conciliação entre regulação prudencial e política de defesa da concorrência não é apenas possível, como também desejável. Essa é a hipótese que se pretende demonstrar com a presente pesquisa, à luz do processo regulatório erigido na última década para o mercado de meios de pagamento.

Entender a promoção da concorrência como mais um fator disciplinador da conduta dos agentes econômicos no mercado financeiro e de pagamentos, torna a política concorrencial complementar à regulação prudencial no setor financeiro, e não sua antagonista, uma vez que não se trata de uma relação estática, tampouco de alternativas dicotômicas ou excludentes, como se pretende demonstrar ao longo desse trabalho e, em especial, no terceiro capítulo da pesquisa.³³²

Outrossim, a regulação e concorrência não se contrapõem – ou não deveriam se contrapor –, configurando-se como um *continuum*, em um processo de ordenação do mercado, uma espécie de *concorrência regulada e socialmente orientada*.³³³

Essa assunção é especialmente importante considerando os efeitos perversos dos choques sistêmicos sobre o sistema financeiro, dada a crescente desregulação dos mercados desde o final da década de 1980, como se verá ao se discorrer sobre os objetivos da regulação financeira.

³³² PARDO, José Esteve. El encuadre de la regulación de la economía en el derecho público. In: MUÑOZ MACHADO, Santiago; PARDO, José Esteve (Dirs.). *Fundamentos e instituciones de la regulación*. Iustel, 2009. p. 452.

³³³ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 355.

A regulação econômica tem caráter permanente e inafastável, sobretudo em função da crescente preocupação com a prevenção de riscos e crises, e, portanto, possui natureza fundamentalmente constitutiva de mercado.³³⁴

É o que se reconhece aqui, com a promulgação da Lei nº 12.865/2013 estabelecendo um regime legal para os arranjos e instituições de pagamento do varejo, que antes não estavam sob tutela do CMN e do Bacen, por serem instituições não financeiras, e em virtude de todas as regulamentações infralegais que se seguiram conformando o mercado.

Dessa forma, deve-se superar a ideia de que exista um casamento incômodo entre regulação e concorrência,³³⁵ de maneira que a função das autoridades regulatórias e antitruste seja exercida de modo coordenado e harmonioso, haja vista que as normas de defesa da concorrência complementam a regulação setorial e não devem ser contraditórias entre si, em que pesem as diferentes razões para os eventuais temores quanto a um setor financeiro muito pulverizado e competitivo.³³⁶

Nessa toada, a regulação também pode ser entendida como a atuação governamental direcionada de modo a atingir diretamente a prática de atores privados, de forma a alinhá-las ao interesse público de uma determinada agenda.³³⁷

Trata-se do meio pelo qual o estado busca incidir sobre os efeitos e externalidades das atividades da iniciativa privada sobre a distribuição de renda e riqueza.³³⁸

A regulação também é associada a um conjunto de comandos e incentivos específicos que buscam restringir determinados comportamentos e prevenir atividades não desejadas. Ademais, a ação regulatória pode ser um fator determinante a viabilizar ou facilitar uma

³³⁴ CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica* cit., p. 355. Para mais informações, vide: VALENTINI, Stelio. *Diritto e istituzioni dela regolazione* cit., p. 70-71; GUARINI, Cosimo Pietro. *Contributo allo studio dela regolazione "independente" del mercato*. Bari: Cacucci, 2005. p. 121.

³³⁵ KAHN, Alfred E. *Whom the god would destroy or how not to deregulate*. American Enterprise Institute, 2001. p. 2.

³³⁶ Essas questões serão mais bem detalhadas e exploradas no terceiro capítulo desse trabalho.

³³⁷ CHANG, Ha-Joon. The Economics and Politics of Regulation. *Cambridge Journal of Economics*, n. 21, p. 703-728, 1997.

³³⁸ PARKER, D.; KIRKPATRICK, C. Economic regulation in developing countries: a framework for critical analysis. In: COOK, P.; KIRKPATRICK, C.; MINOGUE, M.; PARKER, D. (Eds.). *Leading Issues in Competition, Regulation and Development*. The CRC Series on Competition, Regulation and Development, 2004. p. 92-113.

determinada atividade, ao organizar o uso de um bem comum cujo acesso poderia ser restringido por determinadas forças de mercado.³³⁹

Com efeito, o exemplo argumentativo da visão que ora se encabeça, é o processo regulatório de abertura do mercado de pagamentos, em 2010, por meio da atuação do CADE, assim como a reestruturação do Sistema Pagamentos de Brasileiro, por meio da Lei nº 12.865/2013, estabelecendo a competência do CMN e do Banco Central para regular o mercado de meios de pagamento, que culminou com a mudança na dinâmica de funcionamento do mercado.

2.2 Os objetivos da regulação financeira e suas principais divisões: regulação prudencial e regulação sistêmica

O setor financeiro, notadamente o nicho bancário, é considerado especial em comparação com os demais ramos de atividade econômica e recebe, por isso, tratamento diferenciado do ponto de vista regulatório, concorrencial e falimentar.

A doutrina aponta que isso acontece, em boa parte, por conta da natureza específica da atividade da bancária, o que diferencia as instituições financeiras das demais sociedades empresariais, especialmente, por conta de suas três funções típicas: a intermediação financeira, a criação de moeda, e a compensação de pagamentos.³⁴⁰

Como visto, a intermediação financeira se dá pela mediação que as instituições bancárias fazem ao captar recursos de agentes superavitários e emprestá-los a outros agentes, deficitários.

Dessa forma, as contínuas e sucessivas operações, captando recursos da poupança popular e concedendo-os em formato de crédito, impulsiona ou financia a atividade econômica de outras empresas, ao passo que as instituições financeiras também recebem tais recursos de volta e os emprestam novamente, provocando a multiplicação e circulação da moeda.

O regime de reserva fracionada mantém em estoque apenas uma parte dos depósitos recebidos, nos termos da regulamentação aplicável, repassando o restante a terceiros como

³³⁹ BALDWIN, R., & Cave, M. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. Oxford: Oxford University Press, 1999. p. 2.

³⁴⁰ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 33.

empréstimos, o que já evidencia a correlação direta entre as duas primeiras funções típicas da atividade bancária (intermediação financeira e criação de moeda).

Por derradeiro, os bancos também servem de esteio para os sistemas de pagamento, participando de suas compensações e liquidação junto aos diversos intermediários do sistema financeiro e de pagamentos, de modo que o aumento de liquidez de uma instituição financeira se faz via sistemas de pagamentos, pela diluição da liquidez de outra instituição, através de mecanismos que sustentam toda a rede de pagamentos na sociedade.³⁴¹

A interconexão, o volume e a velocidade, de minutos ou segundos, com que as operações financeiras ocorrem na atualidade, trazem ainda mais complexidade para o mercado de meios pagamentos contemporâneo, tornando a regulação financeira vital para o bom funcionamento das economias de mercado.

Como consequência das funções mencionadas anteriormente, as instituições financeiras estão adstritas a uma série de imposições regulatórias, ciosas, quanto à natureza de capital muito própria dessas empresas, sobretudo das instituições bancárias, caracterizadas, pela alta alavancagem.³⁴²

Segundo Jonathan Macey e Maureen O'Hara, a estrutura de capital dos bancos é o que mais os diferencia das outras espécies de sociedades empresárias, uma vez que eles tendem a ter muito pouco capital próprio em comparação com as demais empresas, financiando-se primordialmente em dívidas, que são largamente compostas de depósitos à vista e cujos recursos devem estar sempre disponíveis aos depositantes (gerando um descasamento entre passivos e ativos de maturidade mais longa da instituição).³⁴³

Além dessa estrutura de capital diferenciada, as instituições financeiras bancárias geralmente se caracterizam por uma alta opacidade de ativos quando comparadas a outras espécies de organizações empresariais.³⁴⁴

Com efeito,

³⁴¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira cit.

³⁴² SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005; WALD, Arnaldo. A evolução do conceito de instituição financeira. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 8, nº 28, p. 211-229, abr.-jul. 2005.

³⁴³ MACEY, Jonathan; O'HARA, Maureen. The corporate governance problems of banks: a proposal. *The Banking Law Journal*, v. 120, n. 4, p. 97, abr. 2003.

³⁴⁴ ROQUE, Pamela. *A governança corporativa interna de instituições bancárias: o estímulo propiciado pela crise financeira mundial de 2008*. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2017.

é muito mais difícil avaliar um portfólio de ativos financeiros e de empréstimos bancários, do que uma fábrica ou maquinários, assim como é muito mais difícil para agentes externos avaliarem a qualidade dos empréstimos – que depende da capacidade de tomar crédito de cada mutuário, e prever a taxa de inadimplência em que será incorrida.³⁴⁵

A doutrina especializada aponta, ainda, que além da opacidade dos ativos, a complexidade em se entender os produtos bancários, e sua dinâmica, impactam até mesmo a elaboração de demonstrações financeiras auditáveis no setor, o que também colabora para uma menor transparência sobre o mercado e gera significativas assimetrias informacionais.³⁴⁶

Tendo em vista toda essa peculiar composição de riscos, tudo isso seria ainda agravado pelo entrelaçamento existente junto a outras instituições financeiras, já que os bancos conduzem boa parte dos seus negócios com elas.

Soma-se a isso, a multiplicidade de partes interessadas no setor financeiro – acionistas das empresas, credores, reguladores, instituições não bancárias, e outros *stakeholders*, com apetites a risco conflitantes, evidenciando os imensos desafios de supervisão e monitoramento do sistema, que conta muitas vezes com tantas partes com interesses divergentes.³⁴⁷

Logo, se as instituições financeiras já correm os riscos corporativos comumente enfrentados por quaisquer outras empresas, se adensam aqui a alta alavancagem, a impossibilidade de honrar de uma única vez a entrega do produto que gerenciam – o saque de todos os depósitos à vista, as dificuldades de se analisar as boas ou más condições de uma organização financeira, e o imperativo que essas instituições têm de operar, sobretudo, com base na reputação e confiança (o que também pode ser um fator para a obscuridade de algumas avaliações).

Logo, tudo leva a crer que os bancos são mesmo atores específicos nas economias contemporâneas, embora a força argumentativa da atividade bancária ter natureza especial não seja uma unanimidade na doutrina.

Para Benston e Kaufman, por exemplo, a quebra de um banco não seria tão importante assim quanto a quebra de qualquer empresa, dessa forma, intervenções governamentais para

³⁴⁵ “Acresce-se a essa opacidade e complexidade o fato de que os bancos, como Ross Lavine aponta, podem alterar a composição de risco de seus ativos mais rapidamente, bem como esconder problemas alongando empréstimos a clientes que não conseguiriam honrar as obrigações originais” (Ibidem, p. 62-63).

³⁴⁶ ROQUE, Pamela. *A governança corporativa interna de instituições bancárias: o estímulo propiciado pela crise financeira mundial de 2008* cit.

³⁴⁷ Ibidem.

salvá-los tenderiam a gerar mais problemas sociais e choques sistêmicos, do que os prevenir.³⁴⁸

Embora haja essa controvérsia, e a possibilidade de risco moral provocado pela possibilidade de resgate, a qualquer tempo, das instituições financeiras, é preciso contextualizar que, em eventos de crise, as autoridades supervisoras nem sempre dispõem de tempo hábil para avaliar qual a melhor forma de solucionar os riscos de quebra e o efeito de contágio com outras empresas do setor, sendo o auxílio financeiro a forma mais rápida de conter o dano, ainda que seja imperfeita.³⁴⁹

Com efeito, a visão mais amplamente difundida é aquela que entende que os riscos a que instituições financeiras estão sujeitas, o que engloba os sistemas de pagamento a elas entrelaçados, devam ser tratados de maneira diferenciada, uma vez que detêm a possibilidade de contaminar toda a cadeia com que se relacionam, fazendo com que o grande valor a ser perseguido pela regulação financeira seja a estabilidade e solidez do sistema.

Tradicionalmente, a regulação financeira se divide entre a regulação financeira, propriamente dita, que trata dos bancos e outras modalidades de instituições financeiras, bem como da infraestrutura dos mercados financeiros – os sistemas de pagamento, e da regulação mercado de capitais, que cuida do mercado de valores mobiliários, se impondo a cada um desses nichos de mercado como a regulação que persegue, essencialmente, o equilíbrio e força do sistema financeiro.

Em linha com esse preceito, alguns autores contemporâneos entendem que o primeiro propósito da regulação financeira é melhorar o funcionamento do sistema financeiro e não propriamente garantir apenas sua estabilidade, como fim último.³⁵⁰

Segundo essa visão, a regulação é entendida como um meio para retificar falhas de mercado, mas não apenas, já que ela também pode, em cooperação com outros instrumentos jurídicos, colaborar para um desenho mais competitivo do mercado financeiro.³⁵¹

³⁴⁸ Nesse sentido, vide o resgate do Continental Illinois Bank em 1984 que ensejou um estudo do Congresso americano sobre os possíveis efeitos na economia, caso o banco não tivesse sido resgatado. O estudo concluiu, para a surpresa de muitos, que na ausência do auxílio o desfecho não teria sido muito diferente. Para mais informações (SPRAGUE, Irvine. *Bailout. An Insider's Account of Bank Failures and Rescues*. Hardcover, 2000. p. 149 e ss.).

³⁴⁹ ROQUE, Pamela. *A governança corporativa interna de instituições bancárias: o estímulo propiciado pela crise financeira mundial de 2008* cit., p. 38.

³⁵⁰ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 57.

³⁵¹ *Ibidem*, p. 61.

Para Dan Awrey, o desenho da regulação é, em última instância, um exercício contínuo para determinar a melhor moldura jurídica aplicável a partir de ferramentas de análise econômicas, para corrigir as falhas do referido sistema.

Assim, o corolário clássico do ditado inglês, “se não está quebrado, não conserte”, informa que o ponto de partida da regulação financeira é resguardar a premissa que, se não há evidências claras de falhas de mercado, não se deve interferir no sistema, mas esse não deve ou precisa ser o ponto de chegada.³⁵²

A métrica para avaliação das falhas de mercado *vis-à-vis* o mercado ideal, para a concepção neoclássica que informa preponderantemente o desenho regulatório, é o famoso paradigma da competição perfeita e, assim como em outros setores, quando as falhas de mercado são identificadas no setor financeiro, *prima facie*, algumas ações para corrigi-las são tomadas pela regulação financeira.

Contudo, depois de identificada a natureza e o tamanho das falhas existentes, e de se estabelecer um arsenal de possíveis intervenções regulatórias, isoladas ou combinadas, para remediá-las, é preciso sopesar se o custo para corrigir essas falhas será maior que os benefícios gerados. Se o custo exceder os benefícios, então outro remédio precisará ser encontrado ou mesmo a falha poderá permanecer sem as devidas correções.³⁵³

Destarte, uma das grandes dificuldades que se coloca para a regulação financeira, assim como para os demais mercados regulados, não é apenas identificar falhas de mercado e propor soluções econômicas para corrigi-las, mas também traduzir tais soluções para o ferramental jurídico, que não é apenas imperfeito, como também construído por meio de outras ferramentas sujeitas a falhas, como a política.³⁵⁴

Antes de se adentrar nas típicas falhas de mercado do setor financeiro, identificadas à luz do paradigma neoclássico, e como a regulação financeira busca endereçá-las, notadamente no nicho de pagamentos, é preciso pontuar outra divisão tradicionalmente feita entre regulação prudencial e regulação sistêmica.³⁵⁵

³⁵² ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; Enriques *et al.* Principles of Financial Regulation cit., cap. 3, kindle.

³⁵³ Ibidem.

³⁵⁴ Ibidem, cap. 3, p. 52.

³⁵⁵ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 53.

Começando pela última, por regulação sistêmica entende-se o arcabouço normativo que tenta endereçar os riscos de contágio, ou o “efeito dominó”, que eventuais falhas de mercado de instituições financeiras ou de infraestrutura financeira (como os sistemas de pagamento) tendem a gerar para o setor como um todo.³⁵⁶

Compreendem assim, sobretudo nas jurisdições aderentes a corpo normativo de *soft law* dos organismos internacionais de supervisão, as recomendações referentes à seguro de depósitos, regimes especiais aplicáveis às instituições financeiras em crise, o corolário de ser o Banco Central o prestador de última instância (*lender of last resort*), entre outros mecanismos interventivos.³⁵⁷

Em relação ao seguro de depósitos, diversos autores justificam a necessidade do mecanismo com base na suscetibilidade do setor a corridas bancárias e pelo fato de serem os ativos bancários sujeitos à entrega imediata. Assim, não apenas a instituição financeira tem como honrar a eventual entrega simultânea exigida, como os correntistas ficam assegurados do recebimento de seus recursos mantidos em conta na instituição depositante, independentemente de ela vir à falência.³⁵⁸

Quanto aos regimes especiais aplicáveis às instituições em crise, a justificativa é que a quebra de uma instituição financeira tem consequências que não se encerram em si mesmas. Logo, em muitos países as instituições financeiras estão sujeitas a um regime falimentar diferenciado, com intuito de minimizar os efeitos danosos da quebra e até, a depender do caso, ajudá-las a reestruturar suas atividades.³⁵⁹

No caso do mercado de meios de pagamento, a Lei nº 12.865 estabelece mecanismos de garantia para que os usuários finais recebedores da transação de pagamento tenham seus recursos e recebimento assegurados, dispondo que não se comunicam com os demais bens e

³⁵⁶ PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro*. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011. p. 78.

³⁵⁷ Para mais informações, vide: PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 131.

³⁵⁸ Apesar da importância inegável do instituto, alguns autores apresentam críticas ao fato de ensejarem uma possível diminuição dos incentivos aos correntistas monitorarem a saúde financeira das instituições que se relacionam, bem como os bancos deixam de ter incentivo para deter mais capital e evitar crises. Assim, o seguro de depósitos é considerado uma das principais fontes de risco moral no setor bancário. Vide: BARTH, James R. *et al. Rethinking bank regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. p. 58.

³⁵⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário* cit., p. 142.

direitos do participante do arranjo de pagamento e somente respondem pelo cumprimento de obrigações de liquidação das transações de pagamento no âmbito do arranjo de pagamento ao qual se vinculem.

Ademais, os recursos necessários ao recebimento pelo usuário final receptor não podem ser objeto de cessão de direitos creditórios nem ser dados em garantia, 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 receptor, ou para assegurar o cumprimento dessas obrigações, conforme as regras do arranjo de pagamento.

Ademais, esses recursos também não estão sujeitos aos mecanismos clássicos de constrição judicial do direito civil, para saldar quaisquer obrigações pecuniárias da instituição de pagamento implicada.³⁶⁰

Em casos de quebras de instituições de pagamento ou de quaisquer intermediários da cadeia, a referida lei também determina que os bens e os direitos alocados pelos instituidores e pelos participantes de arranjos de pagamento integrantes do SPB, não se sujeitam à arrecadação, nos regimes especiais das instituições financeiras, à recuperação judicial e extrajudicial, à falência, à liquidação judicial ou a qualquer outro regime de recuperação ou dissolução a que seja submetido o participante do arranjo de pagamento pelo qual transitem os referidos recursos.³⁶¹

³⁶⁰ “Art. 12-C. Os bens e os direitos alocados pelos instituidores e pelos participantes de arranjos de pagamento integrantes do SPB para garantir a liquidação das transações de pagamento, na forma e na extensão definidas no regulamento do arranjo aprovado pelo Banco Central do Brasil:

I – constituem patrimônio separado, que não pode ser objeto de arresto, de sequestro, de busca e apreensão ou de qualquer outro ato de constrição judicial, exceto para o cumprimento das obrigações assumidas no âmbito do arranjo” (BRASIL. Lei nº 14.041, de 28 de julho de 2020. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/14031.htm#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20o%20tratamento%20tribut%C3%A1rio,exterior%3B%20altera%20a%20Lei%20n%C2%BA. Acesso em: 10 dez. 2022).

³⁶¹ “Art. 12-C. Os bens e os direitos alocados pelos instituidores e pelos participantes de arranjos de pagamento integrantes do SPB para garantir a liquidação das transações de pagamento, na forma e na extensão definidas no regulamento do arranjo aprovado pelo Banco Central do Brasil:

[...]

II – não se sujeitam à arrecadação, nos regimes especiais das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, à recuperação judicial e extrajudicial, à falência, à liquidação judicial ou a qualquer outro regime de recuperação ou dissolução a que seja submetido o participante do arranjo de pagamento pelo qual transitem os referidos recursos” (Lei nº 14.031 cit.).

Vale ressaltar que, no Brasil, as instituições de pagamento sujeitam-se ao regime de administração especial temporária, à intervenção e à liquidação extrajudicial, nas condições e forma previstas na legislação aplicável às instituições financeiras.³⁶²

Em geral, a maior parte dos países adota esse regime falimentar diferenciado para o sistema financeiro em duas frentes.

A primeira, de cunho provisório, com ações destinadas ao saneamento da instituição insolvente, e a segunda, de cunho terminativo, quando não há mais solução, e parte-se para a efetiva liquidação da instituição considerada insolvente.³⁶³

Além das regras diferenciadas, em muitos casos há a designação de uma autoridade específica para a condução do procedimento falimentar, em função da necessidade de conhecimento técnico sobre a matéria.³⁶⁴

Outro importante instrumento de regulação sistêmica, considerado o primeiro mecanismo com esse fim, é o provimento de liquidez para instituições financeiras em dificuldade pela autoridade monetária, instrumento que se confunde com a própria evolução dos bancos centrais na Europa.³⁶⁵

Além dessas medidas, é importante apontar que a organização e regular funcionamento dos sistemas de pagamento também são de grande relevância como instrumentos de prevenção a crises financeiras, uma vez que são nesses sistemas que o risco de crédito e de liquidez assumem, de maneira mais evidente, uma dimensão sistêmica.³⁶⁶

³⁶² “Art. 13. As instituições de pagamento sujeitam-se ao regime de administração especial temporária, à intervenção e à liquidação extrajudicial, nas condições e forma previstas na legislação aplicável às instituições financeiras” (Lei nº 12.865 cit.).

³⁶³ PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 127.

³⁶⁴ Aqui, o efeito colateral é claro, e a regulação precisa contornar o incentivo que esse tratamento diferenciado pode gerar para que os controladores ou administradores de instituições financeiras não sejam responsabilizados por seus atos e incorram em riscos excessivos em função do afastamento do regime falimentar comum. Além disso, como a decretação desse regime cabe à autoridade regulatória, alguns autores mapeiam o risco de hesitação que incorrem para, eventualmente, não prejudicarem sua reputação no mercado, o que pode descambar, ainda, para uma captura regulatória ou para a percepção de que as instituições são grandes demais para quebrar (*too big to fail*).

³⁶⁵ Segundo Gustavo Mathias: “É importante ressaltar que o banco central não tem obrigação de prover recursos às instituições financeiras e não deve oferecer auxílio de forma irrestrita. O motivo evidente é o risco moral que o provimento indiscriminado de recursos a instituições financeiras em dificuldade pode causar. Assim, a utilização de mecanismos dessa natureza deve destinar-se apenas àquelas situações em que a quebra provoque riscos à estabilidade do sistema financeiro” (PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 143).

³⁶⁶ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 232.

O caso mais citado para exemplificar essa dimensão é do *Bankhauss Herstatt*, ocorrido em 1974, que foi determinante para que as nações integrantes do G-10 formassem, ao final de 1974, o Comitê de Basileia de Supervisão Bancária, no bojo do BIS, para discutir formas de diminuir riscos para a os sistemas de pagamento, e que também influenciou o primeiro acordo de Basileia de 1988, que será mais detalhado adiante.³⁶⁷

Tratando-se agora dos mecanismos prudenciais, faz-se mister destacar que, por regulação prudencial compreende-se os instrumentos regulatórios voltados ao controle do risco assumido por instituições financeiras ou congêneres, como é o caso das instituições de pagamento.³⁶⁸

Diferentemente das normas de regulação sistêmica, ainda que algumas assumam duplo caráter, são regras de contenção que têm como objetivo evitar os efeitos que podem advir de uma quebra na cadeia, mas não são as normas que remediam o contágio sistêmico ou o evitam diretamente.

A regulação prudencial elenca uma série de obrigações sob responsabilidade das instituições financeiras ou reguladas pela autoridade monetária, de modo a garantir que elas apresentem solidez suficiente para suportar eventuais riscos inesperados decorrentes de suas atividades em um setor regulado.³⁶⁹

Esse tipo de regulação tem como foco estabelecer requisitos com foco no gerenciamento de riscos e nos requerimentos mínimos de capital, além de exercerem importante função de inibir o risco moral decorrente de determinadas medidas de regulação sistêmica.

Nesse sentido, Mishkin chega a afirmar que a regulação prudencial surge, justamente, em razão do risco moral causado pelos instrumentos utilizados na regulação sistêmica.³⁷⁰

Compreendem regras referentes aos controles de adequação patrimonial, mecanismos de controle de acesso ao setor, instrumentos de supervisão e de envio de informações,

³⁶⁷ Para mais informações, vide: SADDI, Jairo. *Crise e regulação bancária*. São Paulo: Textonovo, 2001. p. 61.

³⁶⁸ PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 145.

³⁶⁹ ARMOUR, John *et al.* *Principles of financial regulation*. New York: Oxford University Press, 2016. p. 9-10.

³⁷⁰ MISHKIN, Frederic S. *Prudential Supervision: Why Is It Important and What are the Issues?* NBER Working Papers 7926. National Bureau of Economic Research, 2000, p. 48.

controles de estruturas de remuneração, e ainda o aparato de ferramentas disciplinares e punitivas, como se verá mais detalhadamente no terceiro capítulo deste trabalho.³⁷¹

Em breves linhas, os controles de adequação patrimonial baseiam-se na ideia de que o tamanho de capital que a instituição financeira detém em relação aos seus ativos, é um relevante dado de análise quanto ao seu grau de exposição a risco.³⁷²

A ideia do regramento é justamente assegurar uma margem de segurança para eventuais perdas inesperadas, colaborando para proteger a solidez do sistema financeiro como um todo, funcionando como um estabilizador endógeno, baseado em modelos de análise complexos e sujeitos a controvérsias.³⁷³

Quanto às normas de controle de acesso ao setor, trata-se de regras que estabelecem a autorização de funcionamento da instituição, bem como o procedimento para obtenção da autorização e as exigências mandatórias para a atuação no setor financeiro.

No caso das instituições de pagamento, uma série de regras de natureza prudencial foram erigidas pelo Banco Central, justamente, com o intuito de permitir a entrada de novos modelos de negócios dentro do perímetro regulatório financeiro e endereçar os eventuais riscos ensejados pelas novas formas de prover os serviços de pagamento.

As justificativas aqui se baseiam na ideia de evitar a entrada de agentes de baixa qualidade institucional, desde o baixo nível de capitalização para atuação no setor, até mesmo evitar a entrada de controladores inidôneos, bem como na ideia de que tais normas reduzem assimetrias informacionais ao definir, previamente, as categorias operacionais, seus requisitos e padrões de qualificação técnica e financeira.

Além disso, segundo James Barth, uma das justificativas importantes também seria controlar o número de instituições atuantes no setor financeiro e de pagamentos, de modo a ser compatível com a supervisão da autoridade monetária.³⁷⁴

Esse argumento desdobra-se na ideia de que limitar a concorrência no setor bancário seria benéfico para evitar a prática de juros agressivos (eventualmente decorrente de um mercado muito competitivo) que geraria maiores riscos às operações dos bancos, com o

³⁷¹ PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 195.

³⁷² Ibidem.

³⁷³ Ibidem.

³⁷⁴ BARTH, James R. *et al. Rethinking bank regulation* cit., p. 111.

objetivo de aumentar sua lucratividade. Esse e outros argumentos que refletem sobre os eventuais riscos de um setor financeiro muito competitivo serão mais bem detalhados e tensionados no terceiro capítulo desse trabalho.³⁷⁵

Como se verá, essa é apenas uma das correntes de pensamento a refletir sobre o papel da concorrência no setor financeiro, e que pode, inclusive, colaborar para uma visão pró-concentração de mercado, desincentivando a possibilidade de novos entrantes no setor e, conseqüentemente, também no mercado de meios de pagamento.

Nesse sentido, há um acirrado debate na doutrina jurídica e econômica que opõe a ideia de concorrência e estabilidade no setor financeiro, como se fossem faces diferentes de uma mesma moeda, que nunca estaria em alinhamento: onde se ganha em um lado, perder-se-ia de outro.³⁷⁶

Esse debate é particularmente importante aqui, e será endereçado no último capítulo da tese, uma vez que ele se afigura determinante para entender o surgimento dos novos entrantes no setor financeiro e de pagamentos brasileiro nas últimas décadas, e para mensurar os ganhos de bem-estar social gerados por uma regulação pró-competitiva encabeçada pela autoridade monetária.

Em relação à regulação prudencial, há ainda que se falar nos regramentos de supervisão e envio de informações como formas não apenas monitorar o comportamento dos agentes no mercado, como também de engajar a autoridade regulatória para que ela, ativamente, faça o acompanhamento e supervisão do perfil de riscos das instituições reguladas.³⁷⁷

É que não são suficientes apenas regras para conter os incentivos a assunções exacerbadas de riscos, mas também normas que levem o regulador, proativamente, a acompanhar a atuação das instituições por ele supervisionadas.

No arcabouço normativo prudencial há regras de supervisão indireta, onde as instituições são objeto de análise a partir do envio de informações e do recurso a bancos de dados de informações, periodicamente, encaminhadas à autoridade regulatória, ou normas de

³⁷⁵ BARTH, James R. *et al.* *Rethinking bank regulation* cit., p. 111.

³⁷⁶ PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 148.

³⁷⁷ *Ibidem*.

supervisão direta, com previsão de inspeções e exames *in loco* para a elaboração de relatórios específicos.³⁷⁸

Após a Crise de 2008, vem sendo utilizado também outra forma de supervisão prudencial chamado de testes de resistência (*stress tests*), onde se procura estimar as perdas sofridas por uma instituição financeira com determinada carteira de ativos, em condições normais de volatilidade de mercado e em outras artificialmente pensadas pela autoridade.³⁷⁹

A regulação prudencial também prevê regramentos sobre a estrutura de remuneração de executivos do setor financeiro, levando em conta o debate existente na relação principal-agente, de modo a desincentivar comportamentos temerários, ou mesmo ilegais, que venham a incorrer na condução dos negócios das instituições reguladas.³⁸⁰

Por fim, quanto aos instrumentos prudenciais disciplinares e positivos, busca-se justamente assegurar o cumprimento por parte das instituições reguladas, seus controladores e administradores em relação aos deveres exigidos pelo regulador.

Uma vez que nem sempre há tempo hábil para detectar, em tempo real, a prática de atos irregulares e sujeitos a criar riscos sistêmicos, torna-se fundamental erigir um corpo normativo que preveja a punição dos entes supervisionados, de modo a inibir futuros comportamentos inadequados no setor.

Como se pode notar, embora tenham objetivos bem delineados, os instrumentos de regulação prudencial estão sempre se aprimorando, sobretudo após eventos de choque, e não encerram um rol fixo e pré-existente de normas, justamente para que haja flexibilidade na criação de mecanismos que venham a acautelar eventuais riscos sistêmicos, a que está sujeito um setor marcado por constantes inovações, como é o setor financeiro e de pagamentos.³⁸¹

³⁷⁸ O instituto da inspeção é utilizado apenas em casos específicos, previstos na regulamentação aplicável, quando o regulador entende necessário, sobretudo em função de algo que tenha chamado sua atenção na supervisão indireta.

³⁷⁹ PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 188.

³⁸⁰ Esse debate tem diferentes abordagens na Europa e nos Estados Unidos, onde alguns países tentam enfrentar a questão com tributação sobre o bônus dos executivos, ou por meio da adoção de mecanismos que vinculem remuneração à performance de longo prazo. O Dodd-Frank Act procurou endereçar algumas dessas preocupações dedicando um subtítulo inteiro ao assunto (seções 951-957). Para mais informações, vide: *Ibidem*, p. 226.

³⁸¹ A história da regulação financeira prudencial pode ser contada em três momentos, esboçados nos Acordos de Basileia, criados no âmbito do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, órgão internacional criado pelo G-10 em 1975, que se reúne no Banco de Compensações Internacionais (BIS –

Logo, enquanto a regulação sistêmica tem um caráter mais remedial, preocupando-se em criar mecanismos para conter a ocorrência ou o alcance de externalidades negativas, a regulação prudencial possui caráter mais preventivo, procurando antever e delinear regras que impeçam ocorrências de crises sistêmicas *a priori*.³⁸²

O Acordo de Basileia I (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*) firmado em 1988, estabeleceu uma série de recomendações baseadas em exigências mínimas de capital, atreladas a risco proporcionais aos ativos das instituições financeiras, com intuito, justamente, de fazer os bancos comprometerem seu capital próprio, mitigando a tomada excessiva de risco.³⁸³

Em 2004, outras lacunas foram identificadas em relação às recomendações do Acordo de Basileia I, que apenas se preocupava com o risco de crédito, e outras limitações foram reconhecidas em função das grandes mudanças ocorridas no mercado financeiro à época, fazendo com que fosse elaborado o Acordo de Basileia II, com novas propostas sobre controle de riscos.

O Acordo de Basileia II, além de se preocupar com outros tipos de risco, como de mercado e operacional, por exemplo, instituiu incentivos para que instituições financeiras aprimorassem os próprios sistemas internos de controle e avaliação, estimulando, assim, a autorregulação.³⁸⁴

Aqui a abordagem regulatória foi de meta-regulação (*meta-regulation*), onde há a definição de um conjunto de objetivos a serem alcançados, de forma não excessivamente prescritiva, cabendo aos atores regulados maior discricionariedade na implementação de sistemas e processos voltados ao atingimento de tais objetivos, de acordo com suas peculiaridades, e da parte do regulador, a fiscalização e o controle sobre tais sistemas e

Bank for International Settlements), localizado na cidade suíça da Basileia. Trata-se de exemplo mais evidente de *soft law* transnacional com impacto no direito administrativo brasileiro em razão da adesão contínua do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil às diretrizes e princípios contidos nos documentos. Vide: BINENBOJM, Gustavo. *Poder de polícia, ordenação, regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador*. Belo Horizonte: Fórum, 2016. p. 316-317.

³⁸² PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 184.

³⁸³ ALVES, Carlos André de Melo; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basileia: estudo em bancos do país e do exterior. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, nº 2, mar.-abr. 2009.

³⁸⁴ Nessa nova proposta, cada banco deveria utilizar o sistema de análise de risco mais compatível com seu porte e grau de sofisticação, ficando a cargo do regulador monitorar e fiscalizar tais processos internos. Vide: PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit., p. 198.

processos, além de sua compatibilidade com os objetivos gerais previamente estabelecidos.³⁸⁵

Por fim, em função da ocorrência da Crise de 2008, onde o regulador não conseguiu identificar corretamente os riscos das instituições financeiras do mercado hipotecário norte-americano, o Comitê de Basileia apresentou um novo conjunto de propostas, dando origem ao Acordo de Basileia III, buscando aperfeiçoar os mecanismos previstos nos acordos anteriores, bem como propor novas medidas de regulação prudencial.³⁸⁶

O Acordo de Basileia III, que ainda está em fase de implementação em alguns dos países signatários, se preocupou mais em analisar a interconexão e o porte dos conglomerados financeiros globais, criando o conceito de instituições financeiras sistemicamente relevantes (*Systemically Important Financial Institution*), acompanhado de um regime regulatório diferenciado com exigências de capital e liquidez mais elevadas.³⁸⁷

A partir das novas diretrizes estabelecidas pelo Acordo de Basileia III, é possível notar uma maior preocupação prudencial dos reguladores financeiros mundiais sobre instituições financeiras que apresentem relevância sistêmica, em nível global ou nacional.

Nesse sentido, diante do perfil da crise ocorrida em 2008, a cooperação internacional se tornou mais visivelmente imprescindível, existindo atualmente uma ampla rede de atores globais preocupados em pensar normas de proteção prudencial e sistêmica, fruto também dos receios advindos do desenvolvimento de inovações financeiras e de pagamentos à margem da rede de proteção do sistema financeiro e que, constantemente, desafiam o aparato regulatório do setor.³⁸⁸

³⁸⁵ COGLIANESE, Cary; MENDELSON, Evan. Meta-regulation and self-regulation. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin (Org.). *The Oxford handbook of regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2013. p. 147.

³⁸⁶ Para mais informações, vide: CHIU, Iris H-Y. *Regulating (from) the inside: the legal framework for internal control in banks and financial institutions*. London: Bloomsbury, 2018. p. 23-24:

³⁸⁷ ALVES, Carlos André de Melo; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basileia cit., p. 74.

³⁸⁸ Assim, órgãos internacionais focados em garantir a estabilidade do mercado financeiro ganharam ainda protagonismos, a exemplo do próprio BIS, do Financial Stability Board (FSB), o International Organization of Securities Commissions (IOSCO), o Financial Stability Oversight Council (FSOC), e o próprio Fundo Monetário Internacional (FMI), velho conhecido do Brasil, sobretudo em meados da década de 90 e início dos anos 2000.

De forma quase unânime, a finalidade da regulação financeira, portanto, tem como objetivo principal proteger o equilíbrio do sistema e resguardar sua higidez.³⁸⁹

O cerne das suas fundamentações e regramentos possui natureza econômica, esboçado no pilar de correção de determinadas falhas de mercado, mas também, de maneira menos estudada, a regulação financeira desempenha um importante papel na implementação de políticas públicas por meio de práticas regulatórias, já que essas fundamentações também se submetem ao crivo de decisões políticas.

É assim que autores como Stigler e Benston criticam a intervenção regulatória estatal com base em pressupostos neoclássicos, e acreditam ser mais eficiente a não intervenção, mas também outros autores, ainda que em menor escala e de maneira diversa, reconhecem a dimensão política da regulação financeira e como isso pode ser importante para a construção de um mercado mais transparente e competitivo.

Nessa linha, Goodhart apregoa que os objetivos tradicionais da regulação financeira seriam o controle das posições de poder no mercado, a administração das externalidades decorrentes da atividade financeira, e a proteção dos consumidores, em função de uma grande assimetria informacional no setor.³⁹⁰

O primeiro objetivo, para o autor, seria menos importante para a regulação financeira, porque estaria a cargo do ferramental do direito da concorrência, o que entra em rota de colisão com autores mais contemporâneos, a que se filia o presente trabalho.

O segundo e terceiro objetivos teriam relação com a dimensão sistêmica da atividade financeira, sobretudo bancária, em função das externalidades causadas pela intermediação financeira e pela estrutura patrimonial dos bancos, que ensejaria ajustamentos próprios, bem como teriam relação com a falha de mercado justificadora das normas que visam contornar a

³⁸⁹ ROCHA, Jean Paul C. Veiga da. Autonomia e accountability no sistema financeiro: notas para uma agenda de pesquisa jurídica (Autonomy and accountability in the financial system: some preliminary thoughts for a Legal Research Agenda). January 1, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2630722>; e <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2630722>. Acesso em: 6 out. 2022.

³⁹⁰ Segundo Yazbek, “Embora o controle das posições de mercado, por meio de instrumentos típicos da defesa da concorrência, seja extremamente relevante, a matéria é secundária quando se passa ao campo da regulação financeira”. O autor avalia apenas os dois outros objetivos descritos, salientando a dimensão sistêmica das atividades bancárias (externalidades) e a grande assimetria informacional existente entre os diferentes agentes e participantes do setor (YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 218).

assimetria informacional, existente em muitas das relações financeiras (e também no mercado de meios de pagamentos), respectivamente.³⁹¹

Para além da eficiência e estabilidade do setor, há quem aponte que a regulação financeira também se preocupa em garantir a justiça nos mercados financeiros.³⁹²

Como justificativa à hipótese acima, há evidências de que os esforços de reforma muitas vezes foram impulsionados pela crença de que os consumidores ou investidores exigiriam maiores proteções do que as disponíveis em um ambiente puramente desregulamentado, e a busca dos legisladores em proteger investidores e consumidores de serem tratados de forma injusta, mesmo em relação às transações financeiras realizadas voluntariamente.³⁹³

Como exemplo, os abusos e fraudes perpetrados na década de 1920, nos Estados Unidos, levaram à introdução do *Securities Act* e do *Securities Exchange Act*, que aumentaram a divulgação e a confiabilidade dos títulos emitidos ao público.³⁹⁴

Ademais, os escândalos corporativos e contábeis, do início dos anos 2000, levaram à promulgação da *Lei Sarbanes Oxley*, que exige maiores obrigações de relatórios internos e de auditoria para empresas listadas na bolsa de valores, bem como à criação do Gabinete de Defesa do Consumidor (*Consumer Finance Protection Bureau*), em 2011, para todos os agentes atuantes no setor financeiro.³⁹⁵

Logo, o que se nota, é que os objetivos da regulação financeira seguem também se adaptando aos contextos apresentados no caso concreto, adensando-se às outras metas decorrentes de crises ou fenômenos específicos, que acabam por alterar o escopo tradicional de seus regramentos.

Assim, trata-se de uma regulação setorial que segue se adaptando aos novos tempos e onde novas ferramentas têm sido estudadas para lidar com um ecossistema cada vez mais dinâmico e digitalizado, com implicações para a segurança cibernética, para a concorrência, para a proteção de dados e dos consumidores.

³⁹¹ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 218.

³⁹² MAGNUSON, William J. *Financial regulation in the bitcoin era* cit., p. 180.

³⁹³ *Ibidem*, p. 180.

³⁹⁴ *Ibidem*, p. 180.

³⁹⁵ *Ibidem*.

Antes de entender como os diferentes reguladores têm um papel fundamental a desempenhar nesse tocante, balanceando os ganhos advindos da inovação e os eventuais novos riscos apresentados por elas, bucar-se-á entender no próximo tópico de quem e tratam os novos entrantes e como eles têm disruptado a paisagem financeira nessas primeiras décadas do século XXI.

2.3 Inovação no setor financeiro e de pagamentos: a finança digitalizada (“*the fintech opportunity*”)

Desde o início década de 80, momento que marca a aceleração do processo de transformação econômica estrutural, definido como *mundialização financeira*,³⁹⁶ a doutrina especializada aponta o avanço do desenvolvimento tecnológico no mercado financeiro como produto de duas grandes tendências: o forte investimento na construção de sistemas de produção e circulação de informações em tempo real, e a produção de meios capazes de viabilizar a realização de negociações simultâneas em diferentes mercados, na maior velocidade possível.³⁹⁷

A aceleração da entrada de novos prestadores de serviços de pagamento no mercado brasileiro, notadamente, a partir do início dos anos 2000, e, portanto, antes mesmo da regulamentação desses novos modelos de negócios surgir, foi caudatária direta desse movimento global, da abertura do setor no Brasil com o fim do duopólio entre bandeiras e credenciadoras em 2010, bem como de todo o aparato normativo infralegal que se seguiu à promulgação da Lei nº 12.865/2013, conferindo segurança jurídica a esses novos modelos negócios.³⁹⁸

O surgimento desses novos entrantes, diretamente relacionados ao uso intensivo de tecnologias da informação e de comunicação, que movimentam moeda eletrônica e digitais

³⁹⁶ CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

³⁹⁷ PARANÁ, Edemilson. *A finança digitalizada: capitalismo financeiro e revolução informacional*. Florianópolis: Insular, 2016. p. 247.

³⁹⁸ Segundo Edemilson Paraná: “Se é verdade que o sistema financeiro internacional não existiria tal qual atualmente sem dispor dos recursos tecnológicos que ora explora, não há que se dizer que o avanço tecnológico é a causa fundamental de tais transformações econômicas, que seguem tendo como eixo conformador a busca pela acumulação e valorização de capital, à qual tais avanços servem. De toda sorte, tal dialética não aponta para uma submissão simplória do aspecto tecnológico ao econômico, mas, diversamente, para uma dinâmica de influência mútua – perpassada por várias dimensões sociais e políticas, capazes de dar múltiplos e variados contornos a esse processo – ainda que governada, em última instância, direta ou indiretamente, pela busca do ganho econômico como horizonte instrumental” (Ibidem, p. 269).

em redes e plataformas via internet, foram classificados por Thomas Philippon como uma oportunidade: a oportunidade para gerar eficiências trazida pelas chamadas *fintechs* (*fintech opportunity*), abreviação em inglês para finanças e tecnologia, termo originalmente criado por uma instituição financeira norte-americana, ainda nos anos 1990.³⁹⁹

Por *fintech* usa-se aqui a definição trazida pelo *Financial Stability Board* (FSB), em 2016, um dos primeiros organismos internacionais a identificar e nomear o movimento ocorrido no mundo, sobretudo a partir dos anos 2000: “Inovações financeiras, habilitadas por tecnologias que podem resultar em novos modelos de negócios, aplicativos, processos ou produtos com efeitos tangíveis nos mercados, nas instituições financeiras e na prestação de serviços financeiros”.⁴⁰⁰

Fintech, portanto, é um termo abrangente e não jurídico, que se refere a uma variedade de tecnologias digitais aplicadas à prestação de serviços financeiros e, de forma mais geral, aos desenvolvimentos no setor financeiro.

Talvez o símbolo mais imediatamente reconhecível da era *fintech* seja o surgimento das criptomoedas, como visto, definidas como “qualquer forma de moeda que existe apenas digitalmente, que geralmente não possui autoridade central de emissão ou regulação, mas usa um sistema descentralizado para registrar transações e gerenciar a emissão de novas unidades, e que conta com criptografia para evitar falsificações e transações fraudulentas”.⁴⁰¹

Em 2015, na audiência do Comitê de Concorrência da Diretoria de Assuntos Financeiros e Empresariais, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) usou o conceito de “inovação disruptiva”, cunhada pelo professor Clayton M. Christensen, na década de 1990, para refletir como muitas das inovações

³⁹⁹ “The earliest use of the term ‘fintech’ I can find in American Banker wasn't by some coder in a garage or venture capitalist in Silicon Valley. It was by Citi. Fintech was the original name of the Financial Services Technology Consortium, a project initiated by Citicorp, a predecessor to today's Citigroup. In the early 1990s, the bank was trying to overcome a reputation for resisting technological collaboration with outsiders; Fintech, along with Citi's participation in the nascent Smart Card Forum, signified the company's new open stance” (HOCHSTEIN, Marc. Fintech (the word, that is) evolves. *American Banker* (05.10.2015). Disponível em: <https://www.americanbanker.com/opinion/fintech-the-word-that-is-evolves>. Acesso em: 9 jun. 2021).

⁴⁰⁰ Essa definição foca nas atividades e nos resultados, e não nos provedores de serviços *fintech* ou nas tecnologias subjacentes. Cf.: CARNEY, Mark. Speech. The promise of FinTech Something New under the Sun? 25 de janeiro de 2017, p. 4. Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/The-Promise-of-FinTech-%E2%80%93-Something-New-Under-the-Sun.pdf>. Acesso em: 6 ago. 2021.

⁴⁰¹ Satoshi Nakamoto anunciou pela primeira vez sua ideia para o Bitcoin em 31 de outubro de 2008; a proeminente empresa de crowdfunding Kickstarter foi fundada em 28 de abril de 2009; e o primeiro consultor robótico, Betterment, foi fundado em algum momento de 2008. Cf: OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon cit., p. 743.

financeiras revolucionárias que surgiram em função da digitalização da economia eram, cada vez mais, baseadas em plataformas digitais, como é o caso das *fintechs*.

Plataformas de *crowdfunding* on-line, como Kickstarter e LendingClub, mudaram a maneira como empresas e indivíduos levantam capital, robôs-conselheiros-digitais (*digital robo-advisors*) desafiaram os modelos de negócios de consultores de investimentos e gestores de ativos, e de forma mais emblemática, as moedas digitais, como o Bitcoin, surgiram como alternativas possíveis às moedas nacionais tradicionais.

Por *fintech* entende-se também uma prática relativamente nova que se desenvolveu consideravelmente durante a última década.

Muitas taxonomias de modelos de negócios de *fintechs* podem ser encontradas na literatura, como empréstimos on-line, *crowdfunding* e *crowdinvesting*, novas plataformas de transações e pagamentos, gestão de finanças pessoais, moeda digitais e criptomoedas, maquininhas de venda (POS), consultores robóticos e *e-banking*, novos modelos de negócios de gestão de patrimônio, de mercado de capitais e serviços de seguros, entre outros.⁴⁰²

Logo, o termo é usado para se referir a toda uma nova geração de empresas especializadas na prestação de serviços financeiros por meio de plataformas móveis e digitais, tecnologicamente habilitadas.

As *fintechs* dependem da internet, *website*, *smartphones* e outras tecnologias para produzir e entregar seus serviços financeiros a consumidores e investidores, criando novos métodos para facilitar transações, mais baratos e inicialmente com menos funcionalidades e por isso mesmo, anteriormente, desprezados pelos agentes tradicionais.

Nesse sentido, as plataformas digitais teriam aparecido, pela primeira vez, para difusão de conteúdo, mas agora também estão presentes em outros setores, como o bancário, de pagamentos, de venda e distribuição de bens e serviços (*marketplaces*).⁴⁰³

⁴⁰² Também é interessante verificar uma abordagem paralela a essa realidade sob outro nome: *Digital Financial Services* (DFS). Para alguns autores há uma clara lacuna de pesquisa sobre modelagem de Ecossistemas de Negócios Digitais (DBE) para empresas financeiras. Cf: The development of alternate payment methods and their impact on customer behavior. VISCONTI-CAPARRÓS, José María; CAMPOS-BLÁZQUEZ, Juan Ramón. *O desenvolvimento de métodos alternativos de pagamento e seu impacto no comportamento do cliente: o caso Bizum na Espanha*. Previsão Tecnológica e Mudança Social. São Paulo: Elsevier, 2022. v. 175(C).

⁴⁰³ OCDE. Hearing On Disruptive Innovation. 19 de junho de 2015. p. 3. Disponível em: [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP/wd\(2015\)48&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP/wd(2015)48&docLanguage=En). Acesso em: 9 jun. 2021.

Acompanhando atentamente os impactos dessas inovações nos mercados, bem como suas implicações para o direito da concorrência e para a regulação financeira, a OCDE identificou que as *fintechs* vinham se tornando um fenômeno global que estava disruptando a paisagem financeira mundial.⁴⁰⁴

Apesar do impacto mapeado, vale ressaltar que a inovação em serviços financeiros, por si só, não é um fenômeno novo.⁴⁰⁵

Ao longo dos últimos anos, as inovações incluíram cartões de crédito na década de 1960, cartões de débito e máquinas de distribuição de dinheiro (ATMs), bem como serviços bancários por telefone, nas décadas de 1970 e 1980.⁴⁰⁶

Mais recentemente, o *internet banking* trouxe os benefícios do banco sem agência, e a capacidade de conduzir atividades bancárias remotamente.

O que a OCDE aponta de diferente, nos dias de hoje, e daí o uso do termo “disrupção”, é a velocidade da mudança, o número de novos participantes, e a introdução de serviços e modelos de negócios que estão trazendo mudanças radicais para o mercado. Um dos principais fatores para essa revolução seria o aumento do uso de *smartphones* e da internet e, conseqüentemente, o surgimento de uma economia baseada em *big data* e em mercados absolutamente digitais.⁴⁰⁷

O termo *fintech*, portanto, reflete uma variedade de produtos e serviços entregues pela utilização de tecnologia, por meio de softwares especializados e algoritmos, que podem resultar em novos modelos de negócios, aplicativos, processos ou produtos, com efeitos concretos associados à provisão de serviços financeiros e de infraestrutura financeira, como os serviços de pagamentos.

⁴⁰⁴ OCDE. Digital Disruption in Financial Markets. 05 de junho de 2019, p. 2. Disponível em: www.oecd.org. Acesso em: 9 jun. 2021.

⁴⁰⁵ Ibidem, p. 2.

⁴⁰⁶ Ibidem.

⁴⁰⁷ “Com vários intelectuais e entidades dedicadas ao tema, estudos convergem ao reconhecer que nos encontramos em uma ‘economia movida a dados’, onde o termo *big data* representa exatamente este cenário de ubiquidade de dados. Ainda que discordem como e em que grau, estudiosos vêm reconhecendo que a detenção de dados é relevante de uma perspectiva competitiva. Simultaneamente, presencia-se o desenvolvimento de legislações de proteção de dados pessoais, partindo essencialmente de perspectiva de proteção de direitos e liberdades individuais.” Para mais informações, vide: PEDIGONI, Paula. Direito à portabilidade de dados: entre a proteção de dados e a concorrência. *Cade. Revista de Defesa da Concorrência*, nº 134, p. 134-176, 2020.

Outrossim, as novas tecnologias digitais abriram novas possibilidades para transações de pagamento sem fricções, em um mundo completamente virtualizado, com menores custos e atrasos associados à presença de intermediários financeiros, que operam sob diferentes regras de várias jurisdições.⁴⁰⁸

Ao tornar as transações financeiras infinitamente mais rápidas, fáceis e baratas, as *fintechs* também ofereceram novas oportunidades de inclusão financeira e acesso ampliado aos serviços financeiros.⁴⁰⁹

Nesse sentido, a nova tecnologia parece destinada a “revolucionar” as finanças não apenas como uma questão de eficiência transacional, mas também como uma questão de economia política.⁴¹⁰

No Brasil, o Banco Central definiu o termo *fintech*, publicamente e pela primeira vez, em seu Relatório de Economia Bancária de 2017 (Relatório de 2017), publicado em 30 de junho de 2018, definindo-o como: “um grupo de instituições cujos modelos de negócio se baseiam fortemente em tecnologia inovadora e na utilização intensiva de canais eletrônicos de atendimento e de processamento de serviços financeiros e de pagamentos”.⁴¹¹

Por ocasião do Relatório de 2017, o Bacen assinalava a existência de 332 empresas atuantes no Brasil em novembro de 2017, de diferentes portes, estágios de operação e segmento de atuação no setor financeiro, destacando a existência de seis bancos digitais à época.⁴¹²

A edição apontava a presença das *fintechs* no setor de pagamentos, majoritariamente, mas também em gestão financeira, empréstimos, investimentos, financiamento privado,

⁴⁰⁸ HOROWITZ, Jeff; SCRO, Eric. Creating an Open Financial System and Why Institutionalization is Key, in *KPMG, Institutionalization of Cryptoassets* 11, nov. 2018. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/us/pdf/2018/11/institutionalization-cryptoassets.pdf>; <https://perma.cc/SCU4-DA2C>. Acesso em: 21 jul. 2019 (arguing that crypto may help overcome some of the most fundamental problems of the global financial system).

⁴⁰⁹ Ibidem, p. 38.

⁴¹⁰ Ibidem.

⁴¹¹ Para o Banco Central do Brasil, dois segmentos entram no seu universo de supervisão no que tange ao grupo denominado de *fintechs*: (1) as Instituições de Pagamento, que, embora não sejam classificadas como instituições financeiras, foram inseridas nesse universo por meio da Lei nº 12.865/2013, e (2) as Sociedades de Crédito Direto (SCDs) e as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEPs), instituições financeiras regulamentadas pela Resolução 4.656, de 26 de abril de 2018, especializadas na concessão ou intermediação de empréstimos por meio de plataformas eletrônicas. Para mais informações, vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2017 cit., p. 184.

⁴¹² Ibidem.

seguros, negociação de dívidas, criptoativos e livros-razão (*distributed ledger technology* – DLT), algumas delas atuando fora do perímetro regulatório dos reguladores financeiros.

A primeira característica que se aponta em um esforço de catalogação do fenômeno *fintech*, portanto, é compreender que não se trata de um tipo específico de empresa, mas de um modelo de negócio inovador envolvendo o uso intensivo de tecnologia para a provisão de serviços financeiros em geral.

Essas *startups*⁴¹³ de tecnologia financeira estariam competindo com os modelos de negócios financeiros tradicionais na prestação de serviços, tomando participação de mercado das instituições incumbentes, e começando a oferecer mais opções aos consumidores e clientes comerciais que seriam mais baratas, mais rápidas ou mais personalizadas.

Para a OCDE, o primeiro setor em que as *fintechs* desafiaram com sucesso os bancos tradicionais no mundo foi o de pagamentos, por meio de serviços e produtos baseados em moeda eletrônica.⁴¹⁴

Essa afirmação reflete o mesmo acontecimento no Brasil, e não por coincidência.

Para o organismo internacional isso não seria surpreendente, uma vez que a tecnologia permitiu a realização de economias de escala para fornecer serviços de pagamentos mais eficientes, em termos de preço, agilidade e segurança:⁴¹⁵

⁴¹³ Embora o conceito de startup seja multifacetado, a legislação brasileira definiu tais empresas no chamado “Marco Legal da Startups”, Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021, considerando-as como organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados: (i) com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada; (ii) com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; e (iii) que atendam a um dos seguintes requisitos, no mínimo: a) declaração em seu ato constitutivo ou alterado e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, ou b) enquadramento no regime especial Inova Simples.

⁴¹⁴ OCDE. Digital Disruption in Financial Markets cit., p. 5. Para mais informações, vide: Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on payment services in the internal market, amending Directives 2002/65/EC, 2009/110/EC and 2013/36/EU and Regulation (EU) nº 1093/2010, and repealing Directive 2007/64/EC, 2015 O.J. (L 337) 35.

⁴¹⁵ Outra grande sinalização do movimento de disrupção causado pelos provimentos de serviços a velocidade surpreendente com que as *fintechs* vinham crescendo: “Hoje, uma das maiores empresas financeiras em todo o mundo é AntFinancial. A sua origem encontra-se na Alipay que foi fundada pelo Alibaba na China em 2004 para facilitar pagamentos. Foi desmembrado em 2011 e agora fornece não apenas pagamentos e outros serviços financeiros, mas também financia empréstimos para consumidores e pequenas empresas” (Ibidem, p. 3).

Basta pensar na vinculação do PayPal ao eBay, permitindo que pequenos pagamentos sejam feitos instantaneamente (sem nenhum custo) para clientes em todo o mundo. Empresas como Monzo, TransferWise, Stripe ou HiFX ganharam rapidamente participação de mercado para pagamentos locais e internacionais, oferecendo baixas taxas de transação ou nenhuma. Esses novos serviços obrigaram os bancos a adotar novas estratégias digitais para se manterem competitivos ou em alguns casos, aliar-se a novos jogadores.⁴¹⁶

Como no Brasil, a literatura especializada também confirma que a “Diretiva de Serviços de Pagamentos nº 2” (PSD2) mudou dramaticamente a cara do setor de pagamentos na União Europeia, estabelecendo novas regras para permitir a entrada de uma ampla gama de novos participantes na indústria de pagamentos, e criando uma série de requisitos para permitir que terceiros possam acessar dados financeiros de seus clientes, em uma bem-sucedida tentativa de impulsionar a inovação e aumentar a concorrência no setor:

Os bancos agora precisam permitir que fornecedores terceirizados, autorizados, acessem as informações das contas dos clientes e façam o pagamento das contas deles. Estas alterações permitirão aos novos participantes utilizar infraestruturas de informação e pagamento, e iniciar transações de pagamentos, aproveitando o fato de os bancos, depois de terem investido para cumprir os novos requisitos da regulação, terem desenvolvido infraestruturas de manutenção de conta de pagamentos e processamento de pagamentos.⁴¹⁷

Em linha com a OCDE, já em 2016, Thomas Phillipon preconizava que essas inovações tinham o condão de disruptar a indústria da forma que ela existia, revolucionando como as empresas incumbentes entregariam seus produtos, democratizando o acesso a serviços financeiros, mas também criando desafios legais significativos, sobretudo regulatórios e de privacidade de dados. Daí o porquê de o autor ter chamado o surgimento das *fintechs* como “oportunidade *fintech*”.

O autor elencou como exemplos de inovações centrais das *fintechs* as criptomoedas, o *blockchain*, empréstimos *peer-to-peer*, plataformas de *equity crowdfunding* e sistemas de pagamento via celular (*mobile*).⁴¹⁸

Para Phillipon, a Crise de 2008 provocou o surgimento de novas iniciativas regulatórias no setor financeiro e acelerou outras, e embora a moldura criada tenha sido útil e benéfica, tornando o setor financeiro mais seguro e regulado, ela foi desenhada focando

⁴¹⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2017 cit., p. 3.

⁴¹⁷ OCDE. Digital Disruption in Financial Markets cit., p. 5. Para mais informações, vide: Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on payment services in the internal market, amending Directives 2002/65/EC, 2009/110/EC and 2013/36/EU and Regulation (EU) No 1093/2010, and repealing Directive 2007/64/EC, 2015 O.J. (L 337) 35.

⁴¹⁸ PHILIPPON, Thomas. *The fintech opportunity* cit., p. 1.

apenas nos incumbentes, e é improvável que entregue mais ganhos de bem-estar no futuro, considerando os problemas de alavancagem, tratamentos fiscais preferenciais e ganhos de oligopólio do mercado financeiro.⁴¹⁹

Por conseguinte, a oportunidade trazida pelas *fintechs* poderia se converter como de grande utilidade para as autoridades resolverem os desafios regulatórios e falhas remanescentes no mercado financeiro e de pagamentos, mas para isso seria requerida uma abordagem alternativa da regulação financeira, baseada na ideia de fomentar novos entrantes, sem alavancagem, e formatar o desenvolvimento de novos sistemas, mais baratos, transparentes e de acesso aberto, promovendo mudanças estruturais no mercado.⁴²⁰

A concepção de Philippon amolda-se à ideia defendida sobre o papel da regulação e da política de defesa da concorrência neste trabalho, como ferramentas constitutivas de mercados.

Embora o advento das *fintechs* encontre similaridades com outros movimentos de inovação disruptiva, fruto da digitalização da economia, Philippon aponta características específicas da indústria financeira que as individualizam e as tornam particularmente interessantes para os reguladores: a criação de sistemas do zero, em contraposição aos sistemas legados das instituições financeiras consolidadas, e a possibilidade oferecer soluções com baixo nível de alavancagem.⁴²¹

Um ponto extremamente relevante que o autor sinaliza, especialmente considerando o mercado brasileiro de pagamentos, e o surgimento de inúmeros novos entrantes nos últimos anos, é que as inovações trazidas pelas *fintechs* continuarão acontecendo, independente das mudanças na regulação.⁴²²

Ou seja, não haveria nenhuma razão para acreditar que as *fintechs*, por si só, resolveriam os desafios regulatórios encontrados no setor financeiro, promovendo mais concorrência.⁴²³ Contudo, se os reguladores quiserem aproveitar a chance de auferir vantagens

⁴¹⁹ PHILIPPON, Thomas. *The fintech opportunity* cit., p. 2.

⁴²⁰ Ibidem.

⁴²¹ Ibidem.

⁴²² Ibidem, p. 15.

⁴²³ As inovações disruptivas no setor financeiro tiveram um impacto significativo na concorrência, nos consumidores e na regulação. O uso de algoritmos, *big data*, *blockchain*, empréstimo *peer-to-peer* e *crowdsourcing*, ensejaram mudanças significativas nas tradicionais atribuições dos intermediários financeiros e para alguns autores a mudança na oferta de serviços no setor podem vir a melhorar os índices de

advindas desses novos modelos de negócios, que são incontornáveis, diz Philippon, eles precisam criar os incentivos corretos para isso, tais como:⁴²⁴

- (i) Fomentar a entrada das *fintechs* no setor financeiro e estar atento uma abordagem customizada da regulação (igualdade de condições *versus* proporcionalidade da regulação, ou regulação por função x regulação por entidade);
- (ii) Promover sistemas de baixa alavancagem;
- (iii) Continuar a assegurar os altos índices de capital dos incumbentes e estar atento às aquisições de *fintechs* no mercado;
- (iv) Usar a máxima: “o perfeito é inimigo do bom”.

A primeira diretriz tem sido muito discutida na doutrina, pois cria uma situação assimétrica de regulação e, conseqüentemente, de concorrência entre incumbentes e *fintechs*.

Essa abordagem é utilizada por diversas autoridades monetárias e se baseia na premissa “*same activity, same risk, same regulation*”, ou seja, a mesma regulação só é aplicável para o mesmo risco incorrido.

Dado que bancos e *fintechs* possuem natureza jurídica e prerrogativas de atividade bastante diferentes, a abordagem diferente da regulação estaria justificada, conforme será mais bem detalhado no terceiro capítulo desse trabalho.⁴²⁵

Nessa linha, para alguns estudiosos é preciso assegurar a igualdade de condições em relação à regulação, e para outros deveria haver proporcionalidade, com maior ônus regulatório para aqueles que oferecem maiores riscos ao sistema, em geral, os incumbentes, ainda que os novos entrantes ensejem desafios próprios para a regulação.⁴²⁶

Em relação ao segundo ponto, o fomento à entrada de modelos de negócio de baixa alavancagem se amolda à ideia de conter o risco sistêmico, e se aplica às inovações trazidas pelas *fintechs* no setor de pagamento, em que não há multiplicação de rentabilidade por meio

concorrência no mercado financeiro, além de endereçar outros problemas, como altos custos de troca e de transação.

⁴²⁴ PHILIPPON, Thomas. *The fintech opportunity* cit., p. 15.

⁴²⁵ Para mais informações, vide: PACHECO, Lucia. Implementing the principle of “same activity, same risk, same regulation and supervision”: activity vs entity-based frameworks. *BBVA Research*. Economic Watch. 2021, p. 1-11. Disponível em: <https://www.bbva-research.com/en/publicaciones/global-implementing-the-principle-of-same-activity-same-risk-same-regulation/>. Acesso em 10 dez. 2022.

⁴²⁶ DAROLLES, S. The rise of *fintechs* and their regulation. *Financial Stability Review*, Banque de France, issue 20, p. 85-92, 2016.

de captação de recursos de terceiros, e, no caso brasileiro, é proibida a realização de empréstimos por parte das instituições de pagamento e quaisquer atividades privativas de instituições financeiras.

Nesse diapasão, desde 2016 a literatura econômica já mapeia, mais de perto, o crescimento do mercado de pagamentos via *mobile*, por meio de moeda eletrônica, e também de moedas/ativos virtuais, além de discussões sobre a criação de moedas digitais soberanas, como instrumentos que vêm alterando significativamente as discussões sobre o sistema financeiro e monetário internacional, e a transações de pagamento no mercado de varejo.⁴²⁷

Além disso, novos sistemas vêm surgindo possibilitando pagamentos sem depender de contas de depósito com valores nominais fixos, ou seja, com possibilidade de realizar pagamentos com contas de valores flutuantes – e para isso a regulação também deverá estar preparada.⁴²⁸

A terceira recomendação de Philippon vai ao encontro da Crise de 2008, e tenta endereçar os altos níveis de alavancagem dos bancos norte-americanos, assinalando, inclusive, que os incumbentes tentarão adquirir *fintechs* ou tornar a tecnologia *blockchain* restrita, para seu benefício próprio.

Nesse sentido, Philippon conclama, expressamente, uma análise conjunta das políticas antitruste e regulatória em benefício da manutenção da concorrência, e assevera que esse equilíbrio não virá de maneira natural, exigindo constante vigilância (“*we do not want fintech firms to become the oligopolies of tomorrow*”).

Como recomendação final, o autor vaticina que, mesmo no melhor dos cenários, as *fintechs* também ensejarão desafios consideráveis e trarão problemas ao regime de proteção dos consumidores e de dados, sobretudo, por conta do uso de *machine learning* e inteligência artificial, trazendo o exemplo dos robôs-conselheiros de investimentos.

⁴²⁷ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. The dawn of fintech in Latin America: landscape, prospects and challenges, p. 9. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap112.htm>. Acesso em: 9 jun. 2021.

⁴²⁸ Ibidem, p. 16.

Nesse sentido, as preocupações surgidas em função do advento das *fintechs* não seriam diferentes daquelas que estão postas aos mercados digitais, baseados em plataformas, que têm sido alvo de constante análise das autoridades antitruste mundo afora.⁴²⁹

No Brasil, segundo dados mais recentes, o universo de empresas de tecnologia no setor financeiro (*fintechs*) já estaria em mais de 1.200 empresas, com um aumento de 35% no número de empresas entre 2019 e 2020 – proporção que só cresceu de 2015 até o momento.⁴³⁰

O setor de pagamentos continua em sua posição central, como principal motor do crescimento do ecossistema *fintech* brasileiro, respondendo por 28% das empresas no setor, com um aumento de 26% em quantidade de representantes em relação a 2019.⁴³¹

Segundo dados do BIS, em 2019, seis países dominavam o panorama das *fintechs* na América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, e o Brasil foi o maior mercado de *fintech* em termos de investimento, volume de financiamento alternativo e número de negócios.⁴³²

Segundo a autoridade internacional, a baixa penetração bancária e a subutilização de serviços financeiros formais impulsionaram o aumento e o desenvolvimento de *fintechs* na América Latina, tendo em vista que os sistemas bancários da região são altamente concentrados, resultando em taxas e custos de transação elevados, procedimentos complicados para abrir uma conta bancária e altas taxas de juros.⁴³³

⁴²⁹ NEW YORK TIMES. U.S. Revives Facebook Suit, Adding Details to Back Claim of a Monopoly. Para mais informações, vide: <https://www.nytimes.com/2021/08/19/technology/ftc-facebook-antitrust.html>. Acesso em: 19 ago. 2021.

⁴³⁰ FINTECHLAB. Edição 2020 do Radar FintechLab detecta 270 novas *fintechs* em um ano. Disponível em: <https://fintechlab.com.br/index.php/2020/08/25/edicao-2020-do-radar-fintechlab-detecta-270-novas-fintechs-em-um-ano/>. Acesso em: 15 jun. 2021.

⁴³¹ Em seguida, vêm as *fintechs* de gestão financeira – crescimento esperado em função da implementação do Open Banking no Brasil, em 2021, ultrapassando a tradicional segunda posição detida pelas startups de empréstimo financeiro. O Open Banking, ou Sistema Financeiro Aberto, é o compartilhamento padronizado de dados, produtos e serviços por meio de abertura e integração de sistemas, com o uso de interface dedicada para essa finalidade, por instituições financeiras, instituições de pagamento e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BC, de forma segura, ágil e conveniente. Além do site do Banco Central, no Portal do Open Banking é possível obter mais informações sobre ele. Para mais informações, vide: FINTECHLAB. Edição 2020 do Radar FintechLab detecta 270 novas *fintechs* em um ano cit., p. 19.

⁴³² BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. The dawn of fintech in Latin America: landscape, prospects and challenges cit., p. 9.

⁴³³ Ibidem, p. 12.

O organismo também frisa que a fragilidade institucional e a baixa concorrência entre os bancos deixaram poucos incentivos para melhorar os serviços ou oferecer taxas mais baixas aos clientes.⁴³⁴

Em 2019, mais da metade dos latino-americanos não tinha acesso a nenhum tipo de serviço financeiro, enquanto os custos bancários da outra metade eram elevados, por conseguinte, as *fintechs* na América Latina se voltaram para os segmentos que ficaram para trás ou não foram devidamente atendidos pelo sistema financeiro tradicional.⁴³⁵

Diante de todas as evidências do crescimento exponencial de empresas de tecnologia no setor financeiro, o que se nota é uma preocupação, cada vez mais palpável, por parte dos reguladores em não coibir a inovação e o potencial competitivo das *fintechs*, bem como os potenciais ganhos de bem-estar do consumidor decorrentes, mas buscando preservar ao máximo a estabilidade, transparência e solidez do sistema financeiro e de pagamentos.

Nessa toada, as evidências empíricas também apontam que, nos últimos anos, a América Latina tem visto um aumento acentuado no número de *fintechs* que oferecem serviços mais convenientes de pagamento, e grandes empresas de tecnologia começando a integrar serviços de pagamento em suas plataformas de *e-commerce* ou de redes sociais (*bigtechs*).⁴³⁶

No entanto, os incentivos do setor privado nem sempre estão alinhados com os objetivos sociais da regulação, e em função disso, dizem os estudiosos, os bancos centrais desempenham um papel fundamental na manutenção da segurança e integridade dos sistemas, sendo a principal fonte de confiança da moeda e do setor de pagamentos, com a missão de garantir que a inovação do setor privado seja canalizada para melhorar a concorrência, o bem estar social e a inclusão financeira, sem abrir mão de preservar a estabilidade financeira como um todo.

A tensão entre estender o perímetro regulatório da autoridade monetária a todos os prestadores de serviços de pagamento, ou manter os novos participantes fora da necessidade

⁴³⁴ ROJAS-SUÁREZ, L. *Financial inclusion in Latin America: facts, obstacles and central banks' policy issues*. IDB Discussion Paper, nº 464, 2016.

⁴³⁵ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *The dawn of fintech in Latin America: landscape, prospects and challenges* cit., p. 12.

⁴³⁶ FINANCIAL STABILITY BOARD. *BigTech in finance: Market developments and potential financial stability implications*, 2019. Disponível em: <https://www.fsb.org/2020/10/bigtech-firms-in-finance-in-emerging-market-and-developing-economies/>. Acesso em: 6 jun. 2020.

de supervisão até determinada volumetria, fomentando assim sua entrada no mercado, foi uma questão central no debate de promoção da concorrência no setor de pagamentos brasileiro e internacional.⁴³⁷

A literatura aponta que os desafios apresentados pela *fintechs*, e notadamente aqui, as *fintechs* de pagamento, exigem mudanças no olhar tradicional da regulação que demandam novas formas de monitoramento e supervisão, sobretudo em relação à privacidade de dados, aprendizagem de máquina (*machine learning*), *sandboxes* e redes/conglomerados financeiros, como será detalhado no terceiro capítulo da pesquisa.⁴³⁸

Ao mesmo tempo, a estrutura do mercado, marcado por um grande número de pequenas *fintechs* pulverizadas, levanta uma série de preocupações sobre se os regimes legais aplicáveis aos modelos de negócio em questão.

Essas preocupações podem ser entendidas como relacionadas aos três propósitos centrais da regulação financeira: eficiência, isonomia e estabilidade.

Primeiro, porque alguns apontam que as *fintechs* poderiam reduzir a capacidade do setor financeiro de alocar capital com eficiência.

Segundo, porque poderiam também gerar oportunidades para novos atores, de baixa qualidade regulatória, tirarem vantagem de consumidores não sofisticados.

Terceiro, as *fintechs* poderiam criar um conjunto de riscos sistêmicos que ameaçariam afetar a economia em geral.⁴³⁹

Cada uma dessas preocupações está no centro da regulação financeira moderna, no mundo todo, e sem uma melhor compreensão de como as *fintechs* podem ou não ameaçar esses objetivos, os formuladores de políticas públicas terão dificuldades para criar regramentos que abordem adequadamente os riscos exclusivos do setor.

Com efeito, as próprias barreiras à entrada nesse mercado já não são mais as mesmas, e cada vez mais estarão relacionadas à proficiência em algoritmos, automação e inteligência artificial.⁴⁴⁰

⁴³⁷ OCDE. Executive Summary of the roundtable on Digital Disruption in Financial Markets. Março de 2020. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M\(2019\)1/ANN4/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M(2019)1/ANN4/FINAL/en/pdf). Acesso em: 15 jun. 2021.

⁴³⁸ Ibidem.

⁴³⁹ MAGNUSON, William J. Financial regulation in the bitcoin era cit., p. 174.

Destarte, o terceiro capítulo deste trabalho buscará investigar a possível coordenação entre regulação financeira e política de defesa da concorrência, em decorrência dos desafios postos pela “oportunidade *fintech*”, à luz da experiência empírica do processo regulatório do mercado brasileiro de meios de pagamento, de modo a salvaguardar os ganhos de bem-estar social, comprovadamente, propiciados pelas recentes inovações, sem gerar qualquer deslocamento, contudo, da busca da estabilidade necessária ao sistema financeiro e de pagamentos.⁴⁴¹

2.4 A emergência das *fintechs* e os desafios da regulação financeira no setor de pagamentos

No setor de pagamentos, a regulação financeira sempre buscou, precipuamente, endereçar os riscos de crédito e de liquidez a que se sujeitam os agentes econômicos integrantes das cadeias eletrônicas de pagamento, que possuem impacto direto nas economias de mercado e na vida dos consumidores nas sociedades contemporâneas.

Ademais, um dos principais riscos envolvidos em um sistema de pagamentos moderno é o risco operacional.

A principal característica do risco operacional é a de que ele não é assumido em troca de uma recompensa esperada, tal como ocorre com o risco de crédito e o risco de mercado, assim, sua existência é intrínseca às atividades corporativas, fato que afeta diretamente sua gestão. Ao mesmo tempo, sua ocorrência pode depreciar a relação risco-retorno da instituição, expondo-a a significantes perdas e, não à toa, os bancos centrais no mundo todo adotam diversas medidas para contorná-lo.⁴⁴²

Embora os sistemas de pagamento, ao longo do tempo, tenham sido menosprezados como parte do *backoffice* do setor bancário, eles são a espinha dorsal que assegura o fluxo de recursos entre bancos, intermediários financeiros, empresas e famílias, como argumentado no primeiro capítulo desse trabalho.

⁴⁴⁰ MAGNUSON, William J. Financial regulation in the bitcoin era cit., p. 174.

⁴⁴¹ OCDE. Executive Summary of the roundtable on Digital Disruption in Financial Markets cit., p. 52.

⁴⁴² O risco operacional pode ser definido como o risco que deficiências em sistemas de informação ou em controles internos possam resultar em perdas inesperadas, como, por exemplo, aqueles relacionados com erros humanos ou com falhas de equipamento, programas de computadores ou sistemas de comunicação que são imprescindíveis para a liquidação dos pagamentos, causando ou aumentando os riscos de crédito ou de liquidez. O assunto será mais bem explorado no terceiro capítulo desse trabalho.

Logo, a segurança, eficiência, e estabilidade dos instrumentos e sistemas de pagamentos possuem um impacto significativo na segurança, eficiência e estabilidade do sistema financeiro como um todo.

No que tange ao pagamento com moeda eletrônica, notadamente, o mercado de cartões, a preocupação, até o final da década de 90 no Brasil, sempre foi a velocidade e a segurança do processamento das operações.

Contudo, com a evolução dos métodos de pagamentos, e o amplo papel que a inovação financeira vem desempenhado nos últimos anos, os reguladores setoriais, nacionais e estrangeiros, passaram a estar mais atentos aos riscos de fraude, vazamento de dados, prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, sobretudo, mais recentemente, em relação ao mercado de criptomoedas, onde quase inexistente regulação ao redor do mundo.⁴⁴³

A Crise de 2008 também contribuiu para um olhar mais apurado por parte das autoridades em relação às inovações financeiras, sobretudo, surgidas na última década, com intuito de evitar, justamente, negligência regulatória em relação aos potenciais riscos advindos da tecnologia, e estabelecer um novo olhar sobre o equilíbrio sistêmico do setor.⁴⁴⁴

Com efeito, os objetivos da regulação financeira no setor de pagamentos não diferem exatamente daqueles estabelecidos pelo regulador para o sistema financeiro como um todo, e que levam em consideração a racionalidade econômica neoclássica para responder a determinados tipos de falhas de mercado. A própria escassez de bibliografia jurídica mais antiga detalhando possíveis peculiaridades apenas evidenciam o quanto o assunto só passou a ser objeto de atenção mais detida por parte dos reguladores financeiros mais recentemente, dada as inovações no nicho de pagamentos trazidos pelas *fintechs* e, conseqüentemente, potenciais novos riscos.

⁴⁴³ No Brasil, o Projeto de Lei nº 4.401/2021 que regulamenta as criptomoedas e ativos virtuais, de relatoria do ex-deputado Expedito Neto, foi aprovado pelo plenário da Câmara dos Deputados em 29 de novembro de 2022 e aguarda a sanção presidencial para entrada em vigor.

⁴⁴⁴ MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2015. p. 43: “Se, por um lado, diversos produtos e processos financeiros facilitaram a vida de seus usuários, como a utilização de cartões de crédito e débito, sistemas de pagamento virtual e instrumentos que baratearam o crédito, por outro, diversos produtos se mostraram tão obscuros que fugiram ao escopo para o qual foram criados. Nesse ponto é que a regulação de produtos financeiros se mostra fundamental. O grande problema é que, considerando a dinâmica das inovações, o regulador está sempre um passo atrás dos agentes de mercado. A falta de regulação de produtos financeiros pode levar a resultados catastróficos”.

Assim, a proteção dos usuários finais recebedores (consumidores dos sistemas de pagamento eletrônicos e digitais), bem como dos intermediários participantes dos arranjos de pagamentos, os recursos mantidos em conta (sujeitos a uma série de restrições regulatórias), além da estabilidade financeira, eficiência do mercado, prevenção ao crime e a concorrência no setor, podem ser apontados como os principais objetivos da regulação financeira que também se aplicam ao mercado de meios pagamentos, objetivos que, muitas vezes, colidem ou suscitam tensões entre si.⁴⁴⁵

Considerando os sistemas de pagamento de varejo, embora haja interdependência das instituições financeiras, do sistema de pagamentos de atacado (mercado interbancário) e das câmaras de compensação e liquidação do mercado de capitais, emergem também objetivos específicos da regulação sistêmica e prudencial aplicável ao nicho de pagamentos.

Essas diferenças sublinham os riscos diretamente ensejados pelos diferentes arranjos de pagamento, tanto para seus participantes, como para seus usuários finais recebedores (destinatários das transações de pagamento), e para o sistema financeiro como um todo.

Assim é que, para os sistemas de pagamento de atacado (mercado interbancário) e para os sistemas utilizados no mercado de capitais, que não são objeto de análise mais detalhada no presente trabalho, as questões mais importantes são relativas aos riscos operacionais, de crédito e liquidez que ameaçam, conseqüentemente, a estabilidade financeira.⁴⁴⁶

Já para os sistemas de pagamento de varejo, objeto de análise do presente trabalho, as mais importantes questões concernem ao equilíbrio entre eficiência, segurança e competição.⁴⁴⁷

Como visto, as transações de pagamento no varejo podem ser realizadas por diferentes instrumentos e sistemáticas de pagamento, e essa infraestrutura é quase universalmente detida e operada por provedores de pagamentos privados: bancos, empresas de cartão de crédito e, cada vez mais, por intermediários não bancários como as instituições de pagamento no Brasil, ou aplicativos de carteiras digitais via celular, entre outras modalidades de empresas de pagamento, reguladas ou não (nomeadas nesse trabalho como *fintechs* de pagamento).

⁴⁴⁵ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 71.

⁴⁴⁶ *Ibidem*, p. 392.

⁴⁴⁷ *Ibidem*.

As autoridades financeiras têm evidente interesse na solidez e eficiência dos sistemas de pagamentos de varejo, uma vez que esses requisitos são essenciais para a confiança da população na capacidade da moeda atuar como meio de troca na economia, e necessário para a confiança internacional em determinados sistemas monetários.⁴⁴⁸

Capitaneando os objetivos da regulação financeira, a experiência internacional aponta diferentes tipos de atividades exercidas pelos bancos centrais e autoridades de supervisão em relação aos sistemas de pagamento de varejo, que podem ser agrupadas em três perfis de atuação: (i) supervisor, (ii) operador e (iii) catalisador.⁴⁴⁹

No tocante ao mercado de pagamentos, é importante frisar que diante dos desafios postos pela inovação no setor financeiro nas últimas duas décadas, identificadas aqui pelo o que se conveniou chamar de “oportunidade *fintech*”, o escopo da regulação financeira não se modificou, mas a sua finalidade se amplia diante dos desafios mapeados, assim como a atuação das autoridades regulatórias, que passam a ser não apenas supervisores do sistema financeiro e de pagamentos, mas também operadoras (como na criação de arranjos de pagamentos instantâneos próprios, e de acesso aberto, à exemplo do Pix no Brasil) e também catalisadoras de processos estruturais de mercado, como o fomento da concorrência por meio da regulação no mercado de meios de pagamento brasileiro e em outras jurisdições.

A partir do momento que algumas *fintechs* ganharam proeminência, tanto em função de seu crescimento e desenvolvimento, como pelo valor dos montantes envolvidos nas transações, os reguladores se viram diante de um novo desafio em conciliar os objetivos regulatórios tradicionais, relacionados, sobretudo, à estabilidade financeira e à proteção ao consumidor, com os objetivos de promoção da inovação e da concorrência.⁴⁵⁰

Chris Brummer e Yesha Yadav argumentam que o regulador se vê, portanto, diante de um trilema ao tentar estabelecer uma regulamentação objetiva e comprometida com a integridade, a estabilidade, e a promoção da inovação, e que, diante das fricções geradas por

⁴⁴⁸ COZER, Cristiano *et al.* Perfis de atuação do Banco Central do Brasil no segmento de pagamentos de varejo. In: COHEN, Gabriel (org.). *Direitos dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 35-59.

⁴⁴⁹ *Ibidem*.

⁴⁵⁰ ARNER, Douglas *et al.* Fintech and Regtech: enabling innovation while preserving financial stability. *Georgetown Journal of International Affairs*, v. 18, p. 48, 2017.

esses valores, lograria êxito em resguardar apenas dois desses três objetivos, concomitantemente, no máximo.⁴⁵¹

Esse possível dilema será explorado no terceiro capítulo da pesquisa.

Em linhas gerais, segundo os autores, se o regulador priorizar a estabilidade do mercado e a clareza da regulação, haverá necessariamente maior restrição normativa, inibindo a inovação financeira.

Por outro lado, se o regulador promover a inovação financeira e a clareza normativa, a escolha tenderia a criar regulamentações simplórias e de pouca intensidade interventiva, aumentando os riscos à estabilidade do sistema.

Por fim, se o regulador decidir promover a inovação financeira e a estabilidade do sistema, deverá fazê-lo por meio de uma rede complexa de normas, contendo regras gerais e exceções, afastando-se, assim, da pretensamente desejada simplicidade regulatória.⁴⁵²

Como visto, os reguladores entendem a estabilidade como um escudo contra eventuais falhas no sistema. No entanto, quanto dessa estabilidade é confundida com a ideia de um mercado concentrado, que pode estar sendo albergado pelo próprio regulador?

Assegurar a estabilidade e a integridade do sistema, como visto, não é e nem deve ser, a única preocupação e objetivo da autoridade monetária.

Essa avaliação sobre a repercussão sistêmica das *fintechs* tensiona algumas das funções da regulação financeira no setor de pagamentos, e enseja um dos seus maiores desafios contemporâneos: promover a inovação e competição, e ao mesmo tempo resguardar e garantir a estabilidade e solidez do sistema. Essa tensão, e os desafios que ela encerra, serão melhor investigadas adiante.

Nesse sentido, para alguns autores, o advento das *fintechs* e sua participação em parcela cada vez maior do mercado financeiro, tanto em volume de negócios como em base de clientes, levantaram novos elementos a serem considerados nas avaliações de fontes de risco sistêmico, diferentes das fontes tradicionalmente observadas, e que exigem, portanto, uma abordagem diferenciada por parte do regulador.

⁴⁵¹ BRUMMER, Chris; YADAV, Yesha. Fintech and the innovation trilemma. *Georgetown Law Journal*, 2018, p. 6 (forthcoming). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3054770>. Acesso em 12 maio 2018.

⁴⁵² *Ibidem*.

Com efeito, o que se nota é que as mudanças trazidas pelas *fintechs* nos últimos anos, notadamente, no setor de pagamentos, trazem desafios regulatórios no sentido de não se criar o que se chama de “*shadow payment system*”, em analogia ao *shadow banking system*.⁴⁵³

É do interesse do regulador que produtos e serviços financeiros sofram avanços e desenvolvimentos, em benefício do próprio mercado e de seus atores, contudo, para alguns autores, o dilema está justamente em sopesar os ganhos sociais advindos da inovação – a exemplo da inclusão financeira trazida pelos modelos de negócio baseado em contas digitais gratuitas de muitas *fintechs*, e os riscos de se criar uma rede paralela, fora do perímetro regulatório, como um novo flanco aberto ao risco sistêmico.⁴⁵⁴

De forma a mitigar o referido dilema, os autores propõem algumas soluções que podem ser utilizadas pelo regulador, entre elas o uso de orientação informal (*informal guidance*), programas-piloto e *sandboxes* regulatórias. Trata-se de instrumentos regulatórios mais flexíveis e diretos, que permitem uma atuação regulatória mais célere e individualizada.

Os autores apontam que o uso de ferramental regulatório alternativo, ou mesmo uma abordagem mais sofisticada da regulação, pode vir a auxiliar as autoridades supervisoras que se encontrem diante dos dilemas trazidos pelas *fintechs*, permitindo que a inovação não se acanhe e seja monitorada com clareza normativa, mitigando eventuais riscos à estabilidade e à higidez do sistema, embora não exista solução perfeita.⁴⁵⁵

2.5 O papel dos reguladores financeiros na promoção da concorrência

Há décadas, em diversas jurisdições, as autoridades monetárias dividem competências de análise antitruste com as autoridades de defesa da concorrência, no tocante ao setor

⁴⁵³ Se por um lado, uma estrutura regulatória complexa e muito subdividida abriu espaço para os riscos de arbitragem regulatória, por outro lado, deu margem ao crescimento de um sistema bancário paralelo (*shadow banking*) que tem sua operação obscurecida pela complexidade de sua estrutura e por uma lacuna de supervisão. Vide: INTERNATIONAL MONETARY FUND. Initial Lessons of the Crisis. Fev. 2009. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>. Acesso em: 6 ou. 2022.

⁴⁵⁴ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 57.

⁴⁵⁵ Além das soluções apontadas, os autores ressaltam a necessidade de que, de forma complementar, sejam adotadas outras medidas, tais como cooperação entre agências, definição de padrões internacionais e utilização de autorregulação privada. Ver: BRUMMER, Chris; YADAV, Yesha. *Fintech and the innovation trilemma* cit., p. 7. Especificamente sobre cooperação regulatória internacional, ver: BROMBERG, Lev; GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Cross-border cooperation in financial regulation: crossing the fintech bridge. *Capital Markets Law Journal*, v. 13, p. 59-84, 2018.

financeiro e de pagamentos, em regime de competências complementares ou concorrentes, à exemplo do ordenamento jurídico brasileiro.⁴⁵⁶

Tendo em vista que a regulação financeira é complexa e dinâmica, com escopo diferente da análise transversal do direito antitruste, o que tem sido demandado das instituições e escolhas políticas em relação ao regime de competências, é o desenvolvimento contínuo de aprimoramentos e soluções regulatórias, a fim de se manter níveis razoáveis de estabilidade do setor ao longo do tempo.

Assim, os processos regulatórios, que exigem expertise técnica e quadros profissionais qualificados e específicos, têm sido conduzidos, em quase todos os países do mundo, por autoridades regulatórias financeiras, integrantes de estruturas administrativas descentralizadas, em que pese a existência de algumas críticas quanto à legitimidade democrática da escolha político-institucional.⁴⁵⁷

Não obstante os objetivos gerais de regulação financeira serem mundialmente compartilhados por todos os países, com relativo grau de homogeneidade, em benefício do

⁴⁵⁶ STJ, REsp 614.048, Primeira Turma, Relator Ministro Luiz Fux, j. 15.03.2005, *DJ* 02.05.2005; e REsp 507.123, Segunda Turma, Relatora Ministra Eliana Calmon, j. 01.09.2005, *DJ* 19.09.2005. A ementa desse último precedente, quanto ao mérito da causa, é digna de transcrição, *in verbis*: “ADMINISTRATIVO – SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – MERCADO CAMBIAL – FIXAÇÃO DAS TAXAS – COMPETÊNCIA. 1. O Sistema Financeiro Nacional é formado por um conjunto de normas que, partindo da Constituições, contém um grande número de dispositivos infralegais, tais como resoluções e circulares. 2. O sistema é também caracterizado pela previsão de regras de delegação de competência para atender à rapidez do mercado e às urgências de situações emergenciais, especialmente em relação ao mercado cambial. 3. Na interpretação das regras do Sistema Financeiro Nacional, deve o intérprete atentar para dois aspectos: manutenção da inviolabilidade do espaço reservado ao Legislativo e flexibilidade com as regras de delegação. 4. A Lei nº 4.595/1964, ao disciplinar o sistema, outorgou ao Conselho Monetário Nacional a competência para baixar as normas de fixação das taxas de câmbio (art. 4º, XXXI), mas também outorgou ao BACEN o monopólio das operações, nos casos de urgência e de desequilíbrio grave para o balanço de pagamento (art. 4º, XVIII). 5. Legalidade da Resolução BACEN que estabeleceu a taxa cambial (art. 11, III). [...]” (STF, Tribunal Pleno, ADIn 2.591, Relator Ministro Carlos Velloso, Relator para Acórdão Ministro Eros Grau, j. 07.06.2006, *DJ* 29.09.2006).

⁴⁵⁷ Não obstante, as estratégias de descentralização administrativa dos processos regulatórios, acompanhada da outorga de graus reforçados de autonomia às instituições administrativas regulatórias, têm sido alvo de questionamentos relacionados à legitimidade política dessa escolha institucional, mormente sob a alegação de desvirtuamento das ideias fundamentais de participação e controle social próprias da democracia constitucionais plurais, que estariam alicerçadas em um suposto modelo rígido de separação de poderes que assegura primazia decisória ao Poder Legislativo, na medida em que seus integrantes são eleitos, diretamente, pelos cidadãos livres e iguais. Assim, a controvérsia a respeito das estratégias de descentralização administrativa, atreladas a reforços de autonomia institucional, e o seu déficit democrático, Vide: ARAGÃO, Alexandre Santos de. A Legitimidade Democrática das Agências Reguladoras. In: BINENBOIM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 1. Em sentido mais amplo, o debate original do Direito Administrativo clássico firmado entre autoridade e liberdade é transformado, no cenário constitucional contemporâneo, por um diálogo institucional mais dinâmico entre eficiência e legitimidade, cf.: BAPTISTA, Patricia. *Transformações do direito administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 243-250.

ideal de estabilidade financeira sustentável a longo prazo, a experiência internacional evidencia a inexistência de um modelo de desenho institucional e regulatório único.

Logo, em que pese a relativa unidade em torno dos objetivos da regulação financeira, os desenhos institucionais e regulatórios domésticos para o mercado financeiro têm sido moldados, historicamente, segundo trajetórias distintas, ligadas às respectivas peculiaridades históricas e econômicas dos países.⁴⁵⁸

Outrossim, definir o desenho regulatório ideal e atemporal aplicável a todos que seja oriundo de uma mesma racionalidade econômica, é tarefa extremamente complexa, e talvez impossível, uma vez que é da história institucional e da realidade econômica conjuntural que são extraídas as vantagens e desvantagens dos modelos regulatórios possíveis, bem como os custos e benefícios correlatos da busca dos objetivos traçados.⁴⁵⁹

Com efeito, o único consenso regulatório razoavelmente aceito por todos, e devidamente extraído da experiência histórica mundial, é a consagração da estratégia regulatória de centralização dos objetivos institucionais de estabilidade monetária em um Banco Central, enquanto autoridade monetária estatal.⁴⁶⁰

⁴⁵⁸ A análise de desenho institucional regulatório para os mercados financeiros tem sido acompanhada por categorizações específicas. Otávio Yazbek, por exemplo, faz distinções entre a regulação de condutas, a regulação sistêmica e a regulação prudencial, conforme a posição de Charles Goodhart. Outros autores dividem o estudo do tema no âmbito microeconômico e macroeconômico ou usam outras categorias distintas (YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 193). Para mais informações: GOODHART, Charles *et al.* *Financial Regulation: why, how and where?* London: Routledge, 2001. p. 145; YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 200. ERLING, Marlos Lopes. *Regulação do Sistema Financeiro Nacional: desafios e propostas de aprimoramento institucional* cit., p. 342.

⁴⁵⁹ Estados Unidos: “a regulação financeira é conduzida pelas seguintes autoridades regulatórias: Federal Reserve Board, Departamento de Controle da Moeda, Empresa Federal de Seguro de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation) e o Departamento de Supervisão Econômica. A análise das fusões e aquisições no setor bancário está a cargo da Divisão Antitruste do Departamento de Justiça dos Estados Unidos. Destaque-se que também o Federal Reserve Board e o Departamento de Controle da Moeda possuem poderes para avaliar as questões concorrenciais. O Federal Reserve tem poder para aprovar ou não as fusões e aqui-estades propostas. Caso o FED decida por não autorizar a operação, esta decisão adquire, no âmbito do Poder Executivo, caráter definitivo. Na hipótese, porém, do FED aprovar a operação, a Divisão Antitruste do DOJ poderá, no prazo de 30 dias, interpor ação judicial visando a anular a decisão do FED, em razão da existência de efeitos anticoncorrenciais. No modelo norte-americano, as autoridades de defesa da concorrência e regulatórias possuem poderes concorrentes para avaliação das questões concorrenciais. União Europeia: no âmbito de competência da União Europeia, a autoridade antitruste, a Comissão de Concorrência, possui competência exclusiva para aplicar a legislação de defesa da concorrência no setor bancário. Deverá a autoridade antitruste, entretanto, atuar em conjunto com as comissões competentes para a análise da regulação bancária e da política econômica e monetária. No modelo da União Europeia, as autoridades – regulatória e concorrencial – possuem competências complementares”. Para mais informações, vide: OLIVEIRA, Gesner. Defesa da concorrência e regulação no setor bancário. *In: Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002. p. 187; e OECD. Enhancing the role of competition in the regulation of Banks. *Series Roundtables on Competition Policy*, 1998.

⁴⁶⁰ *Ibidem*.

No Brasil, as competências do Banco Central do Brasil podem ser sintetizadas como: (i) execução da política monetária (operações de redesconto, exigências de depósitos compulsórios e operações de mercado aberto); (ii) prestação do serviço de meio circulante; (iii) tutela sistêmica das infraestruturas financeiras de mercado, essencialmente da integridade do Sistema de Pagamentos Brasileiro; (iv) gestor da política cambial, além do controle de entrada e saída de capitais externos e gestão financeira das reservas internacionais; (v) assessoria financeira do governo; e (vi) regulação de entrada, funcionamento e saída das instituições autorizadas a funcionar pela autarquia, especialmente os conglomerados financeiros ou bancos múltiplos, com foco no controle do risco sistêmico, em atenção ao ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.⁴⁶¹

Em linhas gerais, embora os reguladores financeiros não tenham como objetivo fulcral fomentar ou resguardar a concorrência, em todos os países que fazem parte da OCDE as referidas autoridades possuem mandato para olhar para a competitividade do setor financeiro, sobretudo, em relação aos processos de fusões e aquisições no setor bancário.⁴⁶²

Assim, a aplicação de técnicas e procedimentos próprios da análise antitruste são adaptadas às especificidades do mercado bancário de cada país e, de acordo com a OCDE, na medida em que ambas as “regulações” (financeira e antitruste) visam coibir comportamentos indesejáveis, elas são mutuamente compatíveis e harmonizáveis, especificamente, em relação à dinâmica competitiva no mercado de meios pagamentos e a regulação prudencial aplicável às instituições de pagamento.

Destarte, embora os reguladores financeiros persigam, fundamentalmente, a estabilidade e solidez do sistema financeiro, a experiência internacional aponta que, há pelo menos vinte anos, as interações entre autoridades regulatórias e agências antitruste existem

⁴⁶¹ ERLING, Marlos Lopes. *Regulação do Sistema Financeiro Nacional: desafios e propostas de aprimoramento institucional* cit., p. 345-367.

⁴⁶² Embora o relatório da OCDE remonte aos anos 2000, ele segue ainda bastante atual no tocante às interações entre reguladores financeiros e agências antitruste e as fusões no setor bancário. Essas interações variam do formato norte-americano, onde é de longa data a preocupação com a defesa da concorrência e onde as autoridades sobre o setor financeiro, inclusive estaduais, focalizam-se igualmente nos efeitos de fusões sobre a concorrência, à forma britânica, mais comum, onde há uma divisão clara de trabalho entre o regulador financeiro e o órgão responsável pela defesa da concorrência. Em todas as jurisdições da OCDE, fusões bancárias são revistas por reguladores prudenciais e por agências de defesa da concorrência, daí a necessidade de cooperação para evitar a sobreposição ineficiente de competências. Alguns países adotam medidas formais para promover tal coordenação, como é o caso da Austrália, Canadá, Noruega e Estados Unidos. O controle de fusões bancárias nos países da OCDE envolve de maneira geral a aplicação de técnicas e procedimentos próprios da análise de fusões adaptadas às especificidades do setor bancário (OECD. *Enhancing the role of competition in the regulation of Banks* cit., nº 17).

intensamente, porque também existe previsão normativa que os reguladores financeiros zelem pela eficiência e competitividade do setor, ainda que de maneira complementar/acessória ou concorrente/dividida, com as autoridades concorrenciais, o que se aplica diretamente ao mercado de meios de pagamento.⁴⁶³

No Brasil, as competências do Conselho Monetário Nacional (CMN)⁴⁶⁴ e do Bacen encontram amparo constitucional e estão descritas na Lei nº 4.595/1964, recepcionada com *status* de lei complementar, como exigiu a CF/1988, bem como na recente Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021 (LC 179/2021), que dispõe sobre a autonomia do Banco Central.

O Banco Central é uma autarquia de natureza especial, atualmente caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica, pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira, pela investidura a termo de seus dirigentes e pela estabilidade durante seus mandatos, bem como pelas demais disposições constantes a LC nº 179/2021 ou em leis específicas destinadas à sua implementação.⁴⁶⁵

⁴⁶³ A título de exemplo, as seguintes respostas foram apresentadas pelos países ao questionário formulado em junho de 2000 pelo comitê de legislação e política de competição da OCDE: Austrália: “A (autoridade antitruste australiana) comunica-se regular e extensivamente com os reguladores prudenciais, não apenas com relação a fusões, mas também à proteção ao consumidor nos serviços financeiros. Há papéis claramente definidos para cada organização. Quando apropriado, o compartilhamento de informações e inteligência é estimulado e reuniões regulares facilitam o elevado nível de cooperação entre as agências”.

Alemanha: “O Escritório Federal de Cartéis (autoridade antitruste alemã) informa o Escritório Federal Supervisor do Sistema Bancário (autoridade regulatória) toda vez que uma fusão bancária é proposta e recebe a opinião do órgão. A cooperação flui suavemente”.

Itália: “(A lei de concorrência italiana) define a competência do Banco da Itália para salvaguardar a competição no setor bancário. [...] A estabilidade das instituições financeiras e a concorrência entre elas são objetivos complementares. Ambos se referem à eficiência alocativa e operacional, que é a base para a administração prudente e sólida, na suposição de que a falta de estímulo concorrencial gera ineficiência e com isso instabilidade. [...] O problema de possíveis conflitos entre a supervisão e a competição foi resolvido ex-ante (.). A organização interna do Banco assegura autonomia à função de salvaguardar a competição, separando a avaliação de restrições à competição de outras questões próprias à atividade de supervisão. As duas funções são atribuídas a departamentos distintos [...]”. Vide: SALGADO, Lucia Helena. *Análise da concentração bancária sob o prisma da concorrência*. In: *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002. p. 267.

⁴⁶⁴ O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional e tem a responsabilidade de formular a política da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do País. É composto pelo Ministro da Economia (presidente do Conselho), Presidente do Banco Central e Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia. Para mais informações vide: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/cmn>.

⁴⁶⁵ Ademais, segundo o art. 6º, § 1º, da LC nº 179/2021: “§ 1º O Banco Central do Brasil corresponderá a órgão setorial nos sistemas da Administração Pública Federal, inclusive nos Sistemas de Planejamento e de Orçamento Federal, de Administração Financeira Federal, de Contabilidade Federal, de Pessoal Civil da Administração Pública Federal, de Controle Interno do Poder Executivo Federal, de Organização e Inovação Institucional do Governo Federal, de Administração dos Recursos de Tecnologia da Informação, de Gestão de Documentos de Arquivo e de Serviços Gerais”.

Bruno Salama pontua que, desde os anos 1990, a disciplina jurídica bancária evoluiu em grande medida a partir de atos normativos emitidos pelo CMN e pelo Banco Central, que tiveram relevância superior às decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) e aos atos da própria Presidência da República.

A lógica insulada e parcialmente autônoma do corpo técnico do Bacen, diz, contribuiu para uma certa opacidade do interesse público subjacente, e pouca *accountability* dos resultados verificados para os objetivos específicos traçados pela legislação.⁴⁶⁶

Segundo a Lei Complementar nº 179/2021, em primeiro lugar, o Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços.

Na sequência, diz a letra da lei que, sem prejuízo de seu objetivo fundamental (a estabilidade de preços), o Banco Central também tem por objetivo zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.

Por fim, segundo a LC nº 179/2021, cabe privativamente ao Banco Central conduzir a política monetária⁴⁶⁷ necessária para o cumprimento das metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.⁴⁶⁸

⁴⁶⁶ SALAMA, Bruno. Como interpretar as normas emitidas pelo Bacen e CMN? Uma resposta a partir da evolução do modelo de estado brasileiro. *Direito GV*, São Paulo, nº 52, p. 19, 2010.

⁴⁶⁷ “Atualmente, pode-se observar uma convergência global quanto ao desenho operacional da política monetária. As principais características dessa aproximação são as seguintes: (1) o processo decisório passa a ser sobretudo coletivo, organizado em colegiados ou comitês, em vez de decisões individuais (Blinder; 2004); (4) a meta operacional quantitativa monetária (controle da expansão dos agregados monetários) é substituída por uma meta de inflação e perseguida, principalmente, pela manipulação e comunicação da taxa de juros no curto prazo, como principal instrumento (Goodfriend, 2007; Begg, 2009); (li) a política passa a ser formulada com base em projeções futuras (forecast-based), sobrepondo-se ao modelo de política baseado em feedback (Begg, 2009); (4) no sistema político, a política de estabilização passa a estar em primeiro plano e a política fiscal deve adaptar-se a ela (Goodhart, 2002; Goodfriend, 2007); e (0) a estabilidade monetária passa a ser considerada bem público, uma vez que a inflação seria “reconhecidamente fenômeno que provoca perda de bem-estar social” (DURAN, Camila. *A moldura jurídica da política monetária: um estudo do BACEN, BCE e FED* cit., p. 66-67).

⁴⁶⁸ “Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços.

Parágrafo único. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.

Art. 2º As metas de política monetária serão estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas” (BRASIL. Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-complementar-n-179-de-24-de-fevereiro-de-2021-305277273>. Acesso em: 10 dez. 2022).

Sem prejuízo das competências detalhadas pela Lei nº 4.595/1964, que segue em vigor, compete ao Banco Central cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação e as normas expedidas pelo CMN.

Nesse tocante, a política do CMN objetivará quatro objetivos principais:

Art. 3º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará:

I – (Revogado Pela Lei Complementar nº 179, de 2021)

II – (Revogado Pela Lei Complementar nº 179, de 2021)

III – (Revogado Pela Lei Complementar nº 179, de 2021)

IV – Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;

V – *Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;*

VI – Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;

VII – Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa (grifos nossos).

Como se nota, nenhuma menção expressa quanto ao valor da concorrência como objetivo, mas a busca por eficiência no sistema financeiro e de pagamentos, que pode, mais ou menos, estar atrelada a um mercado mais competitivo, a depender da análise no caso concreto.

A leitura sistemática da Lei nº 4.595/1964 leva à conclusão de que não há uma regulação antitruste propriamente dita, designada ao Bacen, logo, em nome de objetivos da política monetária, por exemplo, a autoridade regulatória poderia deixar de preservar a concorrência, porque a ela não foi designada, precipuamente, esse objetivo, embora a Lei nº 12.865/2013 deixe expressa o papel dos reguladores na promoção da inovação, competição e inclusão, quando da regulação dos arranjos e instituições de pagamento.

Destarte, a concorrência serve como instrumento para a realização de diversos outros valores, como, por exemplo, a defesa dos interesses do consumidor, ou o exercício de fiscalização que compete ao Bacen.

Nesse sentido, é amplamente conhecida, desde pelo menos 2001, a querela sobre o histórico conflito de competências entre Banco Central e CADE, no tocante, especificamente, à apreciação de atos de concentração de instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN).⁴⁶⁹

⁴⁶⁹ A discussão remonta a compra do Banco de Crédito Nacional (BCN) pelo Bradesco. O STJ reconheceu que a competência para analisar a fusão seria do Banco Central, mas o Cade levou o caso para o Supremo. O recurso extraordinário teve seguimento negado pelo Ministro Dias Toffoli, mas a autarquia apresentou agravo

O debate ganhou tração com o Ato de Concentração nº 08012.006762.2000-09, o famoso caso Finasa, no qual o CADE afastou a incidência do Parecer nº AGU GM-20/2001, sustentando sua competência para a análise de atos de concentração envolvendo instituições financeiras.⁴⁷⁰

Com o passar do tempo, a prática da agência antitruste se consolidou à revelia do Parecer vinculante e, ao longo dos anos, o CADE analisou diversas operações no setor financeiro sem maiores problemas, embora a matéria tenha sido judicializada (pendente decisão final do STF sobre o agravo regimental em recurso extraordinário do CADE, com recente manifestação do Ministério Público Federal⁴⁷¹), e apenas tenha se apaziguado de maneira extrajudicial, inicialmente em fevereiro de 2018, com a assinatura de um Memorando de Entendimentos, e finalmente, em dezembro de 2018, com a assinatura do Ato Normativo Conjunto nº 1 entre as duas autoridades.

Nesse capítulo ainda será detalhado aquilo que foi sedimentado no Ato Normativo Conjunto n.1/2018, e o panorama dado à competência concorrencial de ambas as autoridades no setor financeiro e de pagamentos, ainda que a matéria precise ser enfrentada legislativamente, em função da insegurança jurídica que ainda paira, decorrente da dicção legislativa do art. 18, § 2º, da Lei nº 4.595/1964.⁴⁷²

O que se nota, contudo, da articulação entre Bacen e CADE, nos últimos anos, é um crescente diálogo entre ambas as autarquias no que tange à eventuais atos de concentração e

na tentativa de reverter a decisão. No agravo, o Cade cita memorando de entendimentos assinado com o BC, por meio do qual as duas instituições se comprometem a cooperar e analisar de forma conjunta atos de concentração bancária. O Bacen, por sua vez, informou que não é parte do processo e que o memorando foi assinado como forma de superar a situação de insegurança jurídica decorrente da controvérsia entre ambas as autarquias, ao condicionar os atos de concentração à anuência das duas autoridades.

⁴⁷⁰ Para mais informações, vide: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga da; MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.). *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

⁴⁷¹ Em 16 de julho de 2021, o Ministério Público Federal, em parecer contrário ao agravo em recurso extraordinário proposto pelo Cade, entendeu como exclusiva a competência do Banco Central para analisar atos de concentração, aquisição ou fusão de instituições relacionadas ao Sistema Financeiro Nacional, em desacordo com o Ato Normativo Conjunto nº 1 e Memorando de Entendimentos, celebrado entre as autoridades. Em seu parecer, o Procurador da República Wagner Natal assinalou que a controvérsia envolve a análise da legislação aplicável ao sistema financeiro e não seria afetada pelo memorando de entendimentos, já que se trataria de um ato administrativo conjunto praticado após a conclusão do processo concorrencial. O Procurador julgou que a decisão do STJ está de acordo com entendimentos anteriores do STF, que já reconheceu a competência do Banco Central na temática e que, para solucionar o caso, seria preciso examinar a legislação infraconstitucional, o que não poderia ser feito por meio de recurso extraordinário. Para mais informações, vide: http://www.mpf.mp.br/pgr/documentos/ParecernoAgRegnoRE664189_Cade.pdf.

⁴⁷² “§ 2º O Banco Central da República do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta lei.”

condutas anticompetitivas no setor financeiro e de pagamentos, e o interesse crescente na análise do mercado por parte das duas autoridades, acompanhando de perto as operações envolvendo novos modelos de negócio, ancorados em plataformas digitais financeiras, surgidas a partir do uso disseminado de tecnologia aplicada ao setor, como se verá a seguir.

2.6 A atuação do Banco Central no Sistema de Pagamentos Brasileiro

Na maioria dos países ocidentais, o regulador responsável por editar e fiscalizar as regras de autorização, fiscalização e controle, *lato sensu*, dos bancos e demais agentes autorizados a funcionar no mercado financeiro e de pagamentos, costuma ser o Banco Central, dada sua perspectiva privilegiada sobre o sistema financeiro para a consecução da política monetária.

Esse é o caso do Brasil.⁴⁷³

O Banco Central exerce diversos papéis importantes no SPB, como o de responsável pelo monitoramento em tempo real dos sistemas de liquidação dos participantes do STR, das instituições bancárias, das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, bem como o papel de regulador e de supervisor desses sistemas, além dos arranjos e instituições de pagamento.

No papel de monitoramento, o Banco Central, além dos poderes legais e regulamentares que lhe foram atribuídos, utiliza-se da persuasão moral sobre os participantes do sistema, de forma a garantir o cumprimento aos padrões e normativos estabelecidos, em conjunto com o CMN.

Para além das competências regulatórias expressas na legislação aplicável e nas regulamentações infralegais cabíveis, no que tange à promoção da concorrência, o Banco

⁴⁷³ Arnoldo Wald ensina que o Banco Central do Brasil é um regulador que conseguiu atingir um nível ótimo de equilíbrio regulatório (preservar solidez sem sufocar o mercado) e se tornar uma verdadeira referência mundial nessa frente. Um dos muitos diferenciais é um sistema ágil e sempre vigilante de intervenção e liquidação de instituições financeiras que estão no (ou beiram o) abismo. Trata-se dos instrumentos de regulação sistêmica, conforme categorias mencionadas por Otávio Yazbek. Constatado um grave desequilíbrio na sua situação econômico-financeira, o Banco Central deve decretar um regime de intervenção para tomar o controle temporário da instituição e mitigar os danos que podem ser causados ao mercado. Dependendo da gravidade, o regulador deve decretar a liquidação extrajudicial dos ativos da instituição, tudo seguindo os regimes da Lei nº 6.024, de 1974. Vide: WALD, Arnoldo. O futuro do direito bancário e a regulação. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 17, v. 64, p. 13-73, abr.-jun. 2014.

central vem capitaneando, nos últimos anos, uma extensa agenda política com vistas a tornar o setor financeiro e de pagamentos brasileiro mais competitivo.

A “agenda BC+” foi um dessas medidas, criada em 2016, focada em medidas para atingir objetivos econômicos de interesse público divididos entre quatro temas:

(i) MAIS CIDADANIA FINANCEIRA - Aumentar o nível de educação financeira; ampliar a inclusão financeira da população; proporcionar maior proteção ao cidadão consumidor de produtos e de serviços financeiros; melhorar a comunicação e a transparência entre as instituições financeiras e seus clientes; mensurar o impacto das ações do BC, sob a perspectiva da cidadania financeira.

(ii) LEGISLAÇÃO MAIS MODERNA - Estabelecer a autonomia técnica e operacional; fortalecer o ambiente institucional para manutenção da estabilidade financeira; modernizar leis e normas que regem a atuação do BC; aprimorar o modelo de relacionamento do BC com o Tesouro Nacional; alinhar o arcabouço normativo às melhores práticas internacionais; proporcionar uma maior segurança jurídica às atribuições do BC.

(iii) SFN MAIS EFICIENTE - Fomentar o crescimento sustentável do SFN; simplificar os procedimentos e regras do BC, adequando-os ao porte e ao perfil das instituições; manter a adequação, o alinhamento e a convergência a padrões internacionais; analisar novos meios de pagamento; monitorar os impactos das inovações tecnológicas; reduzir o custo de observância; aprimorar o relacionamento das instituições financeiras com clientes e usuários.

(iv) CRÉDITO MAIS BARATO - Diminuir o custo do crédito para o tomador final; reduzir o nível de inadimplência; aumentar a competitividade e a flexibilidade na concessão de crédito; estimular a alocação mais eficiente do crédito; rever a operacionalização do compulsório.⁴⁷⁴

Em 2019, a “Agenda BC+” foi substituída pela “Agenda BC#”, tendo como base o conceito de democratização financeira.⁴⁷⁵

A ideia do Banco Central foi estimular um amplo conjunto de reformas que gerem acesso e promovam o bom uso de produtos e serviços financeiros, que levem crédito mais barato para um número maior de pessoas, e que aumentem a transparência do Sistema Financeiro Nacional.

A Agenda BC# está estruturada em quatro dimensões: Inclusão, Competitividade, Transparência e Educação.

Cada uma dessas dimensões é desenvolvida por meio de grupos temáticos:

⁴⁷⁴ BAPTISTA, Pedro Antônio de Jesus. Tribunal de Contas da União. Agenda BC+ e Agenda BC#: Apontamentos para controle externo da política pública de redução do spread bancário no Brasil, p. 72. Disponível em: <file:///Users/fernandagaribaldi/Downloads/Pedro%20TCC%20ISC%202022%2005%2027%20Completo.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2022.

⁴⁷⁵ Ibidem, p. 71.

- (i) Inclusão: cooperativismo, microcrédito, conversibilidade e iniciativa de mercado de capitais;
- (ii) Competitividade: inovações, eficiência de mercado e reservas internacionais;
- Transparência: crédito rural, crédito imobiliário, relacionamento com o Congresso Nacional, transparência na comunicação da política monetária, plano de comunicação das ações do BCB e relacionamento com grandes investidores; e
- (iii) Educação: educação financeira.

Adicionalmente, a autoridade monetária focou a agenda na evolução tecnológica para desenvolver questões estruturais do SFN e facilitar a prestação de contas de ações desenvolvidas no curto, no médio e no longo prazo.

Nesse sentido, ao discorrer como a tecnologia diminuiu as barreiras à entrada no setor financeiro e “comoditizou a informação”, o Banco Central, em 30 de setembro de 2019, usou como exemplo dessa disrupção o mercado de meios de pagamento, frisando que a inovação trazida nesse setor “resultou em significativo movimento de concorrência no sistema financeiro”.⁴⁷⁶

O mercado de meios de pagamentos atraiu e segue atraindo grandes varejistas, *bigtechs*, empresas de telecomunicações e plataformas de transporte e *delivery*, que identificam potencial de geração e internalização de receitas financeiras, bem como de redução de seus custos de transação a partir da entrada nesse segmento.⁴⁷⁷

Em decorrência disso, alguns desses novos agentes econômicos estão constituindo instituições de pagamento, *fintechs* de crédito ou realizando parcerias com o intuito de oferecer contas de pagamento, cartões pré-pago, cartões de crédito e outros serviços financeiros. O objetivo é reter os recursos transacionados no seu ecossistema, gerar maior engajamento de seus clientes e ampliar o volume de negócios e fontes de receitas, o que traz uma nova dinâmica para a indústria de pagamentos.⁴⁷⁸

Em paralelo, algumas *bigtechs* e grandes varejistas estão intensificando sua atuação na área de pagamentos e de crédito, se aproveitando de suas amplas bases de clientes,

⁴⁷⁶ PINHO DE MELLO, João Manoel. *Competição e meios de pagamento*. Instituto de Estudos de Política Econômica. Rio de Janeiro: Casa das Garças, 2019. p. 42.

⁴⁷⁷ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021. p. 138. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021.pdf. Acesso em 4 dez. 2022.

⁴⁷⁸ *Ibidem*.

significativa quantidade de dados e tecnologias analíticas avançadas, para rentabilizar seus negócios e reduzir as barreiras de acesso à serviços financeiros.⁴⁷⁹

Como se nota, muito embora a tecnologia para a provisão desses serviços tenha surgido a partir da iniciativa privada, e de empreendedores que decidiram explorar um mercado regulado repleto de assimetrias informacionais, verticalização e concentração, o que se constata a partir da análise empírica dos dados, após 2013, é que não apenas a regulamentação estabelecida pelas autoridades normativas e supervisoras foi determinante para a amplitude desse novo cenário, como também as referidas agendas de política pública por parte da autoridade monetária.⁴⁸⁰

Desse modo, no âmbito infralegal, de 2013 para cá, as resoluções e circulares do CMN e do Bacen, relativas ao SPB, passaram a trazer o valor da concorrência como cerne indicativo da regulação, conformando um ambiente regulatório menos oneroso para instituições que oferecem menor risco sistêmico, como as *fintechs* de pagamento, mas também promovendo, deliberadamente, condições mais equitativas de rivalidade entre entrantes e incumbentes, gerando um mercado de pagamentos mais barato, eficiente e inclusivo.

Um dos maiores exemplos do que se apregoa é a penetração dos instrumentos eletrônicos de pagamento no Brasil, tanto por parte dos consumidores, portadores de cartões de crédito, débito e pré-pagos, como dos varejistas, sobretudo pequenos e médios, que passaram a ter a possibilidade de aceitar esses instrumentos de pagamento pelo uso de POS, as famosas “maquininhas”, a preços mais acessíveis.⁴⁸¹

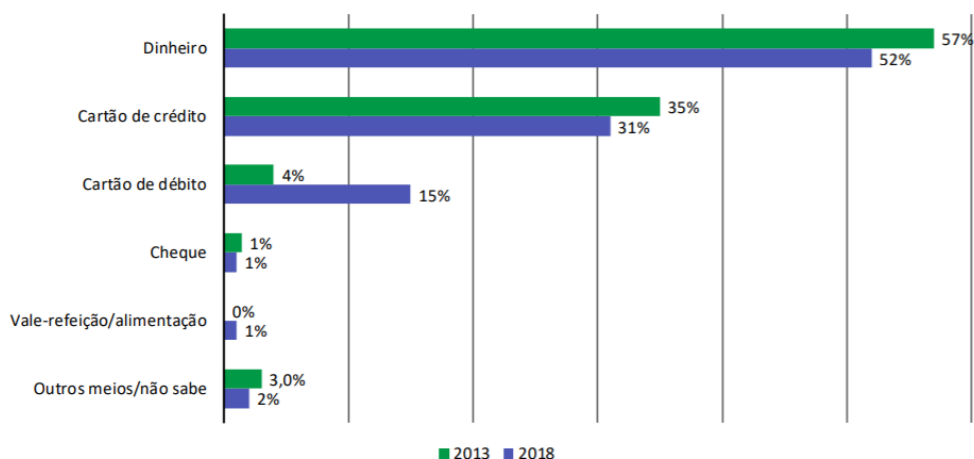
⁴⁷⁹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021 cit.

⁴⁸⁰ PINHO DE MELLO, João Manoel. *Competição e meios de pagamento* cit., p. 42.

⁴⁸¹ “No Brasil do início dos anos 2000, a atividade de credenciamento era um duopólio controlado por grandes bancos, que mantinham exclusividade com as principais bandeiras de cartão. A maior fonte de receita das credenciadoras eram aluguéis cobrados pelo uso das máquinas. Desde então, o mercado brasileiro de pagamentos sofreu importantes mudanças. Após diagnosticarem os principais problemas do setor, o Cade e o Banco Central (Bacen) trabalharam para a quebra da exclusividade entre bancos e bandeiras, buscando fomentar a concorrência. O duopólio no credenciamento não foi logo quebrado. Afinal, os bancos exerciam controle comercial sobre as bandeiras, pois eram os maiores emissores dos cartões. Logo surgiram novos modelos de negócio, como a venda de maquininhas, substituindo os altos custos com aluguéis. A concorrência foi efetivamente viabilizada quando o Bacen reconheceu os arranjos de moeda eletrônica, baseados na criação de uma conta digital de pagamento, que permite ao cliente receber pelas suas vendas independentemente de possuir conta bancária. Foi uma verdadeira revolução, já que no Brasil há atualmente cerca de 15 milhões de ‘desbancarizados’” (BROLIO, Priscila. O Cade, o Banco Central e a guerra das maquininhas. Não se pode admitir abuso do poder econômico. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2019/05/o-cade-o-banco-central-e-a-guerra-das-maquinhinhas.shtml?origin=folha>. Acesso em: 15 jun. 2021).

Nesse tocante, os dados sobre cidadania financeira no Brasil, publicado em relatório pelo Banco Central e que olharam para o ano de 2018, verificaram um aumento no uso do cartão de débito (de 4% em 2013 para 15% em 2018), mas certa estabilidade no uso do dinheiro e do cartão de crédito, conforme o gráfico seguinte:

Gráfico 1 – Formas de recebimento de pagamentos mais frequentes pelo comércio



Fonte: Banco Central. Relatório de Cidadania Financeira 2018. p. 63.

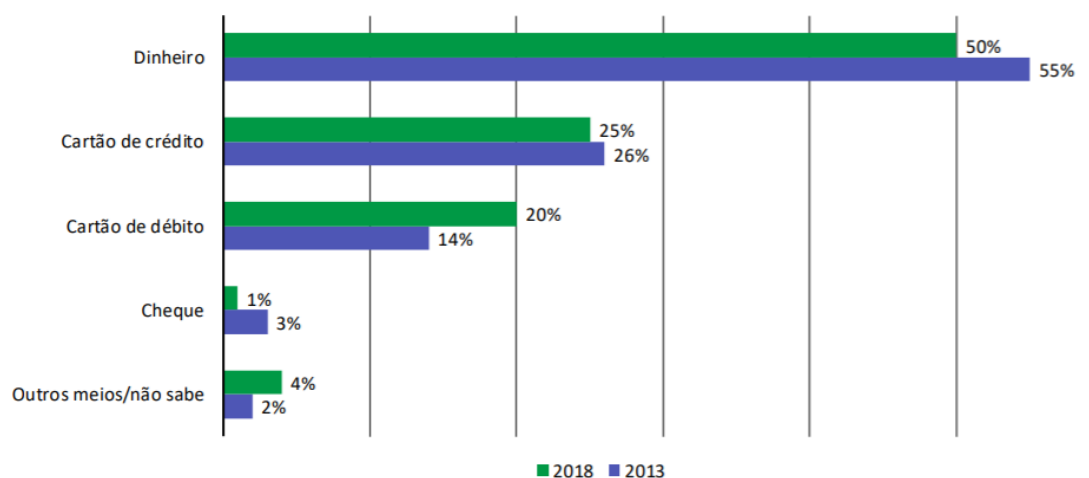
A soma dos percentuais obtidos por cartões de débito e de crédito (46%) continua inferior ao do dinheiro em espécie (52%) em 2018, embora tenha crescido 7 pontos percentuais em relação à pesquisa anterior em 2015.⁴⁸²

O Relatório do Bacen também identificou a forma e o volume de pagamentos recebidos pelo comércio no Brasil naquele ano: 50% dinheiro, 25% cartão de crédito e 20% de débito, conforme gráfico abaixo.

No que diz respeito à aceitação dos meios de pagamento pelos estabelecimentos comerciais, cartão de débito e de crédito são aceitos em, respectivamente, 76% e 74% dos estabelecimentos.⁴⁸³

⁴⁸² O Relatório identifica que os meios eletrônicos estão mais associados a pagamentos de valores superiores a R\$ 100,00: "À medida que aumenta o valor a ser pago, cresce também a utilização de cartões de débito e de crédito em relação ao uso do dinheiro. Conforme nota-se no Gráfico 2, a pesquisa de 2018 apontou que, para valores acima de R\$ 100,00, o uso de cartões supera o do dinheiro" (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Cidadania Financeira 2018. p. 63-64. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Nor/relcidfin/index.html>. Acesso em: 15 jun. 2021).

⁴⁸³ Ibidem, p. 64.

Gráfico 2 – Volume de pagamentos por instrumento

Fonte: Banco Central. Relatório de Cidadania Financeira 2018, p. 64.

Olhando de forma mais ampliada, a partir de 2002 com a criação do Sistema de Transferência de Reservas, primeira grande mudança promovida pelo avanço da tecnologia e da regulação no setor de pagamentos brasileiro, o Banco Central identificou que:

Observa-se no Brasil uma tendência de crescimento do uso de pagamentos eletrônicos no dia a dia. Em um país em que durante anos havia predominância absoluta de pagamentos em dinheiro ou cheque, o processo de eletrônica dos pagamentos, principalmente desde o início dos anos 2000, trouxe comodidade e segurança para consumidores e lojistas. De acordo com as estatísticas divulgadas pelo Banco Central do Brasil, entre 2005 e 2017 a quantidade anual de transações com cheques caiu de 2,5 bilhões para 731 milhões de transações. No mesmo período, o número de transações de débito direto e transferências de crédito cresceram de 5,6 bilhões para 15,9 bilhões. Enquanto isso, o número de transações com cartões de débito e crédito que estavam em torno de 2,6 bilhões em 2005 passaram para cerca de 14,3 bilhões em 2017.⁴⁸⁴

Em 19 de junho de 2021, o Bacen anunciou nova sistemática de divulgação das estatísticas de pagamentos de varejo e de cartões no Brasil, dada a relevância do tema, para fins de acompanhar a evolução do mercado e de “subsidiar a formulação de políticas públicas e a análise de resultado da regulação, para incentivar a digitalização e a inovação do setor”.⁴⁸⁵

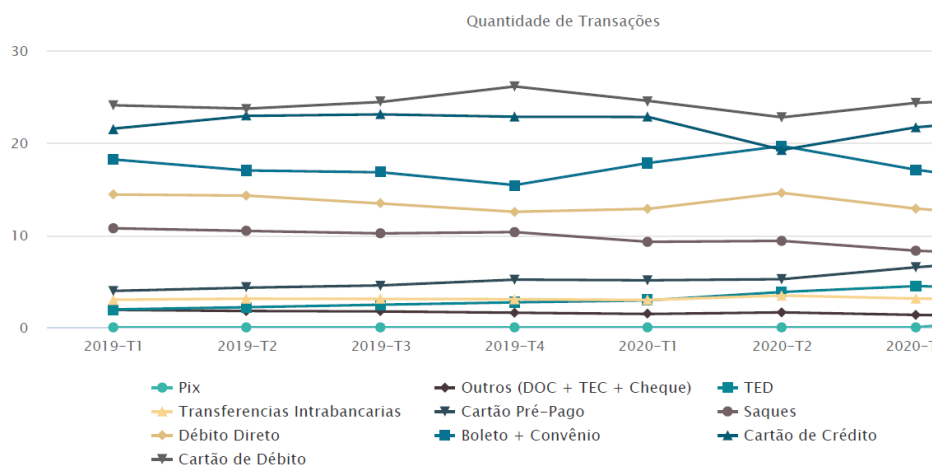
Com base nesses novos dados, é possível analisar o percentual de participação por instrumento de pagamentos na quantidade de transações realizadas, evidenciando o uso crescente de cartões, a diminuição no uso de boletos e convênios e até de saques, para

⁴⁸⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Cidadania Financeira 2018 cit., p. 78.

⁴⁸⁵ “BC divulga novas estatísticas de meios de pagamento”. 17.06.2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17424/nota>. Acesso em: 17 jun. 2021.

pagamentos em espécie, e a já notável presença do Pix, com um crescimento exponencial como meio de pagamento, desde o seu recém-lançamento em novembro de 2020.⁴⁸⁶

Gráfico 3 – Participação percentual por instrumento de pagamento – dados trimestrais



Fonte: Banco Central do Brasil, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/spbadendos>.

O que todos esses dados sugerem é que, embora a tecnologia tenha propiciado o surgimento de vários modelos de negócio inovadores, intermediando pagamentos ou desenvolvendo soluções tecnológicas habilitadas para tal, o papel do regulador foi substancial para o crescimento dos novos entrantes, por meio de uma abordagem de aplicação proporcional da regulação prudencial, que desaguou em uma regulamentação pró-competitiva.⁴⁸⁷

Evidência maior do que ora se argumenta é a Resolução nº 4.282/2013 estabelecendo as diretrizes que devem ser observadas na vigilância e supervisão das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro, enumerando, explicitamente, os seguintes objetivos da regulamentação, todos concorrencialmente relevantes (art. 3º, I a VII):

⁴⁸⁶ “Nos últimos meses, a quantidade de Pix superou a quantidade de TEDs, DOCs, cheques e boletos somados em número de operações”, disse em evento sobre cooperativismo promovido pelo Instituto Federação Nacional de Associações dos Servidores do Banco Central (Fenasbac). [...] Campos Neto destacou que aproximadamente 73 milhões de brasileiros já usaram o sistema de pagamentos instantâneos. “Ou seja, cerca de 46% da população adulta do Brasil já usou o Pix em algum momento”, afirmou. “Pix superou TEDs, DOCs, cheques e boletos somados, diz Campos Neto” (TAIAR, Estevão. Pix superou TEDs, DOCs, cheques e boletos somados, diz Campos Neto. *Valor Econômico*, 1º.07.2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/07/01/pix-superou-teds-docs-cheques-e-boletos-somados-diz-campos-neto.ghtml>. Acesso em: 1º jul. 2021).

⁴⁸⁷ Para mais informações sobre regulação prudencial e sistêmica, vide: PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro* cit.

- I – interoperabilidade ao arranjo de pagamento e entre arranjos de pagamento distintos;
- II – inovação nos arranjos de pagamento e diversidade de modelos de negócios;
- III – solidez e eficiência dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento, promoção da competição e previsão de transferência de saldos em moeda eletrônica, quando couber, para outros arranjos ou instituições de pagamento;
- IV – acesso não discriminatório aos serviços e às infraestruturas necessários ao funcionamento dos arranjos de pagamento;
- V – atendimento às necessidades dos usuários finais, em especial liberdade de escolha, segurança, proteção de seus interesses econômicos, tratamento não discriminatório, privacidade e proteção de dados pessoais, transparência e acesso a informações claras e completas sobre as condições de prestação de serviços;
- VI – confiabilidade, qualidade e segurança dos serviços de pagamento; e
- VII – inclusão financeira, observados os padrões de qualidade, segurança e transparência equivalentes em todos os arranjos de pagamento.

A antiga Circular nº 3.682/2013, revogada e atualizada pela Resolução BCB nº 150/2021, bem como seu Regulamento Anexo (“Regulamento Anexo”) materializam tais objetivos, contidos na Resolução nº 4.282/2013, onde se destacam também, pelo menos três determinações de suma importância para a competitividade do setor: (i) a obrigatoriedade da interoperabilidade entre arranjos e entre participantes de um mesmo arranjo, (ii) a criação do conceito de “instituição domicílio”, e (iii) exigência de transparência e neutralidade dos instituidores dos arranjos (bandeiras) quanto a seus requisitos de uso.

O que essas medidas buscaram endereçar, naquele primeiro momento da nascente regulação do setor de pagamentos pelo CMN e Bacen, foi que o instituidor do arranjo de pagamentos, as famosas bandeiras – outrora fortemente ligadas aos bancos, deveriam prever em seus regulamentos de uso, os mecanismos de interoperabilidade entre participantes do arranjo (art. 17, XXII) e com outros arranjos (art. 17, XXIII), zelando para haver menos incentivos estruturais de favorecimento entre empresas do mesmo grupo e possibilitando a entrada de empresas independentes de forma não discriminatória.

Outra importante mudança foi a inclusão do conceito de “instituição domicílio” como modalidade de participação em um arranjo de pagamento, consolidando a possibilidade de instituições de pagamentos, e não apenas os bancos, receberem os recursos proveniente das transações de pagamento, atividade antes privativa de instituições financeiras, substituindo o antigo conceito de “domicílio bancário”.⁴⁸⁸

Isso se tornou possível em função das contas de pagamento pré-pagas oferecidas e gerenciadas por algumas modalidades de instituições de pagamento.

⁴⁸⁸ GUIMARÃES, Gabriella. Concorrência no mercado de meios de pagamento: uma abordagem regulatória e concorrencial cit., p. 106.

A terceira grande mudança, que se pode apontar como exemplo de regulamentação pró-competitiva, foi a série de imposições feitas às bandeiras, no intuito de assegurar a transparência e neutralidade competitiva em relação aos participantes de seus arranjos, uma vez que as bandeiras gozam de posição proeminente como instituidoras do arranjo, regulando de maneira privada questões importantes para todos, como liquidação das transações, fluxo financeiro, estrutura de preços e remuneração, gerenciamento de riscos, entre outros.⁴⁸⁹

Em 2014, a Circular nº 3.735/2014, revogada e atualizada pela Resolução BCB nº 150/2021, disciplinou as medidas preventivas aplicáveis aos instituidores de arranjos de pagamento integrantes do SPB, com o objetivo de assegurar a solidez, a eficiência e o regular funcionamento dos arranjos de pagamento, incluindo, entre seus parâmetros de análise de efeitos para adoção das medidas, o impacto de determinadas condutas na promoção da competição (art. 2º, parágrafo único, II).

Posteriormente, em 2015, a Circular nº 3.765, também revogada e atualizada pela Resolução BCB nº 150/2021, dispôs sobre os parâmetros e mecanismos da interoperabilidade entre os arranjos e tornou obrigatória a centralização da compensação e liquidação de transações de pagamento decorrentes de um mesmo arranjo integrante do SPB, garantindo um sistema neutro em relação aos participantes (arts. 25 a 27), conforme sugerido no Relatório sobre a Indústria Brasileira de Cartões, nos idos de 2010.

Além disso, determinou à época, a abertura obrigatória dos arranjos com volume de transações superiores a R\$ 20 bilhões, nos últimos 12 meses, possibilitando a participação de empresas não pertencentes ao grupo controlador do arranjo e, conseqüentemente, abrindo progressivamente o mercado de credenciamento.⁴⁹⁰

Em 2016, a Circular nº 3.815/16, revogada e atualizada pela Resolução BCB nº 150/2021, complementou o Regulamento Anexo e, entre as inúmeras alterações pró-competitivas trazidas, destaca-se aqui a vedação a vantagens competitivas indevidas, por parte das bandeiras, bem como a proibição expressa de qualquer tipo de expediente com fins de prejudicar a concorrência entre participantes (art. 5º, I e II).

Em 2017, entre tantos exemplos de iniciativas regulatórias pró-competitivas no mercado de pagamentos, a Resolução nº 4.553/2017, atualizada pela Resolução CMN nº

⁴⁸⁹ GUIMARÃES, Gabriella. Concorrência no mercado de meios de pagamento: uma abordagem regulatória e concorrencial cit., p. 107.

⁴⁹⁰ PINHO DE MELLO, João Manoel. *Competição e meios de pagamento* cit., p. 58.

5.049/2022, alargou as hipóteses de subsunção à regulação prudencial simplificada para instituições de baixo risco sistêmico, fomentando a entrada de novos agentes no mercado.

Em 2018, aponta-se como exemplo a Circular nº 3.887/2018, atualizada recentemente pela Resolução BCB nº 246/2022, com entrada em vigor prevista para abril de 2023, limitando a tarifa de intercâmbio⁴⁹¹ entre arranjos de débito, bem como a Resolução nº 4.649/2018, vedando instituições bancárias limitarem ou impedirem o acesso de instituições de menor porte a produtos e serviços específicos de pagamento e de transferência de recursos, no âmbito da mesma instituição ou entre instituições.⁴⁹²

Em 2019, seguindo o caminho adotado pela CVM, o Bacen lançou o Edital de Consulta Pública nº 72/2019 para construção do seu programa de *sandbox regulatório*,⁴⁹³ outra importante forma de fomentar a entrada e a competição no setor financeiro por meio de um uso mais estratégico da regulação.

Em 2020, em seu projeto mais ambicioso para a promoção da concorrência no setor de pagamentos, inovação e inclusão financeira, o Bacen implementou o projeto de Pagamentos Instantâneos, nomeado “Pix”, um verdadeiro sucesso até aqui, menos de dois anos após seu lançamento.

Em 2021 e 2022, o Bacen também iniciou a implementação do projeto de Open Banking/Open Finance,⁴⁹⁴ e já se manifestou em relação ao lançamento do Real Digital, nossa espécie de moeda digital soberana, esperada para 2024.

⁴⁹¹ A tarifa de intercâmbio é a remuneração paga pelo credenciador ao emissor, mas seu valor é definido pela bandeira. No Capítulo 3 deste trabalho serão analisadas as modalidades de instituições de pagamento e serão definidos mais detalhadamente o modelo de negócio das credenciadoras e as taxas a que estão sujeitas.

⁴⁹² BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2018 cit., p. 158.

⁴⁹³ Nos termos definidos pelo Banco Central, o 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”. Em 26 de outubro de 2020, o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional publicaram as Resoluções BCB nº 29/2020, Resolução CMN nº 4.865 e Resolução CMN nº 4.866/2020, dando início a regulamentação do Sandbox Regulatório no âmbito do sistema financeiro e de pagamentos, à semelhança dos programas já implementados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Superintendência de Seguros Privados (Susep). Para mais informações, vide: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=29>.

⁴⁹⁴ Em 2020, foram definidas as regras gerais do então Open Banking e instituída a estrutura inicial responsável pela governança desse sistema no país. Em 2021, foram definidas e implementadas as especificações técnicas para o compartilhamento padronizado de dados e serviços, providas as primeiras soluções desenvolvidas pelo mercado e dado início ao processo de compartilhamento por parte de consumidores, bem como o início da transição do Open Banking para um ambiente de Open Finance, a partir da ampliação do escopo do projeto, incluindo outros serviços financeiros, como investimentos, seguros, câmbio, credenciamento e previdência.

Como se pode notar, ao longo das últimas duas décadas, sobretudo de 2013 até os dias de hoje, há um bem bem-sucedido conjunto de ações por parte da autoridade monetária, no sentido de promoção da eficiência, competição e abertura do mercado, por meio da regulação e acompanhamento atento e supervisionado do crescimento do mercado.

Ademais, quanto aos parâmetros de análise de atos de concentração no Sistema Financeiro Nacional, a Circular nº 3.590/2012, e atualizações subsequentes, disciplinou a avaliação de atos de concentração pelo Bacen, em regime de competência complementar com o CADE.⁴⁹⁵

À semelhança da Lei de Defesa da Concorrência, a Circular nº 3.590/2012 prevê a possibilidade de restrições como condição para aprovação de atos de concentração pelo Bacen, assim como a possibilidade de Acordo em Controle de Concentração, a ser monitorado pelo Departamento de Competição e de Estrutura do Mercado Financeiro (Decem).

Segundo a normativa, há ainda previsão de edição de um guia de análise para atos de concentração envolvendo instituições reguladas pelo Bacen, a exemplo do que fez o CADE com o seu Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal.⁴⁹⁶

Entre as iniciativas do Bacen para promover a inovação e maior competição no SPB, para além do arcabouço normativo e legal que regulou a atividade das instituições e arranjos de pagamento, especialmente, a criação e operacionalização do Pix e a implementação do Open Finance, estão também a criação, em 2018, de dois novos tipos de instituição financeira, apeladas de “*fintechs* de crédito”, (Sociedade de Crédito Direto – SCD e Sociedade de

As especificações técnicas dos padrões de compartilhamento foram definidas por grupos técnicos compostos por representantes dos vários segmentos participantes do Open Finance. Para assegurar o cumprimento dos objetivos propostos para esse sistema, o acesso não discriminatório e a representatividade dos segmentos participantes, o BC tem representantes em todos os Grupos Técnicos (GTs), bem como no Conselho Deliberativo da estrutura inicial de governança, instância decisória dessa estrutura. Com base nas proposições formuladas pela estrutura de governança, o BC editou atos normativos contendo os requisitos técnicos para o compartilhamento de dados e serviços no Open Finance das quatro fases do projeto. Cf: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021, p. 107.

⁴⁹⁵ “Art. 3º-A O Banco Central do Brasil compartilhará com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) as informações e os documentos de que tratam os arts. 2º e 3º desta Circular, desde que expressamente autorizado pelas instituições envolvidas, quando houver sigilo legal” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº 3.590, de 26 de abril de 2012. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2012/pdf/circ_3590_v1_O.pdf. Acesso em: 2 dez. 2022).

⁴⁹⁶ Para mais informações, vide: CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Guia Para Análise de Atos de Concentração Horizontal. Julho, 2016. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf> Acesso em: 9 jun. 2021.

Empréstimo entre Pessoas – SEP), o que possibilitou maior segurança jurídica para atuação de plataformas digitais no mercado de crédito, além da realização do primeiro ciclo do *sandbox* regulatório.⁴⁹⁷

Os próximos tópicos buscam explorar os objetivos do antitruste, especialmente, no setor financeiro, bem como as discussões recentes sobre mercados digitais, onde se inserem as *fintechs* de pagamento, modelos de negócios ancorados em plataformas digitais.

Ademais, será analisada a atuação do CADE no mercado de meios pagamentos até o momento, notadamente, em relação à potenciais condutas anticompetitivas, com intuito de demonstrar como o alinhamento entre política de defesa da concorrência e regulação financeira possibilitou o aprofundamento do entendimento sobre a dinâmica competitiva do setor, e incrementou formas de zelar e supervisionar seu crescimento, coibindo condutas anticompetitivas.

2.7 O papel da política de defesa da concorrência no setor financeiro e de pagamentos

Historicamente, desde o nascimento do direito antitruste no Estados Unidos da América,⁴⁹⁸ após a Guerra de Secessão, muitos autores de diferentes correntes se debruçaram sobre os objetivos do direito da concorrência.⁴⁹⁹

⁴⁹⁷ Segundo o Banco Central: “Além dessas iniciativas, a pandemia da Covid-19 acelerou mudanças na forma como muitos brasileiros realizam suas transações financeiras, estimulando o processo de digitalização. Em decorrência disso, parcela significativa das instituições financeiras e de pagamento tem estruturado seus modelos de negócio e estratégias focando na maior demanda pela digitalização e conveniência de serviços financeiros. O smartphone é o principal canal de atendimento pelo qual são ofertados diversos produtos e serviços financeiros e de pagamentos e o mais relevante canal de comércio eletrônico, o que favorece uma evolução contínua para o modelo de aplicativos que integram diversos serviços em uma única plataforma. Esses aplicativos têm por objetivo reter o cliente em um mesmo ecossistema, proporcionando, em geral, soluções mais completas e melhores experiências para o usuário. A principal porta de entrada de novos players digitais tem sido a oferta de serviços de pagamentos. As instituições de pagamento, em particular, aprimoram seus modelos de negócio agregando novos produtos e serviços financeiros em um processo conhecido como bundling. Esse processo representa o movimento de empacotamento dos serviços financeiros trazido pelas *fintechs*, sem que o conglomerado resultante obtenha necessariamente uma licença de instituição financeira bancária” (Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021 cit., p. 137).

⁴⁹⁸ Apesar de a primeira lei antitruste remontar ao “Act for the prevention and supressions of combinations formed in restraint of trade”, promulgada no Canadá, em 1889, portanto um ano antes da promulgação do Sherman Act, a literatura especializada aponta que a legislação canadense apenas surgiu antes em função de um processo legislativo mais rápido que o norte-americano. A bem da verdade, o sistema canadense foi concebido por inspiração nos projetos legislativos pendentes de aprovação nos Estados Unidos à época. Por conseguinte, a doutrina entende como primeiro grande modelo de defesa da concorrência o sistema norte-americano com a promulgação do Sherman Act, em 1890 (HOVENKAMP, Herbert. Distributive Justice and the Antitrust Laws. *George Washington Law Review*, 1, 1982-1983).

Discussões clássicas apontam para diferentes perspectivas, desde o conhecido embate entre a Escola de Harvard, de viés estruturalista, que entende como função principal do antitruste equacionar o paradigma *estrutura-conduta-desempenho*, sobretudo para a proteção dos pequenos concorrentes, até a Escola de Chicago, que persegue a busca por eficiência nos termos neoclássicos.

Muito já se debateu sobre quais seriam os objetivos primordiais da política de defesa da concorrência, que assume diferentes objetivos, a depender do país, da legislação e do tempo histórico que se analisa. Para além das intenções legislativas originárias, que podem variar muito a depender de onde e quando se analisa, diversos autores reconhecem outros objetivos importantes, baseados ou não em eficiências, que podem ser levados em conta na análise concorrencial e perseguidos pela política de defesa da concorrência.⁵⁰⁰

Na Europa, a concepção “concorrência-instrumento” permeou a aplicação das normas comunitárias de defesa da concorrência no âmbito da União Europeia, que foram utilizadas, desde o início, como instrumento de integração econômica do bloco, como dito, dada sua capacidade de uniformização dos mercados, e à concepção de que seria um meio para atingir os objetivos da união política.

No debate europeu fica patente a noção de que a defesa da concorrência não se presta a um único fim, mas a diversos objetivos, tais como a integração entre os países, mas também a proteção dos consumidores, o desenvolvimento econômico e a competitividade das empresas europeias.⁵⁰¹

⁴⁹⁹ Para um debate mais profundo sobre isso, vide: BORGES, Rodrigo Fialho. *Descontrole de estruturas: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

⁵⁰⁰ Dina Waked estabelece uma divisão baseada em objetivos de eficiências e objetivos não baseados em eficiências, dado que ambos os grupos apontam objetivos com óbvias consequências econômicas. O grupo baseado em eficiências se subdivide em três subgrupos: (i) bem-estar agregado (sopesamento entre ineficiência alocativa e eficiência produtiva), (ii) proteção do bem-estar do consumidor (entendido de maneiras diversas), e (iii) geração de eficiência de dinâmica. Quanto aos objetivos não baseados em eficiências, há um sem-número de objetivos identificados na doutrina especializada, que variam desde a proteção dos pequenos negócios até a redução da pobreza e, em geral, refletem preocupações valorativas. O mais interessante aqui, é notar que a perseguição dos objetivos baseados em eficiências tende a gerar um controle de concentrações mais permissivo, em relação ao enfoque não baseado em eficiências, que tende a maior rigidez do controle de estruturas vide: WAKED, Dina I. *Antitrust Goals in Developing Countries: Policy Alternatives and Normative Choices*, 38. *Seattle university. L. Rev.* 945, 2015; e BORGES, Rodrigo Fialho. *Descontrole de estruturas: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2020.

⁵⁰¹ Essa concepção do direito da concorrência da União Europeia foi bastante inspirada pelas ideias ordoliberais da Escola de Freiburg, que influenciaram, sobretudo, a concepção da lei antitruste alemã, reconhecendo a existência de falhas de mercado, ao modo neoclássico, mas preconizando a criação de uma ordem econômica

Se por um lado a garantia da concorrência não é um fim em si mesmo, devendo ser compatibilizada com outros valores, por outro, assume grande importância justamente pela necessidade de transversalidade da sua aplicação a todos os setores da economia, e na relevância que possui na implementação de outras frentes de interesse público, incluindo o incremento de bem-estar do consumidor, de oferta a preços mais competitivos, ampliando o poder de escolha dos cidadãos.⁵⁰²

No Brasil, o antitruste nasce com a Constituição de 1934 visando a defesa da economia popular e a proteção do consumidor e, embora não se empregasse o termo “consumidor”, haja vista a inexistência dessa expressão à época, fica evidente a busca pela sua proteção como destinatário das normas de defesa da concorrência, que visava resguardar a economia popular, naquele primeiro momento.⁵⁰³

Com o fim do regime militar e a promulgação da Constituição de 1988, a livre concorrência e a livre iniciativa passaram a ser princípios basilares da Ordem Econômica do país, ao lado de diversos outros,⁵⁰⁴ que embora não constituam objetivos específicos do antitruste, se amoldam ao comando constitucional que o legitima: reprimir o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.⁵⁰⁵

que as remedie. FRISON-ROCHE, Marie Anne; PAYET, Marie Stéphane. *Droit de la Concurrance*. Paris: Dalloz, 2006.

⁵⁰² PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Defesa da concorrência e bem-estar do consumidor* cit., p. 130.

⁵⁰³ A Constituição de 1946 inaugurou a previsão constitucional da repressão ao abuso do poder econômico, e no campo infraconstitucional, o Decreto-lei nº 7.666/1945, a famosa “Lei Malaia”, é a primeira legislação a ganhar destaque na tentativa de coibir “atos contrários à ordem moral e econômica”.

A Lei nº 4.137/1962, contudo, foi a primeira lei antitruste realmente efetiva adotada no Brasil, inspiração de Agamenon Magalhães no debate norte-americano, dispendo sobre controle de abusos do poder econômico, criando o CADE, e determinando o controle de alguns atos de concentração.

Em função da ditadura militar, que logo se instalaria no Brasil, essa lei teve um alcance bastante limitado e apenas a partir da promulgação da Constituição de 1988, o cenário se alteraria. Para um histórico mais detalhado da evolução do antitruste brasileiro até aqui, vide: MACHADO CABRAL, Mario André. *Estado, concorrência e economia: convergência entre antitruste e pensamento econômico no Brasil*. Dissertação (Doutorado em Direito Econômico e Economia Política) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

⁵⁰⁴ “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I – soberania nacional; II – propriedade privada; III – função social da propriedade; IV – livre concorrência; V – defesa do consumidor; VI – defesa do meio ambiente; VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII – busca do pleno emprego; IX – tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei” (Constituição Federal de 1988 cit.).

⁵⁰⁵ “Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante

Logo, apenas a partir da década de 1990, houve a construção de um novo quadro normativo e institucional efetivo para o direito da concorrência brasileiro, dado o surgimento de condições macroeconômicas favoráveis, com a estabilização da moeda e as reformas liberalizantes da época.

Nesse contexto, a reorganização do papel do Estado brasileiro começa com a edição do Programa Nacional de Desestatização (PND).⁵⁰⁶

Na ocasião, o Poder Público concedeu aos particulares a possibilidade de atuação na prestação de diferentes serviços públicos, antigos monopólios estatais, sob regulação pormenorizada do Estado, que passou a exercer o papel de agente normativo e regulador da atividade econômica, nos termos do art. 174 da CF/1988.

De um lado, o redesenho de setores até então dominados por monopólios estatais exigiu a utilização de instrumentos jurídicos que permitissem a entrada de novos competidores no mercado, e nivelassem as oportunidades entre empresas entrantes e outras já estabelecidas, abrindo e delimitando espaços de competição nos setores regulados.⁵⁰⁷

De outro lado, coube ao Estado defender os mercados abertos à competição, impedindo que alterações estruturais e/ou condutas de agentes econômicos prejudicassem a concorrência, zelando pela observância efetiva dos princípios gerais que regem a atividade econômica, em especial os princípios da livre-iniciativa e da livre concorrência, presentes no caput e no inciso IV do art. 170 da CF/1988.⁵⁰⁸

interesse coletivo, conforme definidos em lei. [...] § 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros” (Constituição Federal de 1988 cit.).

⁵⁰⁶ O PND foi instituído pela Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e contemplava apenas a possibilidade de alienação de empresas controladas pelo poder público (art. 2º, I e II). Em 1997, a Lei nº 9.491, de 9 de setembro daquele ano, reformou as feições do PND para permitir também a concessão à iniciativa privada da prestação de serviços públicos (art. 2º, III), revogando a Lei nº 8.031/90. Os objetivos do PND não sofreram mudanças relevantes com a edição da Lei nº 9.491/97; alguns deles foram mais bem especificados, mas não houve mudança nos objetivos centrais. Por meio do PND, o Estado procurou transferir à iniciativa privada algumas atividades exploradas pelo setor público, viabilizar a emergência de um setor privado com capacidade de investimento nas atividades transferidas, aumentar a competitividade geral da economia e permitir à Administração Pública concentrar esforços e recursos nas atividades em que a presença estatal é fundamental para os objetivos nacionais.

⁵⁰⁷ PEREIRA NETO, Caio Mario; PRADO FILHO, José Inácio. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade cit., p. 13-48;

⁵⁰⁸ *Ibidem*.

No setor financeiro brasileiro, mercado extensamente regulado, a década de 90 foi marcada por importantes mudanças estruturais e no padrão de concorrência, notadamente, em relação aos bancos, após o processo de reestruturação bancária promovido pelo governo.⁵⁰⁹

Foi apenas com a implementação da nova moeda, o Real, que ocorreu o processo de contenção inflacionária, e assim, boa parte dos bancos nacionais começou a enfrentar sérias dificuldades financeiras dados os ganhos que auferiram com a volatilidade da moeda, o que, mais uma vez, ensejou diversos planos econômicos e programas para saneamento do setor, todos concentradores em sua forma.⁵¹⁰

Em que pese a consolidação do sistema financeiro brasileiro na década de 90, com determinada quantidade de bancos nacionais e a introdução de uma suposta concorrência de bancos internacionais, as evidências empíricas demonstram que não houve efeitos indicadores de bem-estar social e não houve melhora na qualidade ou quantidade de produtos financeiros.⁵¹¹

Nesse contexto de maior abertura econômica, contudo, uma importante reorientação ocorreu para a política de defesa da concorrência com a promulgação da Lei nº 8.884/1994, a antiga lei de defesa da concorrência, e o primeiro marco legal efetivo a estabelecer uma verdadeira cultura concorrencial no país, com repercussão nas primeiras grandes operações

⁵⁰⁹ A partir de 1988, com o fim do modelo de cartas-patente, houve uma explosão no número de instituições financeiras no Brasil, aumentando 59,4% apenas naquele ano. Além dessa mudança, o Brasil vivia o processo de redemocratização do país, após o fim do regime militar, e a recém promulgada Constituição de 1988 determinou, em seu art. 192, que o sistema financeiro nacional fosse estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade. Assim como em outros momentos da história do sistema financeiro brasileiro, essa nova expansão do número de concorrentes não significou aumento de competitividade e ganhos de eficiência. Em 21 de setembro de 1988, por meio da Resolução CMN nº 1.524 introduziu-se uma reforma importante no sistema financeiro, permitindo aos conglomerados financeiros a possibilidade de organizarem-se sob a forma de uma única instituição, o banco múltiplo. Para mais informações, vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Financeiro Nacional – 1989 a 2000. Disponível em: bcb.gov.br. Acesso em: 2 jun. 2021. Cf.: TROSTER, Roberto Luis. *Overbanking no Brasil*. São Paulo: Makron Books, 1996. p. 4.

⁵¹⁰ É importante salientar que todo o processo de concentração bancária identificado a partir da década de 1990, assim como no regime militar, foi capitaneado de maneira fundamental pelo Estado brasileiro, via incentivos oficiais por meio de programas, tais como o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Nacional (Proer) e Programa de Incentivo para a Reestruturação do Sistema Financeiro Estatal (Proes), em um novo esforço de sanear o sistema financeiro nacional (MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito?* cit., p. 104).

⁵¹¹ O processo de entrada de bancos estrangeiros no Brasil teve início em 1995, com destaque para as aquisições do Banco Geral de Comércio, Banco Noroeste, Grupo Meridional e Banespa pelo Santander, de origem espanhola, que se tornou o terceiro maior banco em ativos no país à época (ROCHA, Fernando Alberto Sampaio. *Evolução da concentração bancária no Brasil (1994-2000)*. *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, Brasília: Banco Central, nº 11, p. 11, 2011). Vide: MULLER, Bianca Abbott. *Concorrência no setor bancário brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. p. 54.

societárias de abrangência nacional, e o amadurecimento paulatino de uma política de combate a cartéis.⁵¹²

Destarte, apesar de deflagrada a importância do desenvolvimento da política antitruste e do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) com a Lei nº 8.884/1994, cujos ganhos foram paulatinamente granjeando mais expressividade para a matéria até a década seguinte, a partir da promulgação da Lei nº 12.529/2011, em 30 de novembro de 2011, foi inaugurado tempos de maior notoriedade e importância para o antitruste com a alteração para um regime de análise prévia obrigatória de atos de concentração, além de mudanças nos critérios de notificação de operações, e uma ampla reforma na estrutura do SBDC.

Nesse sentido, é possível notar o caráter dinâmico da política de defesa da concorrência, e sua íntima ligação com o contexto histórico e macroeconômico que o engloba, enquanto instrumento de política pública que varia de alcance a depender do contexto, da política econômica e do desenho regulatório e constitucional de cada país.

No Brasil, o papel da política de defesa da concorrência no setor financeiro, a rigor, não difere daquele que ela exerce nos demais setores regulados.⁵¹³

Nas hipóteses em que o marco regulatório defina, claramente, quais os espaços em que a concorrência deve exercer seu papel, e qual autoridade será responsável pela tutela concorrencial, o problema da abertura de tais espaços se encontra resolvido *ex vi lege*, cabendo apenas à autoridade competente exercer o controle da concorrência, tomando o cuidado de levar em conta os princípios norteadores do setor.⁵¹⁴

Em relação ao SFN, contudo, em virtude de artigo o art. 18, § 2º, na Lei nº 4.595/1964, durante muito tempo, em menor ou maior grau, houve discussões em torno de a quem cabia a tutela da concorrência no setor financeiro, gerando debates em torno do conflito positivo de competências entre o CADE e o Banco Central, como já esboçado nesse trabalho, resolvido

⁵¹² MARTINEZ, Ana Paula. *Repressão a cartéis: interface entre direito administrativo e direito penal*. São Paulo: Singular, 2013. p. 30.

⁵¹³ “Em vários mercados regulados, os espaços competitivos e não competitivos são claramente delimitados. No entanto, em determinadas circunstâncias, pode haver incerteza sobre a existência ou não de um espaço concorrencial em setores regulados. Nesses casos, o CADE tem buscado criar regras jurisprudenciais para identificar se há algum espaço concorrência falou se a regulação estatal é de tal natureza que substitui completamente a concorrência, gerando uma imunidade antitruste naquele setor ou segmento específico.” Vide: PEREIRA NETO, Caio Mario; PRADO FILHO, José Inacio. *Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade cit.*, p. 13-48.

⁵¹⁴ *Ibidem*.

de maneira extrajudicial com um acordo formalizado como ato normativo entre ambas as autoridades em 2018.⁵¹⁵

Assim, considerando o papel da política de defesa da concorrência no setor financeiro, e, especificamente, no nicho de pagamentos, embora a Lei de Pagamentos Brasileira tenha estabelecido a competência do CMN e do Bacen para regular os arranjos e instituições de pagamento, zelando, inclusive, pela inovação e concorrência no setor,⁵¹⁶ há menção expressa dispondo que essa competência não afasta as atribuições legais do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, nem as dos outros órgãos ou entidades responsáveis pela regulação e supervisão setorial.⁵¹⁷

Isso significa que, em relação ao nicho de pagamentos, assim como já acontece com o setor financeiro como um todo, o CADE e o Banco Central cooperam em matéria de concorrência, resguardadas as atribuições específicas da política regulatória e da política de defesa da concorrência, havendo situações excepcionais em que o regulador financeiro tem prerrogativa de aprovar unilateralmente determinadas operações no setor.⁵¹⁸

Nesse sentido, ainda que a excepcionalidade trazida pelo Ato Normativo Conjunto nº 1 entre CADE e Banco Central não se configure como imunidade ao direito concorrencial propriamente dita,⁵¹⁹ o poder conferido à autoridade monetária, nesse caso, é profundo o suficiente a ponto de transferir ao Banco Central a atribuição de afastar a análise antitruste em

⁵¹⁵ “Art. 18 [...], § 2º O Banco Central da Republica do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena (Vetado) nos termos desta lei” (Lei nº 4.595/1964).

⁵¹⁶ “Art. 9º Compete ao Banco Central do Brasil, conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional: X – adotar medidas para promover competição, inclusão financeira e transparência na prestação de serviços de pagamentos.”

⁵¹⁷ “Art. 9º [...] § 5º As competências do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil previstas neste artigo não afetam as atribuições legais do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, nem as dos outros órgãos ou entidades responsáveis pela regulação e supervisão setorial.

⁵¹⁸ Ato Normativo Conjunto nº 1 entre Cade e Banco central: “Art. 6º O BCB poderá aprovar unilateralmente os atos de concentração envolvendo instituição financeira sempre que aspectos de natureza prudencial indiquem haver riscos relevantes e iminentes à solidez e à estabilidade do Sistema Financeiro Nacional.”

⁵¹⁹ “A State Action Doctrine, surgida nos EUA, refere-se especificamente à imunidade antitruste em setores regulados por estados federados, com vistas a esclarecer quais os requisitos necessários para afastar a aplicação do direito antitruste a setores regulados por agências regulatórias federais. Nesse contexto, o caso U.S. vs. National Association of Securities Dealers (422 U.S. 694(1975)) estabeleceu que existe uma imunidade ao direito concorrencial sempre que os poderes conferidos ao agente regulador federal forem extensos o suficiente para tornar o marco regulatório incompatível com o direito concorrencial. Para mais informacoes, vide, dentre outros: PEREIRA NETO, Caio Mario; PRADO FILHO, José Inacio. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade cit., p. 13-48.

caso de atos de concentração que ele próprio julgar ensejadores de riscos relevantes e iminentes à solidez e à estabilidade do SFN.⁵²⁰

Nesse contexto, a *Pervasive Power Doctrine*, da doutrina norte-americana, determina que há uma imunidade antitruste implícita quando os poderes conferidos à agência reguladora sejam extensos o suficiente a ponto de substituir o sistema concorrencial, ou quando há deslocamento de competência na aplicação do direito antitruste para o regulador, e os poderes conferidos a ele forem profundos o suficiente (apesar de não afastar o direito antitruste, já que as competências incluem a aplicação das regras concorrenciais).⁵²¹

Na aplicação análoga da *Pervasive Power Doctrine* pelo CADE, os tradicionais requisitos de extensão ou profundidade dos poderes transferidos ao órgão regulador têm sido exigidos, temperados por outros requisitos de análise advindos da experiência doutrinária brasileira.⁵²²

Destarte, a doutrina aponta que em relação à interação entre política de defesa da concorrência e regulação, abrem-se duas vertentes para uma possível atuação da autoridade antitruste em mercados regulados: (i) atuação sobre a própria delimitação dos espaços concorrenciais, ou seja, promoção da competição em setores onde ela era inexistente,⁵²³ e (ii)

⁵²⁰ Ato Normativo Conjunto nº 1 entre Cade e Banco central: “Art. 6º [...] § 1º Consideram-se operações com aspecto de natureza prudencial aquelas que, a juízo do BCB: I – envolvam risco à solidez de instituição financeira ou de segmento do Sistema Financeiro Nacional; II – comprometam a manutenção da estabilidade do Sistema Financeiro Nacional e a prevenção de crise sistêmica; III – prejudiquem a efetividade de regime de resolução aplicado em instituição financeira; IV – prejudiquem a efetividade de medidas necessárias para mitigar a necessidade de aplicação de regime de resolução; e V – prejudiquem a efetividade de medidas necessárias para reverter trajetória de perda de solidez de instituição financeira ou de segmento do Sistema Financeiro Nacional, com modelo de negócio identificado como inconsistente, vulnerável ou inviável.

⁵²¹ PEREIRA NETO, Caio Mario; PRADO FILHO, José Inacio. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade cit., p. 24.

⁵²² “Cf. AC nº 08012.007435/ 2000-02 (Banco Santander Central Hispano S/A e Patagon com International Inc., relatora Conselheira Hebe Romano, julgado em 17.01.2001, acórdão publicado no *DOU* em 09.03.2001). Nesse caso, a relatora transcreve trecho do artigo de Maria Tereza Leopardi de Mello, que, apesar de tratar do setor elétrico, é considerado pela Conselheira perfeitamente aplicável ao ato de concentração que estava em análise no setor financeiro; o artigo citado somaria os requisitos necessários para configurar a profundidade do poder em três tópicos: (i) que as regras antitruste devam ser levadas em conta quando do exercício do poder regulamentar ou em outras decisões da agência; (ii) que a atuação da agência efetivamente leve em consideração os efeitos de seus atos sobre a concorrência; (iii) que a agência reguladora apresente conhecimentos técnicos e de mercado privilegiados (cf. fl. 269 do AC nº 08012.007435/2000-02; cf. MELLO, 1999)” (*Apud* PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade. *Revista Direito GV*, v. 12, n. 2, jan.-abr. 2016, p. 24. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/rYXW89P9nrzqL8QWqMSnbhC/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 12 des. 2022).

⁵²³ Os casos que envolvem a privatização dos serviços de distribuição de gás encanado constituem uma série de casos nos quais o papel do CADE na delimitação dos espaços concorrenciais em setores regulados foi discutido em profundidade pelos órgãos de defesa da concorrência. Assim, por exemplo, nos Atos de Concentração nº 08012.004550/99-11 (Integral Holding S/A e Companhia de Gás do Estado de São Paulo,

proteção dos espaços concorrenciais já abertos pela regulação, atuando, sobretudo, no na prevenção e repressão à infrações contra a ordem econômica nos espaços competitivos dos mercados regulados.⁵²⁴

Como se verá a seguir, a segunda vertente de atuação tem sido a postura adotada pelo CADE no mercado de meios de pagamentos, abrindo investigações contra condutas anticompetitivas e acompanhando de perto a evolução da dinâmica competitiva no setor, tendo em vista que ainda não houve quantidade suficiente de atos de concentração envolvendo *fintechs*, que, em sua maioria, são empresas com pequeno porte e poder de mercado, que ainda não atingiram os critérios de faturamento para notificação.

COMGÁS, relator Conselheiro Celso Campilongo, julgado em 28.03.2001, publicado noDOU em 28.05.2001) e nº 08000.021008/1997-91 (CEG Participações Ltda., Iberdrola Investimentos Sociedade Unipessoal Ltda., GásNatural SDG S/A e Pluspetrol Energy Sociedad Anónima, relator Conselheiro Mércio Felsky, julgado em 21.02.2001 e publicado no DOU em 13.03.2001; processo referido também pelo número de tomo 0172/1997), a SDE emitiu parecer em que recomendava ao CADE solicitar à autoridade estadual concedente que modificasse algumas cláusulas do contrato de concessão, nos termos do art. 7º, inciso X da Lei nº 8.884/94 (equivalente ao atual art. 9º, inciso VIII, da Lei nº 12.529/2011). No julgamento dos casos, o CADE aprovou a operação sem restrições, por entender que não lhe competia reavaliar a decisão dos órgãos estaduais a respeito da extensão de introdução de concorrência no setor. No entanto, em outros casos que envolvem o setor de gás, o CADE expressou forte censura ao modelo de concessão adotado pelo Poder Concedente. Nesse sentido, o AC nº 08012.002455/2002-11 (Petrobras Gás S/A, CS Participações Ltda. e Companhia de Gás do Piauí S/A-GASPIISA, relator Conselheiro Roberto Pfeiffer, julgado 06.08.2003, publicado no DOU em 30.09.2003) aprovou sem restrições a operação de transferência ao setor privado da prestação do serviço público de distribuição de gás canalizado no Piauí, mas encaminhou ao poder concedente estadual recomendações para mudanças no contrato de concessão de modo a resguardar a ordem econômica concorrencial.

⁵²⁴ “No setor de telecomunicações, o CADE avaliou os impactos concorrenciais das disposições regulamentares editadas por meio das Resoluções Anatel nº 402/2005 e nº 437/2006 (revogadas e substituídas pela Resolução Anatel nº 590/2012, tal como complementada pelos Atos nº 6.617/2012 e nº 6.619/2012): o primeiro normativo disciplinava a oferta de exploração industrial de linha dedicada (EILD), proibindo que empresas detentoras de Poder de Mercado Significativo (PMS) concedessem descontos para este serviço (cf. art. 18 da revogada Resolução Anatel nº 402/2005); o segundo definia, *prima facie*, que todas as concessionárias de telefonia fixa deteriam PMS nos diversos mercados relevantes de EILD (cf. arts. 3º e 4º da Resolução Anatel nº 437/2006). Diante dessa moldura normativa, a Telecomunicações de São Paulo S.A. (Telefônica/Telesp) provocou manifestação do CADE, sob argumento de que a proibição de descontos que havia sido adotada pela Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel) estaria em oposição aos Termos de Compromisso de Cessação (TCCs) celebrados com as autoridades concorrenciais no âmbito de processos administrativos opondo empresas do setor de telecomunicações. Os referidos TCCs haviam determinado a cessação da prática de discriminação de preços, mas permitiam expressamente a concessão de descontos fundados em critérios objetivos e isonômicos (*e.g.*, prazo e volume). Por meio do Despacho Presidência nº 175/2006, o CADE emitiu pronunciamento de que não havia conflito com os Termos de Compromisso de Cessação, na medida em que os acordos assinados autorizavam a concessão de descontos, desde que de forma não discriminatória, mas não obrigavam reduções de preço nem constituíam direito subjetivo à prática de descontos pelas Representadas. Ademais, o Despacho reconheceu a competência da Anatel para regular a oferta de EILD. Mas o CADE chamou atenção para o fato de que a proibição de descontos poderia ter efeitos negativos sobre a concorrência, determinando o encaminhamento da decisão à Anatel, com recomendação de que fosse reavaliada a proibição da concessão de desconto.” Vide: PEREIRA NETO, Caio Mario; PRADO FILHO, José Inácio. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade cit., p. 24.

Com efeito, nos espaços concorrenciais abertos expressamente pela lei e pela regulamentação infralegal, como no caso do mercado de meios de pagamentos, ou naqueles em que o silêncio da lei é suprido com a negativa de aplicação das regras prudenciais da *State Action Doctrine* ou da *Pervasive Power Doctrine*, à luz da interpretação jurisprudencial e doutrinária brasileira, a autoridade concorrential detém competência plena de adjudicação da tutela da concorrência, e, o CADE a tem exercido reiteradamente para investigar conduta anticompetitivas e, assim, resguardar o bem-estar do consumidor.⁵²⁵

Nessa toada, é interessante notar que, no caso brasileiro, embora o direito da concorrência tenha surgido como forma de proteger a economia popular, ao longo das décadas, seus comandos normativos foram se aperfeiçoando e culminando com o afunilamento da sua principal diretriz por aqui: reprimir o abuso do poder econômico e, indiretamente, resguardar o consumidor, cidadão brasileiro.

Nesse sentido, Roberto Pfeiffer aponta que:

Nesse contexto, embora as normas de defesa da concorrência não regulem as relações de consumo e não procedam a uma defesa direta do consumidor, tutelam interesses essenciais dos consumidores, uma vez que sua aplicação redundaria em preços competitivos (e mais baixos do que aqueles praticados em situações sem concorrência efetiva), alternativas de escolha e melhores padrões de qualidade e inovação.⁵²⁶

Citando Hovenkamp, em sentido análogo, Pfeiffer aponta a diferenciação que o autor faz entre proteção do consumidor e bem-estar do consumidor, refletindo sobre os objetivos da política antitruste norte-americana e assinalando que, embora a proteção do consumidor compita à política e aos instrumentos de defesa do consumidor, o seu bem-estar é entendido como um dos principais objetivos das normas de defesa da concorrência.⁵²⁷

Se por um lado a política de defesa da concorrência traz efeitos positivos para o consumidor, é importante salientar que ela não incide diretamente nas relações de consumo, como aquelas estabelecidas entre instituições financeiras e seus clientes, não estando habilitada a adjudicar direitos aos consumidores individuais, uma vez que seu escopo é

⁵²⁵ Segundo Caio Mario e José Inácio Prado, até nas situações que a agência reguladora detém alguma competência concorrente para implementar normas de defesa da concorrência, como a ANATEL, o CADE tem se mostrado muito mais ágil em sua aplicação (Ibidem, p. 24 e 33).

⁵²⁶ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Defesa da concorrência e bem-estar do consumidor* cit., p. 143.

⁵²⁷ Nessa toada, o *bem-estar do consumidor* seria alcançado por meio da maximização de seu excedente e o controle da monopolização, ao passo que a *proteção do consumidor* abarca um sistema e conjunto de normas que o defende de fraudes, publicidade enganosa e outras práticas abusivas (PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Defesa da concorrência e bem-estar do consumidor* cit., p. 143).

difuso, pois é a coletividade a titular dos interesses protegidos pela norma antitruste, nos termos do art. 1º, parágrafo único, da Lei nº 12.529/2011.⁵²⁸

Entre os objetivos do antitruste no Brasil, esse afigura-se como particularmente importante para este trabalho, uma vez que a vulnerabilidade do consumidor se agrava nas hipóteses em que se defronta com fornecedores que detém posição dominante, restringindo suas possibilidades de escolha, submetendo-se, eventualmente, a práticas abusivas, ou a preços maiores do que aqueles que seriam praticados caso houvesse concorrência efetiva.

Essa premissa é particularmente importante considerando o mercado de meios de pagamento nacional, um duopólio até julho de 2010 e um setor que segue bastante verticalizado e entrelaçado junto aos incumbentes bancários, e os mercados digitais, onde os efeitos de rede das grandes plataformas digitais acabam por gerar externalidades que demandam o olhar atento da política antitruste, e de novos reguladores.

Nesse diapasão, a análise do mercado de meios de pagamento brasileiro demonstra que foi, precisamente, a articulação entre política regulatória e defesa da concorrência que pavimentou um novo desenho estrutural para o setor, embora o avanço da tecnologia da informação, fruto da digitalização da vida e das finanças, tenha se antecipado à normatização jurídica, e empurrado a atuação das autoridades em prol de alguma ordenação da inovação.⁵²⁹

Nesse sentido, cabe salientar que o papel do antitruste em um cenário de grande instabilidade e intensa mudança tecnológica, como é o caso dos mercados digitais⁵³⁰ (onde se insere o modelo de negócio das *fintechs* de pagamento), vem sendo rediscutido no mundo todo.

⁵²⁸ O sujeito da proteção antitruste é o consumidor em abstrato, inserido na ordem econômica e na dinâmica competitiva de determinado mercado, que tem como foco resguardar o bem-estar da coletividade dos consumidores (Ibidem, p. 146).

⁵²⁹ De acordo com o Manual de Oslo da OCDE/Eurostat, o conceito genérico de inovação seria “a implementação de um produto novo ou significativamente melhorado (bem ou serviço), ou um processo, um novo método de marketing, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, organização do local de trabalho ou relações externas” (tradução livre). OCDE; EUROSTAT. *Oslo Manual: guidelines for collecting and interpreting innovation data: a joint publication of OECD and Eurostat*. Paris: OECD Publishing, 2005. p. 46.

⁵³⁰ Nesta pesquisa, a expressão “mercados digitais” será utilizada para se referir a mercados em que as empresas participantes ofertem, por meio da rede pública de internet, independentemente de remuneração em pecúnia, produtos e serviços de natureza intangível. Para mais informações, vide: FERNANDES, Victor. *Direito da concorrência das plataformas digitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022.

O amplo debate correlacionado competição e inovação, e a noção de concorrência schumpeteriana, segundo a qual os agentes econômicos buscam permanentemente se diferenciar em um processo ativo de criação de novas oportunidades e novos espaços econômicos, se coaduna com a ideia de que a conquista de poder de mercado é a recompensa por uma inovação bem-sucedida.⁵³¹

Contudo, a prescrição de Schumpeter de que monopólios aumentam a possibilidade de inovação já está há muito superada, confrontada por trabalhos como os de Arrow, donde, devido a efeitos de canibalização e aprisionamento, as empresas com elevador de mercado, na realidade, possuiriam menos incentivos para inovar.⁵³²

A introdução de inovação, portanto, constitui uma importante estratégia competitiva, por meio da qual se busca a obtenção de vantagens comparativas que proporcionem lucros extraordinários, ainda que temporários.

Nessa toada, conforme preleciona Giulio Federico, Fiona Scott Morton e Carl Shapiro, o papel do antitruste em mercados inovadores, como o de plataformas financeiras e *fintechs* de pagamento, é, justamente, evitar que empresas dominantes exerçam seu poder de mercado de forma abusiva, com intuito de extinguir novas empresas e atividades, seja por meio da aquisição de potenciais firmas rivais apenas para arrefecer a concorrência (*killer acquisitions*), seja pelo emprego de estratégias anticompetitivas para excluí-las.⁵³³

Destarte, uma vez que a política de defesa da concorrência visa, precipuamente, preservar as condições de concorrência e as eficiências econômicas decorrentes delas, sancionando o abuso de poder econômico, é essencial que as autoridades antitruste zelem pela o bom funcionamento da dinâmica competitiva entre os diferentes agentes econômicos, contribuindo para um ambiente de estímulo à inovação, tendo em vista os diversos benefícios que podem ser gerados para os consumidores e para a coletividade em geral.⁵³⁴

⁵³¹ FEDERICO, Giulio; MORTON, Fiona Scott; SHAPIRO, Carl. Antitrust and Innovation: Welcoming and Protecting Disruption. *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, nº 26005, p. 2, 2019. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w26005>. Acesso em: 7 jul. 2022; POSSAS, M. Concorrência Schumpeteriana. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 247.

⁵³² Cf: ARROW, K. J. Economic welfare and the allocation of resources for invention. *Readings in Industrial Economics*, p. 609-626, 1962; e FERNANDES, Victor. *Direito da concorrência das plataformas digitais* cit.

⁵³³ Nesse sentido, ver: CUNNINGHAM, Colleen; EDERER, Florian; MA, Song. Killer Acquisitions. *Journal of Political Economy*, v. 129, nº 3, p. 649-702, 2021.

⁵³⁴ FEDERICO, Giulio; MORTON, Fiona Scott; SHAPIRO, Carl. Antitrust and Innovation: Welcoming and Protecting Disruption cit., p. 2.

Considerando a economia digital⁵³⁵ e ascensão das big techs,⁵³⁶ o debate se a aplicação das leis antitruste focada no paradigma da Escola de Chicago ainda seria adequada para lidar com as características econômicas dos mercados de plataformas digitais foi reavivado.

Notadamente, no círculo acadêmico norte-americano, vários autores têm sustentado que a política antitruste deveria ser reajustada, retomando o seu papel histórico de combate aos monopólios e reconhecendo que a centralização do poder econômico nas mãos das grandes empresas de tecnologia tem colocado em risco valores democráticos.⁵³⁷

Nesse contexto, nos últimos anos, diversas autoridades estrangeiras e fóruns internacionais têm publicado estudos e relatórios que debatem o impacto das transformações geradas pela economia digital sobre a política antitruste, como é o caso das inovações financeiras desenvolvidas via plataformas digitais, embora diversos autores entendam que não seria necessário abandonar totalmente o paradigma neoclássico para empreender essa análise.⁵³⁸

⁵³⁵ A expressão “economia digital” é comumente usada como um termo guarda-chuva para descrever o funcionamento de mercados em que tecnologias digitais são empregadas de maneira central” (OCDE. *The digital economy. Hearings on the digital economy held at the competition committee sessions*, v. 1, p. 5, 2012). Do ponto de vista da teoria econômica, essa expressão designa mais especificamente um campo de estudo da economia que examina como modelos econômicos das teorias de organização industrial são impactados pela redução substancial de custos de busca, replicação, transporte e rastreamento de bens e serviços (GOLDFARB, A.; TUCKER, C. Digital economics. *Journal of Economic Literature*, v. 57, nº 1, p. 3-4, 2019).

⁵³⁶ Com o crescimento da importância dos mercados digitais, o controle concorrencial de estruturas tem se sofisticado para apreender novas formas de exercício de poder de mercado por grandes empresas de tecnologia. Sobre esse fenômeno vide: MODRALL, J. Big data and merger control in the EU. *Journal of European Competition Law & Practice*, v. 9, nº 9, p. 569-578, 2018. Para uma análise sobre essas investigações no contexto do direito comunitário europeu, vide: ALEXIADIS, P.; DE STREEL, A. Designing an EU intervention standard for digital platforms. *EUI Working Papers RSCAS 2020/14*, v. 1, nº 1, p. 9-16, 2020.

⁵³⁷ Essa perspectiva se tornou conhecida como o movimento neobrandeisiano. Em linhas gerais, os autores desse movimento se vinculam ao pensamento herdado de Louis Brandeis, que parte da ideia de que a aprovação do Sherman Act, de 1890, voltava-se a proteger o país contra a excessiva concentração de poder econômico e a garantir às estruturas de mercado a distribuição de oportunidades e de prosperidade. Para esses autores esses objetivos não estariam sendo fustigados nas últimas décadas, tendo em vista que a aplicação do antitruste com fundamentos na Escola de Chicago tem resultado em mercados excessivamente oligopolizados e ineficientes. Nesse sentido, vide: WU, T. *The curse of bigness: antitrust in the new gilded age*. Nova Iorque: Columbia Global Reports, 2018 (“the classic antidote to bigness – the antitrust and other antimonopoly laws-might be recovered and updated to face the challenges of our times”); e KHAN, L. The new Brandeis movement: America's antimonopoly debate. *Journal of European Competition Law & Practice*, v. 9, nº 3, p. 131-132, 2018.

⁵³⁸ Vide, por exemplo: OECD. Rethinking antitrust tools for multi-sided platforms. 2018. Disponível em: www.oecd.org/competition/rethinking-antitrust-tools-for-multi-sided-platforms.htm. Acesso em: 6 dez. 2022; e MANNE, Geoffrey A.; WRIGHT, Joshua D. Innovation and the limits of antitrust. *Journal of Competition*

Para essa vertente de autores norte-americanos “pós-chicaguianos”, a política antitruste deve ser revigorada, internalizando-se avanços recentes da teoria econômica e evidências factuais específicas dos mercados digitais que possam demonstrar racionalidade na adoção de condutas exclusionárias, cujos efeitos anticompetitivos são tradicionalmente subestimados pela Escola de Chicago.

No entanto, não seriam necessárias a adoção de novas leis ou novos objetivos para o antitruste, como proteção dos trabalhadores, e das pequenas empresas, bastando que o conceito de bem-estar do consumidor seja interpretado de forma a englobar efeitos sobre preço, qualidade e inovação.⁵³⁹

Logo, mesmo diante de uma inconclusividade do debate sobre qual a melhor estrutura de mercado para a inovação ou se deveria haver novos objetivos para o antitruste considerando sua aplicação no ecossistema digital, é possível verificar, factualmente, a existência de capacidade e incentivos de restringir a inovação, a partir da apreensão de princípios como os da contestabilidade, da apropriabilidade e das sinergias, na análise concreta dos mercados.⁵⁴⁰

Isso significa que, de acordo com a visão aqui esboçada, os objetivos a serem tutelados pela intervenção concorrencial em mercados digitais coincidem com aqueles perseguidos pela política antitruste em quaisquer outros mercados, mesmo que as especificidades dos mercados de plataformas digitais, em especial a natureza de preço zero, imponham algumas dificuldades metodológicas à análise de condutas.⁵⁴¹

Assim, sem a pretensão de enfrentar de forma ampla a discussão sobre os objetivos do antitruste na economia digital, notadamente em relação aos modelos de negócios de diversas plataformas financeiras que estão fora do perímetro regulatório das autoridades, este tópico pretendeu explorar os objetivos gerais da matéria, tanto em relação aos mercados regulados, como é o caso do setor financeiro tradicional, como em mercados digitais, como é o caso das

Law and Economics, v. 6, n. 1, p. 176, 2010. Valem menção também os estudos do Stigler Center da Universidade de São Paulo, do Reino Unido, da Comissão Europeia e da Austrália.

⁵³⁹ Alinham-se a essa perspectiva: HOVENKAMP, Herbert. Is Antitrust's Consumer Welfare Principle Imperiled? *Journal of Corporation Law*, v. 45, nº 18-15, p. 101, 2019; SHAPIRO, Carl. Antitrust: What Went Wrong and How to Fix It. *Antitrust*, v. 35, nº 3, p. 33-45, 2021; BAKER, Jonathan B. The Antitrust Paradigm Restoring a Competitive Economy, p. 1-369, 2019; e MELAMED, A. D.; PETIT, N. The misguided assault on the consumer welfare standard in the age of platform markets. *Review of Industrial Organization*, v. 54, nº 4, p. 741-774, 2019.

⁵⁴⁰ FERNANDES, Victor. *Direito da concorrência das plataformas digitais* cit., p. 32-67.

⁵⁴¹ *Ibidem*.

fintechs de pagamento, com o intuito de embasar a importância do papel das autoridades concorrenciais no controle de condutas no mercado de meios de pagamentos, especialmente, evitando abusos de posição dominante capazes de prejudicar o bem-estar social no longo prazo, por meio da exclusão ou da marginalização de concorrentes.⁵⁴²

Nessa seara específica, embora haja relativo consenso de que a política antitruste deve não apenas proteger a concorrência medida em impactos de preços, mas também privilegiar o desenvolvimento de novos produtos e serviços,⁵⁴³ há divergências sobre, se e como, os conceitos e as ferramentas tradicionais do antitruste devem ser operacionalizados para garantir que o processo competitivo esteja aberto à apreensão das repercussões de estratégias comerciais sobre a inovação.⁵⁴⁴

2.7.1 A estrutura competitiva atual do mercado de meios pagamentos

A internet revolucionou a forma como as pessoas consomem bens e serviços e como os mercados se organizam, colocando-se no patamar de *general-purpose technology* (GPT), impactando a sociedade como um todo, os setores já estabelecidos, além de ter criado novas oportunidades e nichos de mercado.⁵⁴⁵

⁵⁴² FERNANDES, Victor. *Direito da concorrência das plataformas digitais* cit., p. 32-67. Nesse sentido, recentemente, a Apple Inc foi atingida por um processo antitruste sobre o Apple Pay, acusada de usar seu poder de mercado na indústria de dispositivos móveis para afastar a concorrência de outros emissores de cartões de pagamento e cobrar deles taxas para aumentar seus resultados. Vide: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/07/18/apple-pay-leva-apple-a-ser-acusada-de-violacao-antitruste.ghtml>.

⁵⁴³ HOVENKAMP, H. J. Antitrust and innovation: where we are and where we should be going. *Antitrust Law Journal*, v. 77, p. 751, 2011 (“there seems to be broad consensus that the gains to be had from innovation are larger than the gains from simple production and trading under constant technology”); e WU, T. Taking innovation seriously: antitrust enforcement if innovation mattered most. *Antitrust Law Journal*, v. 78, p. 2, p. 313, 2012.

⁵⁴⁴ Ibidem, p. 25. Para mais informações, vide: WRIGHT, J. D. Antitrust, multi-dimensional competition, and innovation: do we have an antitrust-relevant theory of competition now? *In: Regulating innovation: competition policy and patent law under uncertainty*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. p. 11.

⁵⁴⁵ A literatura econômica já reconhece a internet como uma “tecnologia de aplicação geral” (ou general-purpose technology [GPT]). De acordo com Jovanovic e Rousseau, “o termo tecnologia de aplicação geral, ou GPT, teve grande uso nos recentes estudos do papel da tecnologia no crescimento econômico e é normalmente utilizado para descrever alterações que transformam tanto a vida doméstica quanto a forma como empresas conduzem seus negócios. Vapor, eletricidade, combustão interna e tecnologia da informação (TI) são usualmente classificados como GPT por essa razão. Eles afetam toda a economia” (tradução livre). No original: “the term ‘general-purpose technology’, or GPT, has seen extensive use in recent treatments of the role of technology in economic growth, and is usually reserved for changes that transform both household life and the ways in which firms conduct business. Steam, electricity, internal combustion, and information technology (IT) are often classified as GPTs for this reason. They affected the whole economy” (JOVANOVIC, Boyan; ROUSSEAU, Peter L. General-purpose technologies (Chapter 18). *In: AGHION,*

O mercado de meios de pagamento, ou de pagamentos eletrônicos (nome comumente atribuído apenas ao mercado de cartões, dada sua proeminência), ilustra muito bem a nova sistemática dos pagamentos realizados no comércio eletrônico, por meio de diferentes plataformas digitais, como *marketplaces* e aplicações (ou aplicativos) financeiras para celulares *smartphones*.

Nesse sentido, o mercado de pagamentos eletrônicos e de plataformas digitais financeiras e de pagamentos possuem peculiaridades relevantes que os diferem de outros mercados de instrumentos de pagamento tradicionais (como dinheiro ou cheque), em especial, por conta da quantidade de intermediários que pode haver em uma cadeia de pagamentos eletrônicos, e em função das características próprias dos mercados digitais.⁵⁴⁶

Nos termos da literatura econômica, o mercado de meios de pagamentos é considerado um típico “mercado de dois lados”.⁵⁴⁷

Segundo a definição clássica de Rochet e Tirole, um mercado de dois lados é aquele em que uma plataforma de intermediação é capaz de afetar o volume de transações ao cobrar um valor diferenciado de cada lado do mercado.⁵⁴⁸

Sendo assim, a plataforma seria responsável por desenvolver uma estratégia de precificação, com o objetivo de atrair ambos os lados do mercado, o que caracteriza

Philippe; DURLAUF, Steven N. (ed.). *Handbook of Economic Growth*. Part B. Science Direct, 2014. v. 1, p. 1184. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/handbook/handbook-of-economic-growth>. Acesso em: 5 dez. 2022).

⁵⁴⁶ Muito embora não se trate de um fenômeno novo, uma vez que já existiam em menor escala e relevância na economia desde o surgimento dos primeiros sistemas operacionais (*e.g.*, Microsoft Windows), as plataformas digitais impactaram profundamente a organização econômica nos últimos anos. Novas tecnologias impulsionaram o crescimento de plataformas de modo exponencial, num processo de turbocharging. Vide: EVANS, David S.; SCHMALENSEE, Richard. *Matchmakers: the new economics of multisided platforms*. Boston: Harvard Business Press Review, 2016. p. 39 e ss.

⁵⁴⁷ O primeiro trabalho a tratar o sistema de cartões de pagamento como um mercado diferenciado foi desenvolvido por Baxter. Em seu artigo, o autor retrata a interdependência entre os componentes desse mercado e argumenta que o mesmo funcionaria como um esquema de quatro partes. Além do consumidor e do vendedor, que fazem o uso de cartões ou cheques como um meio de concretizar as transações, também é explicitado o papel dos bancos de cada um desses usuários no processo de intermediação dessas operações. Nesse esquema, a tarifa de intercâmbio (“interchange fee”) teria papel fundamental ao interligar os participantes do mercado, balanceando a demanda dos portadores de cartões e dos estabelecimentos. Para mais informações, vide: BAXTER, W. F. Bank interchange of transactional paper: legal perspectives. *Journal of Law and Economics*, 26, p. 541-588, 1983.

⁵⁴⁸ ROCHET, J.; TIROLE, J (2006). *Tying in Two-Sided Markets and the Honor All Cards Rule*. Mimeó, IDEI, University of Toulouse, 2006.

essencialmente essa estrutura de mercado, onde o foco da definição é voltado para a estrutura de preços.⁵⁴⁹

Evans e Schmalensee propuseram uma definição menos formal, ao afirmar que as plataformas de dois lados ou múltiplos lados são caracterizadas pela existência de dois tipos de agentes que, apesar de possuírem uma interdependência, não conseguem capturar valor a partir da simples interação entre ambos.⁵⁵⁰

Logo, os agentes, ao confiarem na plataforma, assim o fazem para facilitar a criação de valor de suas interações. Ou seja, existem externalidades de rede que não são capturadas pelos usuários finais, e a estrutura de preços (a calibração dos preços entre os dois lados do mercado) importa mais que o próprio nível de preços como fator para explicar o nível de bem-estar entre os mercados.⁵⁵¹

Em linhas gerais, grande parte dos mercados surgidos com as inovações tecnológicas e com a integração das economias possui peculiaridades de mercados de dois lados, pois se estruturam em plataformas.⁵⁵²

O mercado de cartões e a indústria de pagamentos eletrônicos e digitais se enquadram na racionalidade econômica do mercado de dois lados, devido, entre outras características, à existência de dois grupos distintos de consumidores que necessitam de uma plataforma para intermediar as transações entre os mesmos.⁵⁵³

Com efeito, a indústria de cartões de pagamento apresenta uma estrutura capaz de interligar distintos grupos de usuários através de uma plataforma, e que é consolidada por meio da “bandeira” (ou como se verá oportunamente, o instituidor do arranjo de pagamento), diferentemente da dinâmica mais estática dos mercados tradicionais.

⁵⁴⁹ ROCHET, J.; TIROLE, J (2006). *Tying in Two-Sided Markets and the Honor All Cards Rule* cit.

⁵⁵⁰ EVANS, David. *Two-Sided Market Definition*. University of Chicago Law, 2009; EVANS, David S.; NOEL, Michael D. *Defining Markets That Involve MultiSided Platform Businesses: An Empirical Framework With An Application To Google's Purchase Of Doubleclick*. In: EVANS, David; SCHMALENSSEE, Richard. *The industrial organization of markets with two-sided platforms*, National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA, nº 11603, set. 2005.

⁵⁵¹ Ibidem.

⁵⁵² COUTINHO, Diogo R.; KIRA, Beatriz. Vinhos novos em garrafas velhas. *Jota*, 2 jul. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/regulacao/vinhos-novos-em-garrafas-velhas-03072018>. Acesso em: 4 abr. 2022.

⁵⁵³ FRAJHOF, N. *Mercado de dois lados: o mercado de cartões de pagamento no Brasil*. Monografia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2015.

Destarte, em relação ao mercado de meios de pagamento com cartões, os portadores do cartão integram uma ponta desse mercado, ao utilizar esse instrumento de pagamento para adquirir bens e serviços, ao passo que os estabelecimentos comerciais aceitam os cartões em troca dos produtos por eles ofertados.

O mesmo vale para qualquer outro instrumento ou suporte eletrônico que permita a compra ou transferência financeira em função de determinado bem ou serviço, por meio de uma plataforma digital utilizada no comércio eletrônico, via internet ou aplicativo.

Assim, além desses dois lados dos mercados de plataformas, o mercado de meios de pagamento não é composto apenas por usuários finais e, na realidade, possui uma série de intermediários financeiros e não financeiros, que desempenham diferentes atividades na cadeia de pagamentos (ex: emissores, as bandeiras e os credenciadores).

Além da interdependência entre os consumidores, outro aspecto característico do mercado de meio de pagamentos e de plataformas financeiras é a presença de efeitos de rede, que, por sua vez, constituem como externalidades significativas no setor.⁵⁵⁴

Com efeito, a externalidade de rede faz com que os consumidores valorem mais o uso dos cartões (ou instrumento digital) de pagamento, na medida em que os mesmos forem aceitos por uma quantidade maior de lojistas, da mesma forma, os comerciantes tenderão a valorar mais os cartões conforme um número maior de consumidores opte por usar esse tipo de pagamento.⁵⁵⁵

Nesse formato do mercado de pagamentos eletrônicos e digitais, o instituidor do arranjo de pagamento (bandeira) cobra preços distintos para cada um dos lados, e a estrutura imposta pela plataforma deverá equilibrar as demandas dos lojistas e portadores de cartão e,

⁵⁵⁴ Efeitos de rede são característica-chave em mercados digitais e tecnológicos. Em breve síntese, os efeitos de rede referem-se ao aumento de utilidade de uma plataforma conforme seu número de usuários aumenta. Em razão desses efeitos, a escolha do consumidor deixa de se basear exclusivamente em fatores tradicionais como qualidade e preço, considerando também o tamanho da rede e a possibilidade de conexão com outros usuários. Assim, a atratividade e o valor de uma determinada plataforma passam a ser diretamente proporcionais ao seu tamanho (quantidade de usuários). Para mais informações, vide: CRÉMER, Jacques; MONTJOYE, Yves-Alexandre de; SCHWEITZER, Heike. Competition policy for the digital era. European Union, April 2019. Disponível em: <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419345enn.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2022; PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva (Org.). *Defesa da concorrência em plataformas digitais*. São Paulo: FGV Direito SP, 2020. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/30031>. Acesso em: 5 dez. 2022.

⁵⁵⁵ Por conta disso, a estratégia de precificação se torna um fator primordial para atrair ambos os lados do mercado a usufruírem do serviço. Dado que é justamente a plataforma dita as regras do mercado, é ela quem deverá ser responsável por alocar os preços para cada uma das partes, levando em consideração a elasticidade-preço das demandas, separadamente (FRAJHOF, N. *Mercado de dois lados: o mercado de cartões de pagamento no Brasil cit.*).

consequentemente, assegurar que esses diferentes usuários permaneçam realizando transações.

A presença de efeitos indiretos de rede aqui, induz a não neutralidade de preços nesse esquema, uma vez que a quantidade de transações vai depender do número de usuários atraídos para a plataforma, o que gera questões relevantes do ponto de vista de análise antitruste.

Nessa toada, é certo notar que a delimitação de mercado relevante na indústria de instrumentos de pagamento afigura-se como um tanto desafiador para o antitruste, onde sequer há um consenso nas análises, tanto na dimensão do produto, quanto na dimensão geográfica.⁵⁵⁶

Segundo a autoridade antitruste brasileira, por exemplo, um dos pontos mais sensíveis em sua análise do mercado de meios de pagamento é a delimitação do mercado relevante na dimensão do produto.⁵⁵⁷

Diferentemente dos casos mais tradicionais, em que as empresas postulantes à aprovação de um ato de concentração, por exemplo, ofertam um leque restrito de produtos e/ou serviços, as instituições financeiras dispõem de uma grande variedade de produtos e serviços que, em muitos casos, acabam sendo interdependentes entre si, e, essa maior variedade, somada à referida interdependência entre os produtos financeiros, acaba tornando a delimitação do mercado relevante nesse setor mais complexa.

Devido a essa maior complexidade, não há consenso na jurisprudência a respeito desse quesito.⁵⁵⁸

⁵⁵⁶ O fato de os sistemas de pagamentos contarem com diversos tipos de cartões, por exemplo, gera dúvidas se as diferenças existentes entre esses produtos deveriam ser levados em conta na delimitação do mercado relevante.

Além disso, questiona-se a possibilidade de analisar os lados da plataforma separadamente, com o mercado relevante dos credenciadores de um lado e mercado relevante dos emissores do outro. A jurisprudência do CADE aponta que a maioria dos processos analisados envolveu a oferta de produtos e serviços financeiros e não financeiros, a emissão de cartões (que entrariam na classificação de produto não financeiro), o credenciamento, os 40 arranjos de pagamento e as plataformas móveis de pagamento. Ainda, também foram encontrados alguns casos relacionados à oferta de serviços de correspondência bancária, programas de fidelização e vales-benefício.

⁵⁵⁷ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 40.

⁵⁵⁸ “Na maior parte dos casos, a segmentação mínima que se observa nos votos e pareceres é aquela entre produtos e serviços financeiros e não financeiros. Os financeiros são aqueles normalmente prestados por um banco comercial, tais como, depósitos, empréstimos e financiamentos. Enquanto isso, os não financeiros

Além do alto grau de segmentação de produtos no mercado financeiro e de pagamentos, os casos que envolvem instituições financeiras levam em consideração, basicamente, duas abordagens distintas: a de cesta de produtos (*clusters*) e a análise desagregada, produto por produto.⁵⁵⁹

Logo, para fins da análise antitruste, a discussão sobre a delimitação do mercado relevante no setor de meios de pagamento consiste em ponderar o que faz mais sentido: o agrupamento ou desagregação dos produtos e serviços ofertados pelas empresas sob análise.⁵⁶⁰

A abordagem da cesta de produtos (*clusters*, tal como o próprio nome indica), refere-se ao agrupamento dos produtos ofertados pelas instituições financeiras), de forma que cada um destas cestas represente um mercado relevante diferente, em oposição a uma abordagem segmentada por tipo de produto.⁵⁶¹

O que resta de mais importante a se depreender da dinâmica competitiva, aqui, é salientar que o mercado de meios de pagamento, assim como outros mercados de plataforma

incluem os seguros, os serviços de previdência, capitalização, administração de consórcio, emissão de cartões de crédito, dentre outros” (Ibidem).

⁵⁵⁹ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 40.

⁵⁶⁰ Na jurisprudência do Cade, dois casos ilustram bem essa abordagem. O primeiro deles é o Ato de Concentração nº 08012.010081/2007-11 (Banco Santander – Banco Real), em que o Conselheiro Abraham Sicsú delimitou o mercado relevante a partir dos clusters de produtos financeiros e não financeiros. O segundo é o Ato de Concentração nº 08012.0011736/2008-41 (Banco do Brasil e Nossa Caixa), no qual o Conselheiro César Mattos fez o agrupamento dos produtos a partir da segmentação do que poderia ser enquadrado como operações de crédito e depósitos bancários. Com relação a essa abordagem, na ocasião do Ato de Concentração nº 08700.010790/2015-41 (HSBC Brasil – Banco Bradesco), a Superintendência-Geral (SG) elaborou um quadro resumo no qual pontuou todos os pontos contra e a favor da análise por clusters no setor financeiro. Para mais informações, vide: CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 41-42.

⁵⁶¹ Em oposição à abordagem de mercado relevante por clusters, a análise produto por produto também é uma forma alternativa encontrada na jurisprudência do CADE. Nesse sentido, a segmentação em grupos de produtos financeiros vem prevalecendo na delimitação dos mercados mais recentemente. Os principais atos de concentração que utilizaram essa abordagem foram os do Itaú e Unibanco (AC nº 08012.011303/2008-96), Banco BMG e Banco Schahin (AC nº 08012.004534/2011-49), Itaú Unibanco e Banco BMG (AC nº 08700.006962/2012-39) e HSBC e Bradesco (AC nº 08700.010790/2015-41)³⁸. Resumidamente, para os casos supracitados, a segmentação dos produtos seguiu uma conformação semelhante à lista apresentada abaixo: i) Crédito de livre utilização – Pessoa física; ii) Empréstimo consignado – Pessoa física; iii) Cartão de crédito; iv) Financiamento habitacional; v) Depósitos à vista; vi) Poupança e depósitos a prazo; vii) Financiamento para aquisição de veículos – Pessoa física; viii) Crédito de livre utilização – Pessoa jurídica; ix) Empréstimo em moeda estrangeira – Pessoa jurídica; x) Empréstimos direcionadas para – Pessoa jurídica – financiamento rural e repasses do BNDES. Para mais informações, vide: CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento*. Brasília: Ministério da Justiça, 2019. p. 43. Disponível em: http://en.cade.gov.br/cade/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/publicacoes-dee/Cadernodeinstrumentosdepagamento_27nov2019.pdf. Acesso em: 6 ago. 2021.

digitais de serviços financeiros, ensejam desafios consideráveis com tendências concentradoras, notadamente em função de características conhecidas como: (i) efeitos de rede, (ii) mercados de múltiplos lados;⁵⁶² (iii) preço zero;⁵⁶³ (iv) dados como um ativo; (v) multihoming;⁵⁶⁴ e (vi) dinamicidade.⁵⁶⁵

A possibilidade de alcançar efeitos de rede significativos em determinados mercados digitais propicia o estabelecimento de agentes econômicos no modelo *winner-takes-all* (ou *winner-takes-most*).

Nesse modelo, (i) a dominância (temporária ou duradoura) de uma ou poucas empresas passa a ser uma consequência natural da dinâmica de concorrência pelo mercado e também sua forma mais eficiente de operar; e (ii) a competição tende a ocorrer pelo mercado, ou seja, pela conquista de uma posição relevante no mercado, sendo que tende a não haver uma convivência de múltiplas plataformas no mesmo mercado (i.e., competição no mercado).⁵⁶⁶

Assim, os efeitos de rede podem contribuir para a criação de barreiras à entrada.

Em um mercado com fortes efeitos de rede, no momento zero, um novo entrante provavelmente enfrentará dificuldades para alcançar e atrair usuários, a despeito da qualidade

⁵⁶² “Recentemente, mercados de dois lados vêm sendo divididos em duas categorias: mercados não transacionais e mercados transacionais. Mercados de dois lados não transacionais são caracterizados pela ausência de interação direta entre os dois lados da plataforma e pela não observância de uma transação específica entre eles (e.g., mercados de mídia e publicidade on-line e usuários de sites de conteúdo). Mercados de dois lados transacionais, por sua vez, são plataformas capazes de intermediar transações observáveis entre os dois lados da demanda, geralmente cobrando algum valor de uma ou ambas as partes da transação (e.g., meios de pagamento, marketplaces, aplicativos de mobilidade)” (PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva (Org.). *Defesa da concorrência em plataformas digitais* cit.).

⁵⁶³ NEWMAN, John M. Antitrust in zero-price markets: foundations. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 164, 2015.

⁵⁶⁴ “Em mercados de *single-homing*, a competição entre as diversas plataformas costuma ocorrer no momento da adesão. Assim, a competição pela adesão do consumidor nesses mercados tende a ser mais intensa. Mercados de multihoming, por sua vez, usualmente permitem a adesão do consumidor a múltiplas plataformas digitais simultaneamente, transferindo a competição para o momento do uso das plataformas. Nesse contexto, considerando que o consumidor toma uma nova decisão a cada interação, a intensidade da competição entre plataformas costuma estar ligada à conquista do usuário no momento do uso. Dessa forma, a tendência de um determinado mercado ao *single-homing* ou ao multihoming é, sem dúvida, uma variável importante na compreensão da dinâmica competitiva de mercados digitais” (Ver: RENZETTI, Bruno Polonio; PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva. *Big data* entre três microssistemas jurídicos: consumidor, privacidade e concorrência. In: PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva (Org.). *Defesa da concorrência em plataformas digitais*. São Paulo: FGV Direito SP, 2020. p. 84-118).

⁵⁶⁵ PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva (Org.). *Defesa da concorrência em plataformas digitais* cit.

⁵⁶⁶ Ver: RENZETTI, Bruno Polonio; PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva. *Big data* entre três microssistemas jurídicos: consumidor, privacidade e concorrência cit., p. 84-118.

de seus serviços, caso nada mais colabore para a sua entrada no mercado, como uma abordagem regulatória pró-competitiva por parte dos reguladores setoriais, por exemplo.

Nesse sentido, o chamado efeito de aprisionamento (*lock-in*), refletido pelo fato de as instituições financeiras levarem em consideração o tempo de relacionamento que possuem com seus clientes para precificar, de maneira customizada, os produtos e serviços ofertados a ele, ilustra bem o que ora se argumenta, onde as instituições tradicionais acabam por ter algumas boas vantagens competitivas para reter e atrair consumidores, em comparação o aos novos entrantes.

Nos últimos anos, contudo, o surgimento de diferentes inovações no mercado de meios de pagamento propiciadas pelo avanço tecnológico e da plataformação da indústria, com serviços prestados via internet (*e-banking*), contribuiu para uma série de reestruturações regulatórias que ampliaram a rivalidade entre incumbentes e entrantes, e colaboraram para uma análise mais detalhada da dinâmica competitiva entre os diferentes ofertantes e seus serviços.

Nessa linha, o crescimento do comércio eletrônico e dos instrumentos digitais de pagamento também catalisou o surgimento de novos competidores no mercado de meios de pagamento, com entrantes frutos diretos da economia digital, que acabaram por gerar mais pressão competitiva na comercialização dos diferentes produtos e serviços financeiros, causando impactos no mercado tradicional.

Como garantir que os benefícios gerados pelas inovações, advindas dessas plataformas financeiras, contudo, sejam acessíveis à coletividade como um todo, bem como se consubstanciem em serviços seguros ao público consumidor, é um dos grandes desafios contemporâneos, que perpassa a atuação de diferentes reguladores, especialmente financeiros e de defesa da concorrência, como se verá no capítulo a seguir.

2.7.1.1 A verticalização do mercado de meios de pagamento

A forma que o mercado de meios de pagamento se organizou no Brasil, sobretudo até 2010, é um exemplo claro do que se expôs no primeiro capítulo, no tocante ao entrelaçamento da indústria de pagamento com as instituições bancárias.

Mais recentemente, a dinâmica de plataformas dos novos esquemas pagamento e dos novos fenômenos monetários, notadamente com o uso crescente da moeda eletrônica e digital,

permitiram o florescimento da concorrência para além dos agentes tradicionais da prestação de tais serviços (incumbentes), mas ainda se está longe de um mercado propriamente desvinculado do setor bancário.⁵⁶⁷

Nesse sentido, no Brasil, como nos EUA e na Europa, onde o casamento com o setor bancário é uma realidade presente no mercado de meios de pagamento, podem ser pontuadas três características desse setor que o singularizam ainda nos dias atuais: a estrutura de mercado como plataforma de múltiplos lados, como já visto, mas também a concentração e a verticalização da indústria.⁵⁶⁸

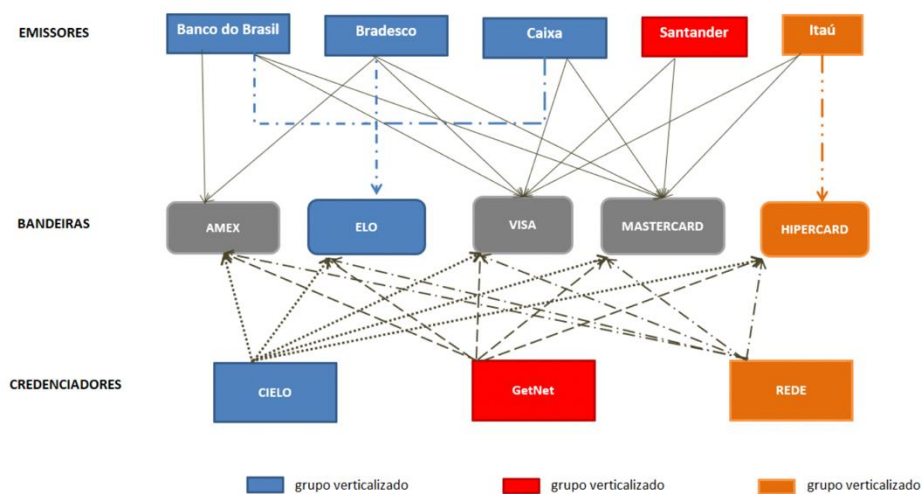
Assim, embora a atuação dos reguladores financeiros e dos órgãos de defesa da concorrência, especialmente o CADE, em julho de 2010, tenham possibilitado o rompimento com o modelo de monoadquirência entre VISA/Visanet e a Redecard/Mastercad, principais agentes incumbentes da indústria de pagamentos brasileira, e proporcionado maior abertura do setor, houve também um processo de verticalização conduzido pelas instituições financeiras tradicionais que já detinham posição dominante nesse mercado, sobretudo no lado de emissões de cartão.⁵⁶⁹

Ou seja, tomando como base a figura seguinte, é possível ter uma ideia de como o mercado de pagamentos ainda é verticalizado e entrelaçado junto ao setor bancário no Brasil:

⁵⁶⁷ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 33.

⁵⁶⁸ FERRARI, Valeria. The platformisation of digital payments: The fabrication of consumer interest in the EU FinTech agenda. Institute for Information Law (IViR), UvA: Universiteit van Amsterdam, the Netherlands. *Computer Law & Security Review*, v. 45, jul. 2022. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0267364922000346?via%3Dihub>. Acesso em: 11 dez. 2022.

⁵⁶⁹ Bancos como o Itaú, o Banco do Brasil e o Bradesco se transformaram em grandes conglomerados verticalmente integrados e passaram a controlar grande parcela de cada um dos elos dos arranjos de pagamento. “O controle desses níveis, por seu turno, garantiu a esses grupos econômicos uma estrutura mais vantajosa em detrimento dos seus potenciais concorrentes. [...] Vale ressaltar aqui que, tal como apresentado no Parecer Técnico nº 12/2016/CGAA02/SGA1/SG/CADE, referente à aquisição do HSBC pelo Bradesco, verificou-se que as entradas bem-sucedidas nesse mercado estavam, em grande parte, vinculadas à aquisição de um player já estabelecido e com porte significativo. Isso se deve à necessidade de os entrantes adquirirem escala semelhante aos bancos já atuantes no setor e, desse modo, serem capazes de competir com estes em termos de eficiência produtiva” (Vide: CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento* cit., p. 83).

Figura 3 – Relações verticais na indústria de meios de pagamento

Elaboração: DEE

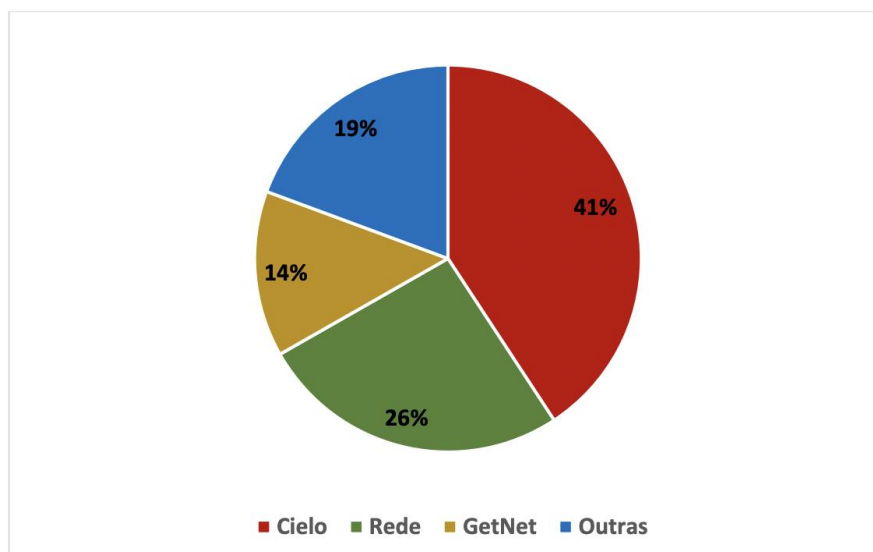
Fonte: CADE. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 88.

Conforme se nota, segundo o CADE, todos os agentes sinalizados com a mesma cor possuem uma relação vertical nos diferentes níveis da indústria de instrumentos de pagamento.⁵⁷⁰

Em relação às credenciadoras, a mesma realidade é observada nesse lado do mercado de pagamentos, embora a participação das duas maiores empresas de credenciamento de cartões do mercado brasileiro (Cielo e Rede) tenham diminuído sua participação de mercado, ao longo dos últimos anos, conjuntamente, ambas detêm a considerável parcela de 67% do total do mercado,⁵⁷¹ em termos de terminais ativos:

⁵⁷⁰ “O Banco do Brasil, Bradesco e Caixa Econômica, por exemplo, participam da emissão de cartões de pagamento e também atuam no elo de bandeiras, por meio da marca Elo. Além disso, o Bradesco e o Banco do Brasil atuam no lado do credenciamento, com a Cielo. Apesar de não estar assinalado na referida figura, o Bradesco e o Banco do Brasil também são os agentes licenciados pela American Express para emitir cartões com essa marca, sendo o primeiro igualmente responsável por afiliar os estabelecimentos comerciais para a captura de transações com a referida bandeira. Com relação ao mercado de vouchers, esses dois bancos atuam por intermédio da marca Alelo. O Santander, por seu turno, apesar de não controlar nenhuma bandeira, lançou, em 2018, sua marca de voucher Ben. Ademais, o banco está no elo do credenciamento com a GetNet. Finalmente, o Itaú Unibanco, assim como Banco do Brasil e o Bradesco, atua em todos os níveis da cadeia. Além de atuar como emissor de cartões de pagamento, essa instituição financeira também opera no nível das bandeiras, com a Hipercard e a Hiper e, no nível de adquirência, com a Rede” (CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 83).

⁵⁷¹ Além disso, apesar de as maiores bandeiras atuantes no país (Visa e Mastercard) serem de livre acesso às credenciadoras, até pouco tempo, algumas das bandeiras de menor porte eram capturadas apenas pelas principais credenciadoras do mercado. Isso acabava por contribuir para a concentração de mercado nas mãos da Cielo e da Rede, tendo em vista que essas bandeiras eram justamente aquelas que faziam parte de uma

Gráfico 4 – Quantidade de terminais por credenciador

Fonte: CADE. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 85

No tocante às bandeiras, a Visa e a Mastercard continuam com posição dominante no mercado de meios de pagamento no Brasil, tanto em relação às operações de débito, quanto no que diz respeito às operações de crédito. Ao todo, as referidas bandeiras, ou instituidores de arranjos de pagamento, representam cerca de 69% dos cartões de débito ativos e mais de 90% dos cartões de créditos ativos, no país.⁵⁷²

Com efeito, como se observa, apesar da atuação conjunta do Banco Central e dos órgãos integrantes do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, no tocante à queda das relações de exclusividade contratual e *de facto*, entre credenciadoras e bandeiras, bem como no bem-sucedido processo regulatório de impedir acesso discriminado e ausência de interoperabilidade na prestação de serviços de pagamentos eletrônicos, entre outros princípios, o setor de pagamentos ainda se mantém relativamente concentrado e bastante verticalizado.

estrutura verticalizada dentro dessa indústria. Para mais informações, vide: CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 86.

⁵⁷² Em 2011, com a parceria firmada entre o Bradesco, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal foi criada a bandeira Elo, e a participação de mercado da Visa e da Mastercard passaram a ser pressionadas pelo seu crescimento. Além disso, a bandeira Hipercard que, inicialmente, pertencia a uma rede de supermercados nordestina (Bompreço), passou a ser controlada pelo grupo Itaú-Unibanco em 2008 e, com isso, expandiu o volume de suas transações, especialmente na região Nordeste. A Amex, por seu turno, é uma bandeira internacional voltada para um nicho específico de clientes com renda elevada, com pouca participação de mercado. Segundo o estudo do CADE, a Mastercard segue liderando o mercado, especialmente quando se trata dos cartões de crédito, em que a bandeira chega a representar quase 50% do mercado (com base nos dados mais recentes de 2017). Vide: CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 86.

Em que pese o surgimento de muitos novos entrantes, exercendo pressão competitiva nos incumbentes e gerando inovações nos produtos e serviços do setor, com ganhos metrificáveis de bem-estar do consumidor, também surgiram discussões sobre possíveis condutas anticompetitivas por parte das instituições financeiras tradicionais, reclamando a atuação direta da autoridade concorrencial no mercado.⁵⁷³

2.8 A atuação do CADE no mercado de meios de pagamento

Conforme esboçado, o Bacen compartilha com o CADE a competência para a análise de atos de concentração econômica de instituições integrantes do SFN, assim como a avaliação de condutas passíveis de sanções regulatórias e concorrenciais, que possam vir a gerar prejuízos no setor financeiro, que engloba o mercado de meios de pagamento.

Consoante supramencionado, apenas em 2018, em função do Ato Normativo Conjunto nº 1, de 05 de dezembro de 2018, derivado do Memorando de Entendimentos, de 28 de fevereiro de 2018, assinado entre Bacen e CADE, a questão do conflito de competências entre as autoridades foi pacificada de maneira extrajudicial, pendente a decisão final do STF do caso judicializado, notadamente o Agravo Regimental interposto pela autoridade antitruste.⁵⁷⁴

⁵⁷³ Em 2018, a Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado discutiu em audiências públicas o impacto que concentração do mercado e as condutas competitivas no setor financeiro poderiam ter sobre o spread bancário praticado no Brasil. O relatório final resultou em sugestões de inúmeras medidas que poderiam ser implementadas, tanto no âmbito Legislativo, quanto executivo, notadamente em relação à regulação setorial e à política de defesa da concorrência. Além das audiências e do relatório desenvolvido pela CAE, a concorrência na indústria de cartões de pagamento também foi foco de análise no âmbito da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) criada para investigar os altos juros cobrados pelas operadoras de cartões de crédito. O objetivo da CPI foi diagnosticar as eventuais ineficiências do mercado, e buscar soluções para fomentar a concorrência bancária, a redução do risco de crédito e estimular a utilização do crédito como um mecanismo de crédito e não como uma ferramenta de pagamento. Por fim, também em 2018, foi realizada uma audiência pública pelo Cade com o tema “Estrutura do setor financeiro nacional: impacto da verticalização sobre a concorrência”. Na ocasião, foram discutidas as principais eficiências decorrentes de uma estrutura de mercado verticalizada, assim como seus potenciais efeitos negativos sobre a concorrência. Para mais informações, vide: RELATÓRIO GRUPO DE TRABALHO COMISSÃO DE ASSUNTOS ECONÔMICOS. Inovação e competição: novos caminhos para redução dos spreads bancários (custos e margens da intermediação financeira). Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7891618&ts=1544031889113&disposition=inline>. Acesso em: 4 out. 2021; CPI dos Cartões de Crédito 2018. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/comissoes/comissao?codcol=2171>. Acesso em: 4 out. 2021; CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ata da 3ª Audiência Pública/2018. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9yPnyS6wTBQrUvtntEhjVVvTGNEGujG_C7_ou-dvOkj4xvLIBb6T9b57teDthLSMnRho7EvQFjy2KqfYHUXt2OIQ. Acesso em: 4 out. 2021.

⁵⁷⁴ BRASIL. STF, AgRg no RE 664189/DF, Segunda Turma, julgamento em: 05.10.2022, Agravante: Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Cade; Agravado: Banco Bcn S/A (Banco de Crédito Nacional S/A) e outro(A/S); Relator Ministro Nunes Marques. Disponível em: <https://portal.trt3.jus.br/internet/>

Embora a querela tenha sido dirimida de maneira consensual, o resultado da judicialização da questão pode se tornar importante precedente contra o CADE, caso o agravo regimental venha a ser desprovido, e determinar a competência exclusiva do Bacen.⁵⁷⁵

Por meio do Ato Normativo Conjunto nº 1, ficou registrado que ambas as autarquias têm competência para analisar, tanto atos de concentração envolvendo instituições financeiras, quanto a apuração de infrações à ordem econômica envolvendo instituições sujeitas à supervisão ou vigilância do Banco Central.

Ademais, ficou estabelecida a possibilidade de o Bacen aprovar unilateralmente atos de concentração envolvendo instituições financeiras, sempre que aspectos de natureza prudencial indicarem haver riscos relevantes e iminentes à solidez e à estabilidade do SFN.⁵⁷⁶

Operações com aspecto de natureza prudencial, definidas pelo Ato Normativo Conjunto nº 1, são aquelas que, a juízo do Bacen, envolverem (i) risco à solidez de instituição financeira ou de segmento do SFN; (ii) comprometam a manutenção da estabilidade do SFN e a prevenção de crise sistêmica; (iii) prejudiquem a efetividade de regime de resolução⁵⁷⁷ aplicado em instituição financeira; (iv) prejudiquem a efetividade de medidas necessárias para mitigar a necessidade de aplicação de regime de resolução; e (v) prejudiquem a efetividade de medidas necessárias para reverter trajetória de perda de solidez de instituição financeira ou de segmento do SFN, com modelo de negócio identificado como inconsistente, vulnerável ou inviável.⁵⁷⁸

jurisprudencia/repercussao-geral-e-controle-concentrado-adi-adc-e-adpf-stf/downloads/repercussao-geral/Acordao_Tema_1066_RG.pdf. Acesso em: 9 dez. 2022.

⁵⁷⁵ Apesar de eventual decisão final contrária à competência do CADE vincular apenas as partes, sem o condão de retirar do ordenamento jurídico o dispositivo normativo gerador da antonímia, será importante enfrentar legislativamente a questão para haver segurança jurídica completa quanto à competência complementar de ambas as autoridades. Nesse sentido, há o Projeto de Lei nº 499/2018, de 25 de abril de 2018, apresentado pelo Senador Antonio Anastasia, originado do PLS nº 350/2015 e apensado ao PLP nº 265/2007, que se propõe a legislar sobre a matéria, sedimentando legalmente o entendimento e propondo a revogação do art. 18, § 2º, da Lei nº 4.595/1964.

⁵⁷⁶ “Art. 6º O BCB poderá aprovar unilateralmente os atos de concentração envolvendo instituição financeira sempre que aspectos de natureza prudencial indiquem haver riscos relevantes e iminentes à solidez e à estabilidade do Sistema Financeiro Nacional.”

⁵⁷⁷ “Regimes de Resolução são os regimes que o BC decreta em instituições supervisionadas pela Autarquia, cuja continuidade operacional tenha se tornado inviável por insolvência ou pelo cometimento de reiteradas infrações graves. Os regimes de resolução adotados pelo BC são: Intervenção (conduzido por um interventor), Liquidação Extrajudicial (conduzido por um liquidante) e Regime de Administração Especial Temporária (conduzido por um Conselho Diretor). A disciplina legal desses regimes encontra-se na Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, e no Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987.” Para mais informações, vide: <https://www.bcb.gov.br/lid/caresp/introcaresp.asp?idpai=LIQEXTO&frame=1>.

⁵⁷⁸ Ato Normativo Conjunto nº 1, art. 6º, § 1º, I a V.

Cada uma das referidas autoridades, integrantes da Administração Pública Indireta – o CADE ligado ao Ministério da Justiça, e o Bacen recentemente desvinculado do Ministério da Economia,⁵⁷⁹ atua nos limites da sua competência regulamentar, considerando seus próprios critérios de notificação de operações,⁵⁸⁰ bem como de instauração de processos administrativos sancionadores para apuração de infrações à ordem econômica ou ao regime regulatório imposto.⁵⁸¹

Considerado o Bacen como um órgão supervisor e uma das autoridades regulatórias responsável por determinada fração do Sistema Financeiro Nacional, e o CADE como autoridade antitruste responsável, não pela regulação de determinados setores da economia, mas pela guarda da concorrência em todos os setores produtivos do mercado nacional, é visível que ambos os prismas de análise são diferentes, mesmo considerando a competência concorrente no que tange aos aspectos concorrenciais no setor financeiro, mas, ainda assim, complementares.⁵⁸²

Assim, em linha com as exceções concedidas ao Bacen pelo Ato Normativo Conjunto n.1, a Lei nº 12.529/2011 permite que o CADE vede a consumação de atos de concentração

⁵⁷⁹ Vide Lei Complementar nº 179/2021, conferindo a chamada “autonomia do Banco Central”, promulgada em 24 de fevereiro de 2021.

⁵⁸⁰ Os critérios do CADE para apreciação de atos de concentração econômica estão previstos nos arts. 88 e 90, incisos I a IV, da Lei nº 12.529/2011, conforme alterado pela Portaria Interministerial nº 994, de 30 de maio de 2012, e definem a competência do órgão para a avaliação de operações societárias em qualquer setor da economia, em que pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 750 milhões, e pelo menos outro grupo envolvido na operação tenha registrado faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 75 milhões.

⁵⁸¹ O Cade atua em conformidade com a Lei nº 12.529/2011 que dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica, e o Bacen nos termos da Lei nº 13.506/2017 que, entre outras questões, trata do descumprimento de normas legais e regulamentares do Sistema Financeiro Nacional, e dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Bacen e da CVM.

⁵⁸² Aspecto relevante do controle de estruturas, levado a cabo pela autoridade antitruste, é a sua definição de grupo econômico – diferente da definição clássica do direito societário e da definição dada pelo Bacen, onde empresas sob controle comum, interno e externo, sendo uma delas titular, direta ou indiretamente, de 20% ou mais do capital social ou votante de outras, integram o mesmo grupo econômico (art. 4º, § 1º, I e II, da Resolução CADE nº 2/2012, modificada pela Resolução Cade nº 9/2014); “Art. 4º [...] § 1º Considera-se grupo econômico, para fins de cálculo dos faturamentos constantes do art. 88 da Lei nº 12.529/2011, cumulativamente: I – as empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo; e II – as empresas nas quais qualquer das empresas do inciso I seja titular, direta ou indiretamente, de pelo menos 20% (vinte por cento) do capital social ou votante.” Para fundos de investimento a Resolução Cade nº 9/2014 trouxe critérios específicos, a saber: “Art. 4º [...] § 2º No caso dos fundos de investimento, são considerados integrantes do mesmo grupo econômico para fins de cálculo do faturamento de que trata este artigo, cumulativamente: I – O grupo econômico de cada cotista que detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 50% das cotas do fundo envolvido na operação via participação individual ou por meio de qualquer tipo de acordo de cotistas; II – As empresas controladas pelo fundo envolvido na operação e as empresas nas quais o referido fundo detenha direta ou indiretamente participação igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social ou votante”. O Banco Central define “grupo de controle” como: “pessoa, ou grupo de pessoas vinculadas por acordos de votos ou sob controle comum, que detenham direitos de sócio correspondentes à maioria do capital votante de sociedade anônima e, com exceção de SCD e SEP, alternativamente, a detenção de 75% do capital social de sociedade limitada”. Vide: Resolução nº 4.122/2012.

que (i) impliquem a eliminação da concorrência em parte substancial do mercado relevante, (ii) possam criar ou reforçar posição dominante, ou (iii) possam resultar na dominação do mercado relevante de bens e serviços, cabendo exceção a essas vedações quando a operação, que gerar tais efeitos, produza também, cumulada ou alternativamente, o aumento da produtividade ou a competitividade, a melhora na qualidade de bens ou serviços, ou propicie a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico, ou sejam repassados aos consumidores parte relevante dos benefícios decorrentes.⁵⁸³

Trata-se da consagração do efeito líquido não negativo sobre o bem-estar econômico dos consumidores, onde cabe à autoridade antitruste ponderar as eficiências específicas da operação vis-à-vis seus efeitos negativos, derivados de uma maior probabilidade do exercício do poder de mercado. Se o resultado líquido for não negativo para os consumidores, haverá condições de aprová-lo.⁵⁸⁴

Em relação à prática decisória do CADE no mercado de meios de pagamento brasileiro, de 1995 até o final de 2019, a autoridade julgou 108 atos de concentração que envolveram direta ou indiretamente o mercado de pagamentos.⁵⁸⁵

Entre esse conjunto, 96 foram aprovados sem restrições, 9 com restrições e 3 foram arquivados.⁵⁸⁶

No escopo de análise de tais operações, o principal serviço ofertado foi o de emissão de cartões de pagamento, onde a autoridade concorrencial observou que alguns dos grupos econômicos relacionados a esses atos de concentração controlavam não só a emissão de cartões, como também o credenciamento e, às vezes, até os próprios arranjos de pagamento, revelando intensa verticalização e concentração do mercado, como argumentado no primeiro capítulo desse trabalho.⁵⁸⁷

Além da oferta de produtos/serviços financeiros e não financeiros, outros mercados também foram incluídos na contabilização dos atos de concentração envolvendo o segmento

⁵⁸³ Art. 88, § 6º.

⁵⁸⁴ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal. Brasília, 2016. p. 8. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>. Acesso em: 6 jun. 2020.

⁵⁸⁵ Análise realizada até 27 de novembro de 2019. *Ibidem*.

⁵⁸⁶ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 38.

⁵⁸⁷ *Ibidem*, p. 36.

de instrumentos de pagamento. Entre esses, estão: os credenciadores de estabelecimentos comerciais, os instituidores de arranjos de pagamento, os emissores de cartões, os vales-benefício, as plataformas móveis de pagamento (*mobile payment*) e os correspondentes bancários no país.⁵⁸⁸

Até a data considerada pela análise do CADE, ainda não havia registro de reprovações de operações no mercado de meios de pagamento.

A grande maioria dos processos, 88,89% do total, foi aprovada sem restrições.

As restrições, por seu turno, foram impostas em apenas 8,33% dos casos.

Em virtude da perda de objeto (desistência das requerentes em realizar o negócio) ou não conhecimento pelo CADE (operações que não se enquadraram nos critérios de notificação) 2,78% dos casos não foram analisados e, conseqüentemente, resultaram em arquivamento.⁵⁸⁹

Nesse sentido, apenas em 2020, uma instituição de pagamento independente e relevante no mercado de credenciadoras (adquirência) notificou sua primeira operação ao CADE, que foi alvo de intenso debate na mídia e de escrutínio detalhado pela autoridade antitruste, embora não envolvesse a aquisição de nenhuma empresa atuante no mesmo mercado (concentração horizontal).⁵⁹⁰

A empresa adquirente, que oferece serviços de credenciamento, incluindo o desenvolvimento de estrutura tecnológica para captura, transmissão e processamento de dados e liquidação de transações, além de serviços de *gateway* on-line, softwares de gestão empresarial, crédito, transferência eletrônica de fundos e serviços de entrega rápida, notificou a aquisição de uma companhia do setor de tecnologia baseada em nuvem, que tem como foco a oferta de software de gestão empresarial, por meio do modelo de negócio de software como serviço (*software-as-a-service* – SaaS).⁵⁹¹

Em março de 2021, a SG aprovou a operação sem restrições e, dias depois, as empresas Adyen do Brasil, Cielo e Banco Safra, as duas primeiras credenciadoras

⁵⁸⁸ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento* cit., p. 36.

⁵⁸⁹ *Ibidem*, p. 37.

⁵⁹⁰ Ato de Concentração nº 08700.003969/2020-17. Partes: STNE Participações S.A. e Linx S.A. Aprovado sem restrições em 16 de junho de 2021.

⁵⁹¹ *Ibidem*.

(instituições de pagamento) e a terceira instituição financeira, foram habilitadas como terceiras interessadas no ato de concentração, e apresentaram recursos contra a decisão, sustentando a possibilidade de fechamento de mercado, em função da alegada probabilidade de verticalização das empresas no setor de tecnologia e de pagamentos (adquirência).⁵⁹²

O caso, então, foi levado à apreciação do Tribunal do CADE e, depois de considerável tempo de análise, a operação foi aprovada sem restrições, em 16 de junho de 2021.⁵⁹³

Quanto ao controle de condutas anticompetitivas⁵⁹⁴ no mercado de meios pagamentos, até meados de 2019, foram realizadas 14 investigações, em que 5 resultaram em arquivamento, 7 foram suspensas em virtude de celebração de TCC e 2 encontram-se em andamento ainda. Até a data final considerada, julho de 2019, não foi identificado caso de condenação.⁵⁹⁵

No total, foram homologados 13 TCCs e concedidas 3 Medidas Preventivas, o que, em alguma medida, colaborou para que investigações mais aprofundadas sobre a dinâmica competitiva entre incumbentes e *fintechs* não tenha sido levada adiante.⁵⁹⁶

O conteúdo desses processos envolveu, principalmente, acordos de exclusividade, recusa em contratar, tratamento discriminatório, venda casada e cartel, e envolveram os três principais agentes do setor de pagamentos – emissores, credenciadores e bandeiras.⁵⁹⁷

⁵⁹² Ato de Concentração nº 08700.003969/2020-17 cit.

⁵⁹³ *Ibidem*.

⁵⁹⁴ O rol de condutas trazido pela Lei de Defesa da Concorrência é meramente exemplificativo, tendo em vista que o elemento central para a configuração da infração é a produção dos efeitos referidos supra, e não a eventual subsunção do ato ao tipo específico, como no Direito Penal. Quando identificada a ocorrência de infração, o CADE tem competência para aplicar multas expressivas e sanções não pecuniárias, bem como tomar quaisquer atos ou providências necessárias para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica.

É possível ainda a celebração de Acordos de Leniência – para o primeiro a delatar a conduta anticompetitiva, garantindo imunidade penal em casos de ilícitos administrativos que também sejam crimes, como o cartel, além da celebração de Termos de Compromisso de Cessação (TCC), espécie de acordo administrativo assinado com a autoridade que se configura como título executivo extrajudicial, por meio do qual os investigados comprometem-se a cessar a prática de determinadas condutas, em troca de suspensão da investigação. A contribuição pecuniária nos casos de cartel é obrigatória, mas não necessariamente para condutas unilaterais, ficando a critério do CADE estipulá-la ou não.

⁵⁹⁵ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 102.

⁵⁹⁶ GUIMARÃES, Gabriella. Concorrência no mercado de meios de pagamento: uma abordagem regulatória e concorrencial cit., p. 124-125.

⁵⁹⁷ CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: mercado de instrumentos de pagamento cit.*, p. 102.

Tabela 2 – Relação de TCCs firmados em casos envolvendo o mercado de meios de pagamentos

| Processo de referência nº | Requerimento de TCC nº | Compromissário (s) | Conduta | Homologação | Prazo de Vigência |
|--|------------------------|---|---|-------------|---|
| Processo Administrativo nº 08012.004089/2009-01 | 08700.004410/2014-58 | Redecard S.A. | Suposta imposição de condições comerciais abusivas e criação de dificuldades ao funcionamento dos facilitadores no mercado brasileiro de <i>check-out</i> e acompanhamento de transações comerciais pela Internet. | 21/07/2014 | Até que as obrigações fossem declaradas como cumpridas. |
| Processo Administrativo nº 08012.005328/2009-31 | 08700.003240/2009-27 | Visa International Service Association, Visa do Brasil Empreendimentos Ltda | Relação de exclusividade contratual entre Visa e Visanet (Cielo) no tocante à prestação de serviços de captura, transmissão, processamento, liquidação financeira de transações, implementação e gestão de rede de aceitação e credenciamento de estabelecimentos comerciais. | 17/12/2009 | Até 15/02/2011 |
| | 08700.003900/2009-70 | Visa International Service Association, Visa do Brasil Empreendimentos Ltda. e Companhia Brasileira de Meios de Pagamento (Visanet, hoje Cielo) | | | |
| Processo Administrativo nº 08012.006209/2010-30 | 08700.006078/2014-66 | Hipercard Banco Múltiplo S.A. e Bompreço Bahia Supermercados Ltda. | Prática de exclusividade do uso do cartão Hipercard apenas para os supermercados Bompreço. | 11/08/2014 | 5 anos |
| Inquérito Administrativo nº 08700.009515/2014-01 | 08700.008213/2015-99 | Associação Capixaba de Supermercados (ACAPS) | Conduta uniforme exercida pela Associação Capixaba de Supermercados (ACAPS), que resultou em um boicote ao cartão alimentação Alelo por parte dos supermercados do Espírito Santos. | 21/09/2015 | 15 meses |
| Inquérito Administrativo nº 08700.001861/2016-03 | 08700.001845/2017-93 | Redecard S.A. | Práticas de discriminação adotadas pela Redecard (Rede) e Cielo no uso de equipamentos de captura de transações com cartões denominados Pinpads. | 18/04/2017 | 5 anos |
| | 08700.003613/2017-70 | Cielo S.A. | | 30/06/2017 | 5 anos |

| Processo de referência nº | Requerimento de TCC nº | Compromissário (s) | Conduta | Homologação | Prazo de Vigência |
|--|------------------------|--|--|-------------|-------------------|
| Inquérito Administrativo nº 08700.000018/2015-11 | 08700.001844/2017-49 | Banco Itaú Unibanco S.A. e Hipercard Banco Múltiplo S.A. | Prática de discriminação e recusa em contratar, por parte da Hipercard e do Banco Itaú, seu controlador, no que se refere à possibilidade de captura do arranjo Hipercard por credenciadoras concorrentes da Rede, também pertencente ao Grupo Itaú. | 05.04.2017 | 2 anos |
| | 08700.003614/2017-14 | Elo Participações S.A. e Elo Serviços S.A. | | | |
| Inquérito Administrativo nº 08700.001860/2016-51 | 08700.003638/2018-54 | Itaú Unibanco S.A. e Redecard S.A. | Prática de discriminação e recusa de contratar, por parte do Itaú Unibanco e da Redecard, em relação a outras credenciadoras no mercado. | 10.07.2018 | 5 anos |
| | 08700.005211/2018-91 | Banco Bradesco S.A. | Prática de discriminação e recusa de contratar, por parte do Banco Bradesco S.A., em relação a credenciadoras no mercado. | 25.09.2018 | 5 anos |
| | 08700.005212/2018-35 | Cielo S.A. | Prática de discriminação e criação de dificuldades ao funcionamento de concorrentes pela Cielo S.A em relação a outras credenciadoras no mercado. | 25.09.2018 | 5 anos |
| | 08700.005251/2018-32 | Banco do Brasil S.A. | Prática de discriminação e recusa de contratar, por parte do Banco do Brasil S.A, em relação a credenciadoras no mercado. | 25.09.2018 | 5 anos |

Fonte: Elaboração própria, atualizada com base no “Cadernos do Cade – Mercado de Instrumentos de Pagamentos”, p. 127-128.

2.9 Conclusões parciais do Capítulo 2

A teoria da regulação nascida a partir de diferentes perspectivas com a emergência das agências reguladoras nos Estados Unidos, e com o intuito de endereçar os desafios dos

monopólios naturais, na Europa, influenciou decisivamente o debate brasileiro sobre a organização dos setores regulados.

Nesses trópicos, embora não tenha havido uma formulação geral da teoria da regulação econômica, a doutrina estrangeira, sobretudo norte-americana, serviu de substrato teórico para as reformas estruturais que o Estado brasileiro empreendeu na década de 90, e que resultaram nas privatizações de antigos monopólios estatais, abrindo espaços para a concorrência em setores que o poder público permitiu aos particulares a prestação dos serviços, sob intensa supervisão e regulamentação estatal.

No setor financeiro, embora a atividade econômica tenha *sentido estrito* e o Estado tenda a não atuar diretamente (em que pese a existência de bancos públicos), os agentes privados responsáveis pelas atividades bancárias, securitárias, de mercados de capitais, e, notadamente aqui, de serviços de pagamento, desenvolveram suas atividades sob intensa regulamentação pública subjacente ao Sistema Financeiro Nacional, nomeada aqui de regulação financeira, propriamente.

A regulação financeira, analisada em sua divisão clássica como regulação sistêmica e prudencial, possui objetivos claros que se coadunam com a ideia de preservação da estabilidade e da solidez do SFN, fundamentalmente, tendo em vista as peculiaridades do setor e da atividade de intermediação financeira, especialmente em relação às instituições bancárias, que detêm prerrogativas próprias, diferentes das demais sociedades empresárias, especificamente, a capacidade de criar moeda, realizar empréstimos e de criar redes para o fluxo, compensação e liquidação de pagamentos.

A partir dos anos 2000, e sobretudo na última década, contudo, a proeminência dos mercados digitais e de uma série de inovações financeiras resultando em modelos de negócios ancorados em plataformas digitais (por meio de marketplaces, aplicativos, sites etc.), agrupadas nesse trabalho como a “oportunidade *fintech*”, foram tensionado os objetivos clássicos da regulação financeira, tendo em vista os ganhos gerados pelo cenário de maior competição, maior oferta de serviços e produtos a preços mais competitivos, gerando mais inclusão financeira e ganhos de bem estar do consumidor.

Diante desse quadro de disrupção no setor, com novos provedores de serviços surgidos fora do perímetro de supervisão das autoridades regulatórias, não apenas os objetivos da regulação financeira passaram a ser questionados, mas também o próprio papel dos reguladores em relação à promoção efetiva da concorrência e da inovação no setor.

Ademais, o papel da política de defesa da concorrência nos setores regulados, bem como os objetivos do antitruste na avaliação dos novos mercados digitais (notadamente, no mercado de plataformas, modelo de negócio das *fintechs*), também vêm sendo provocados, sobretudo, em

função do potencial de condutas anticompetitivas no mercado de meios de pagamento, causados por possíveis abusos de posição dominante por parte de incumbentes, sejam eles instituições financeiras tradicionais ou grandes empresas de tecnologia atuantes no mercado financeiro de pagamentos.

Com efeito, a reflexão sobre os objetivos da regulação financeira e da política de defesa da concorrência, bem como sobre a atuação do CADE e do Banco Central do Brasil no mercado de meios de pagamento, se mostram muito pertinentes de serem avaliadas, em função do alinhamento das agendas regulatória e antitruste em benefício da promoção da competição no setor, nos últimos anos, haja vista o passado histórico de conflito de competências entre ambas as autoridades.

Além disso, os riscos de condutas anticompetitivas, como condutas exclusionárias e abusos de posição dominante, bem como os desafios de solidez dos novos modelos de negócio, segurança, prevenção à fraude e ao risco sistêmico, trazem importantes demandas de reflexão quanto à dinâmica de interrelação entre incumbentes e entrantes no setor, que demandam o olhar atento e harmonizado entre reguladores financeiros e autoridades concorrenciais.

Destarte, o processo regulatório capitaneado pela Bacen pós-2013, com a edição da Lei nº 12.865/2013 e as regulamentações infralegais que se seguiram à legislação, além das Agendas BC+ e BC#, inauguraram, de maneira inédita, um tempo de aproximação de uma agenda pró-competitiva, efetiva, por parte da regulação financeira, alinhada com os objetivos da política de defesa da concorrência, pilotada pelos órgãos do SBDC, notadamente o CADE.

A promoção da concorrência no setor financeiro e de pagamentos, contudo, remete ao clássico debate sobre as implicações de atrair competição para o mercado financeiro, especialmente o mercado bancário, em que haveria um propalado dilema (*trade-off*) entre estabilidade e concorrência, podendo as *fintechs* se configurarem como novas fontes de risco sistêmico.

Por todo o exposto, o terceiro capítulo busca revisar o tradicional debate em torno das perdas e ganhos de um mercado financeiro mais competitivo, bem com a eventual relação entre *fintechs* e risco sistêmico, notadamente, no mercado de meios de pagamento.

O intuito é investigar como os objetivos da regulação financeira, vistos nesse capítulo, e especialmente as atribuições da regulação prudencial no setor de pagamentos, podem ser compatibilizados com a política de defesa da concorrência, endereçando os possíveis riscos que eventualmente podem advir das inovações financeiras contemporâneas, resguardando os ganhos de bem estar do consumidor, notadamente a inclusão financeira e a desverticalização no mercado de pagamentos, mas também construindo soluções regulatórias que confirmam segurança jurídica à luz dos novos fenômenos monetários trazidos pelas *fintechs*.

3 BENEFÍCIOS E DESAFIOS DE UMA REGULAÇÃO FINANCEIRA PRÓ-COMPETITIVA PARA O MERCADO DE MEIOS DE PAGAMENTO

3.1 Inovação financeira e risco sistêmico

Assim como o debate sobre os objetivos do antitruste não é uniforme e conclusivo, a discussão sobre a correlação entre inovação e competição também não é, de modo que, de maneira uníssona, há apenas o entendimento de que a inovação é considerada como um dos fatores que promovem desenvolvimento econômico.⁵⁹⁸

Não à toa, na maioria das jurisdições ocidentais existem políticas públicas específicas voltadas à inovação, e assim as instituições e o arcabouço legal e regulatório se preocupam, entre outros objetivos, também em incentivá-la.⁵⁹⁹

Segundo Xavier Vives, as inovações financeiras podem ser classificadas em dois grupos: o primeiro grupo seria o daquelas inovações baseadas em informação ou em tecnologias digitais com intuito de facilitar as transações e gerar novas oportunidades de negócio, e o segundo grupo seria de inovações “estritamente financeiras”, com intuito de gerar novos produtos de investimentos.⁶⁰⁰

Para o autor, no primeiro grupo estariam, claramente, as inovações voltadas à melhoria de bem-estar, que, para ele, não ensejariam grandes desafios regulatórios, diferentemente do segundo grupo que, embora contribua para a diversificação do portfolio das finanças na economia, também têm contribuído para a distorção dos incentivos, para a arbitragem regulatória, e para o risco sistêmico.⁶⁰¹

⁵⁹⁸ COOTER, Robert, *et al.* The importance of law in promoting innovation and growth. *In*: LITAN, Robert E. *et al.* *Rules for growth: promoting innovation and growth through legal reform*. Missouri-EUA: Ewing Marion Kauffman Foundation, 2011. p. 3.

⁵⁹⁹ No Brasil, o Decreto nº 10.534, de 28 de outubro de 2020, oficializou a Política Nacional de Inovação e estabeleceu seu modelo de governança – a Câmara de Inovação. Este decreto foi resultado de um processo colaborativo que envolveu oficinas, entrevistas e uma consulta pública, realizada no final de 2019. O decreto estabelece a base para a construção dos outros elementos da política – a Estratégia e os Planos de Ação – bem como para o monitoramento e a avaliação da referida política. Para mais informações, vide: A POLÍTICA. Um novo perfil de governança. *Política Nacional de Inovação*. Disponível em: <https://inovacao.mcti.gov.br/>. Acesso em: 15 dez. 2022.

⁶⁰⁰ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 17.

⁶⁰¹ *Ibidem*.

Esse prisma de análise se amolda à dimensão funcional-evolutiva das inovações financeiras, em que são descritas como processos adaptativos ou criativos em que os atores de mercado buscam alterar os padrões negociais diante de novos problemas. Em última análise, trata-se da busca por formas de distribuir o risco das operações ou de incrementar a liquidez e a negociabilidade dos instrumentos existentes, mitigando falhas de mercado.⁶⁰²

Nesse sentido, Salama argumenta que a finalidade legítima de uma atividade, uma vez politicamente considerada, pode validar o uso adaptado ou indireto de uma forma jurídica previamente existente. Logo, tratar-se-ia de um passo nos processos de adaptação e evolução normativa, necessários para acompanhar o avanço tecnológico.⁶⁰³

Essa mudança no eixo de análise permite se considerar, mais detidamente, o aspecto jurídico-estrutural das inovações financeiras e suas implicações doutrinárias. A partir daí, nota-se que inovações financeiras frequentemente estruturam-se por meio de negócios bancários indiretos.⁶⁰⁴

Como classificar, então, as inovações trazidas pelas *fintechs* de pagamento, notadamente, aquelas baseadas no uso de moeda eletrônica e moedas digitais, que promoveram inclusão financeira através da oferta de contas digitais gratuitas, por exemplo, e facilitaram as transações de pagamento *on line*, mas que estavam fora do perímetro regulatório das autoridades e também suscitam questões relativas à risco operacional, segurança cibernética e prevenção a fraudes?

Embora não constituam instrumento de investimento, também são consideradas inovações desafiantes ao sistema estabelecido, negócios bancários indiretos, com consequentes implicações. Devem, portanto, essas empresas de tecnologia de pagamentos serem olhadas com desconfiança e serem consideradas fontes de risco sistêmico?

No que tange às inovações no mercado securitário, por exemplo, a crise financeira de 2008 expôs a fragilidade dos instrumentos utilizados, uma vez que permitiu e encorajou uma expansão excessiva do crédito, comprometendo a qualidade dos empréstimos no mercado

⁶⁰² YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 56-58.

⁶⁰³ SALAMA, Bruno. Rumo a uma teorização jurídica da inovação financeira: os negócios bancários indiretos. *Revista da PGBC*, 4(1), p. 225-245, 2010.

⁶⁰⁴ *Ibidem*.

imobiliário norte-americano e dificultando a análise de risco dos investidores e analistas financeiros, e conseqüentemente, aumentando o risco sistêmico.⁶⁰⁵

No setor financeiro, a literatura especializada aponta que um importante efeito das inovações tem sido contribuir para a desintermediação financeira e para o aumento da competição em face dos bancos tradicionais.⁶⁰⁶

Ao analisar os processos de inovação financeira no Reino Unido entre os anos 1970 e meados da década de 1980, Goodhart indica que as inovações financeiras desempenharam um papel central nos processos de desenvolvimento e transformação da intermediação financeira, visto que: (i) aumentaram a concorrência e reduziram os custos da intermediação; (ii) alteraram as características do risco dos instrumentos financeiros e das taxas de juros; (iii) aumentaram a elasticidade dos fluxos de capital internacionais e a unificação do mercado de capitais mundial; e (iv) promoveram inovações no sistema de pagamentos.⁶⁰⁷

Segundo o Financial Stability Board (FSB), no contexto atual existem vários impulsionadores comuns e interrelacionados da inovação: mudança nas preferências do consumidor, evolução da tecnologia e alterações na regulamentação financeira.⁶⁰⁸ Qualquer um desses três fatores pode gerar, por si só, implicações estruturais para o sistema financeiro.⁶⁰⁹

O FSB também aponta que a inovação viabilizada pela tecnologia em serviços financeiros, em teoria, gera benefícios para o crescimento econômico e para a estabilidade financeira, por meio de muitos canais de transmissão, inclusive reduzindo alguns dos atritos

⁶⁰⁵ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 17.

⁶⁰⁶ Ibidem.

⁶⁰⁷ GOODHART, C. The Boundary Problem in Financial Regulation. *National Institute Economic Review*, 206, p. 48-55, 2008.

⁶⁰⁸ Esses agentes são comumente referidos na literatura econômica como “drivers” de inovação financeira de forma mais geral. Para mais informações, vide: HAAN, Jakob de; OOSTERLOO Sander; SCHOENMAKER, Dirk. *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*. 3. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2015. Para informações adicionais sobre o impacto da tecnologia e da regulamentação na inovação financeira, ver: BERNANKE, Ben S. *Financial Innovation and Consumer Protection*. Discurso na Sixth Biennial Community Affairs Research Conference do Federal Reserve System, Washington, D.C., 17 de abril 2009; AWREY, Dan. Toward a supply-side theory of financial innovation. *Journal of Comparative Economics*, 41(2), p. 401-419, 2013.

⁶⁰⁹ FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech credit: market structure, business models and financial stability implications*, 2017. p. 11. Disponível em: <http://bit.ly/2zidJe6>. Acesso em: 14 abr. 2022.

financeiros, como assimetria informacional, descentralização e diversificação de outros provedores de serviços.⁶¹⁰

Novas formas de prestação de serviços financeiros podem representar ganhos significativos de eficiência no mercado, além de ampliar o acesso de populações sub-bancarizadas a serviços financeiros de primeira necessidade e atacar dimensões significativas da restrição ao financiamento e da exclusão financeira no caso de países em desenvolvimento.⁶¹¹

Por outro lado, os processos de inovação financeira estão amplamente identificados à dimensão da arbitragem regulatória e à fuga dos ambientes regulados. A pulverização de entidades não reguladas, ou reguladas de forma precária, pode apresentar um risco potencial significativo à estabilidade do sistema. Essa característica impõe que os reguladores façam avaliações periódicas do mercado e, se necessário, adequem o perímetro regulatório de sua atuação.⁶¹²

A inovação no sistema financeiro, portanto, tem um caráter dual, já que ao mesmo tempo em que se trata de uma importante ferramenta para mitigar custos transacionais de diversas operações, a criação de novos instrumentos também amplia a complexidade das relações entre crédito e débito, tornando menos previsível a extensão de potenciais crises financeiras, desafiando os reguladores na gestão de liquidez.

Como sopesar, portanto, os benefícios trazidos pela inovação nos serviços financeiros nos últimos anos, capitaneadas pela “oportunidade *fintech*” e os riscos que ela pode engendrar para a estabilidade do sistema como um todo?

Essas perguntas ajudam a reformular a principal investigação sobre a natureza e o impacto sistêmico das *fintechs*.

Em última análise, entender a “oportunidade *fintech*” como um fenômeno sistêmico (em oposição a uma mera coleção de aplicações de tecnologia digital relacionada às finanças)

⁶¹⁰ FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech credit: market structure, business models and financial stability implications* cit., p. 13.

⁶¹¹ ARNER, D. W.; BARBERIST, J.; BUCKLEY, R. The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? *Geo. J. Int'l L.*, 47, p. 1271-1319, 2015.

⁶¹² YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 289-293.

requer analisar, se e como, aplicações específicas das *fintechs* afetam a capacidade coletiva de manter a estabilidade do macroambiente financeiro.⁶¹³

Assim, o primeiro passo para entender a inovações financeiras trazidas pelas *fintechs* como um fenômeno sistêmico e não transacional, que se reforçam mutuamente, é reexaminar sob novo ponto de vista os impulsionadores subjacentes da mudança do equilíbrio público-privado nas finanças.⁶¹⁴

O projeto de decodificar a revolução das *fintechs* começa, assim, com a reavaliação do que já se sabe sobre o funcionamento e o mau funcionamento do setor financeiro e das instituições financeiras, à luz do que se está aprendendo sobre as novas tecnologias relacionadas às finanças.⁶¹⁵

Nessa linha, parte da literatura correlaciona inovação financeira e aumento da fragilidade do sistema financeiro, com o consequente aumento do risco sistêmico, apregoando-se que haveria um inevitável *trade-off*.⁶¹⁶

Outrossim, por espelhamento, as inovações trazidas pelas *fintechs*, sejam elas de empresas de pagamento, de crédito ou investimento, seriam consideradas uma fonte de risco sistêmico.⁶¹⁷

Há jurisdições em que o regulador adota uma posição mais passiva diante da inovação financeira, preferindo monitorar e acompanhar os seus desdobramentos, de uma maneira inicialmente inerte e depois reativa, e outras que preferem proibir de antemão aquilo que se apresenta de modo desafiante.⁶¹⁸

O ponto ótimo de equilíbrio entre preservar mercados e moedas, e permitir a inovação no mercado de meios de pagamento, é uma equação complexa que exige soluções públicas formuladas pelos governos, bancos centrais e outras agências reguladoras, verdadeiros “*policy makers*”, que podem bancar certos riscos em prol de um objetivo maior, como por exemplo, aumentar a competitividade do mercado.

⁶¹³ OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon cit., p. 37.

⁶¹⁴ Ibidem.

⁶¹⁵ Ibidem.

⁶¹⁶ FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech credit: market structure, business models and financial stability implications*, cit., p. 13.

⁶¹⁷ CHIU, Iris H-Y. Fintech and disruptive business models in financial products, intermediation and markets-policy implications for financial regulators. *Journal of Technology Law & Policy*, v. 21.

⁶¹⁸ DIDENKO, Anton. Regulating FinTech: lessons from Africa. *San Diego International Law Journal*, v. 19, p. 311-370, 2018, p. 329.

A partir da Crise Financeira de 2008, contudo, posturas excessivamente lenientes dos reguladores financeiros passaram a ser menos bem endossadas, gerando incentivos a uma abordagem com uma visão prospectiva (*forward-looking*), capaz de antever contingências, e em especial aquelas de caráter sistêmico.⁶¹⁹

Parte da resposta regulatória pós-crise financeira global foi, justamente, o aumento da regulação prudencial e sistêmica e de um olhar mais desconfiado para as inovações financeiras, em função dos derivativos financeiros (e outros instrumentos híbridos) que acabaram se tornando um dos principais fatores da referida crise.⁶²⁰

Nesse sentido é que se apoia na divisão proposta por Xavier Vives, onde as inovações de caráter “estritamente financeiro”, seriam muito mais problemáticas do que aquelas que geram, diretamente, bem-estar e estão mais ligadas à melhoria dos processos de transação financeira, como é o caso do modelo de negócios das *fintechs* de pagamento.

Não se afasta, contudo, a noção de que muitas dessas empresas de pagamento se tornaram verdadeiros conglomerados financeiros ao redor do mundo, com outras empresas (inclusive instituições financeiras de menor porte) e fundos de investimento debaixo do seu guarda-chuva principal de empresa de pagamento, embora sejam uma minoria perto da realidade fragmentada e de pequeno porte da maior parte das *fintechs*.

Ademais, é legítimo indagar se os riscos incorridos por essas *fintechs* de pagamento maiores, notadamente as instituições de pagamento, nos termos da regulamentação brasileira, podem ser considerados tão significativos quanto aqueles incorridos pelas instituições financeiras incumbentes, e quais riscos seriam esses.

De antemão, é preciso entender as diferenças regulatórias subjacentes às instituições financeiras tradicionais, como os bancos, e as instituições de pagamento. Essa discussão será detalhada nos tópicos a seguir.

Antes, vale assinalar em apertada síntese, para fins de diferenciação, o modelo de negócio das chamadas *fintechs* de crédito e suas eventuais implicações sistêmicas.

No Brasil, as *fintechs* de crédito não são instituições de pagamento, e foram enquadradas na modalidade “instituição financeira” pela regulamentação infralegal do Banco Central, tendo em vista serem plataformas eletrônicas e digitais de empréstimos com estrutura

⁶¹⁹ DIDENKO, Anton. Regulating FinTech: lessons from Africa cit., p. 329.

⁶²⁰ MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito?* cit., p. 21.

simplificada, sujeitas às restrições regulatórias que as instituições financeiras incumbentes, notadamente as bancárias, não estão.

Nesse sentido, foram criadas as figuras das *fintechs* de crédito em abril de 2018, pela Resolução CMN nº 4.656/2018, cuja ideia era justamente estabelecer duas novas categorias de instituição financeira para as *startups* – a Sociedade de Crédito Direto (SCD)⁶²¹ e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP),⁶²² sendo as duas instituições financeiras classificadas no Segmento S5.⁶²³

Apesar de terem sido consideradas um avanço regulatório no Brasil, ainda são inexpressivas considerando o mercado de crédito.⁶²⁴

Trata-se de categorias especiais de instituições financeiras que se mantém com custo relativamente baixo (vide o capital social integralizado e patrimônio líquido mínimo de R\$ 1 milhão, *versus* os R\$ 17,5 milhões necessários para formar um banco tradicional).

O que ora se pretende assinalar aqui, para apoiar a análise diferencial das *fintechs* de pagamento, é que o grande acerto do regulador financeiro em criar as *fintechs* de crédito no país, de maneiras análoga à criação das instituições de pagamento, foi justamente viabilizar um licenciamento simplificado e impedir que, tanto a SCD quanto a SEP, tomem recursos junto ao público final e se alavanquem, tal como fazem as instituições bancárias.⁶²⁵

⁶²¹ A SCD empresta recursos dos seus acionistas ao público (somente pode emprestar capital próprio) e é remunerada por juros e tarifas. Com a exceção das demais diferenças regulatórias, atividade é semelhante à de uma “*financeira*” (sociedade de crédito e investimento), que também não pode captar depósitos junto ao público, logo, não pode oferecer produtos de conta-corrente, conta-poupança, CDB, LF, e afins, tampouco participar do capital de instituições financeiras (CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias* cit., p. 178).

⁶²² A SEP, por sua vez, é um tipo de *marketplace* que conecta credores e tomadores através de uma plataforma digital – esse modelo de negócio é chamado de *peer-to-peer lending* ou P2P. Para o funcionamento da atividade o potencial tomador do empréstimo insere as condições de taxa, volume e prazo que deseja tomar; e, em paralelo, o potencial credor do empréstimo insere as condições de taxa, volume e prazo a que deseja emprestar seu dinheiro. O sistema então “casa” o tomador com um investidor ou grupo de investidores que inseriram condições de taxa, volume e prazo semelhantes. Veja-se que, apesar de um empréstimo poder ser financiado por um grupo de credores/investidores, o P2P *lending* não se confunde com *investment-based crowdfunding*, regulado pela Instrução CVM nº 588. A SEP permite investir em dívida, não em participação societária (Ibidem, p. 178).

⁶²³ Cf: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4656>. Acesso em: 16 jun. 2022.

⁶²⁴ Tanto a SCD quanto a SEP são autorizadas a prestar alguns serviços acessórios para complementar seu escopo de atividades, especificamente análise de crédito (sinergia com o uso de algoritmos), cobrança de crédito extrajudicial, carteira digital, e distribuição de seguros para os créditos que origina (Ibidem, p. 178).

⁶²⁵ Nesse caso, no Brasil, para atenuar a restrição de captação junto ao público e viabilizar o modelo de negócio, a Resolução nº 4.656 importou a mesma estrutura de captação de recursos usada pelas *fintechs* dos Estados Unidos (p. ex., LendingClub) e pelas *fintechs* brasileiras que atuavam como correspondentes bancárias – originar os créditos e cedê-los para fundos de investimento ou securitizadoras (arts. 6º e art. 10, parágrafo

Nesse sentido, veja-se a Exposição de Motivos da Resolução 4.656/2018, em que a diretoria do Banco Central reconhece a SCD e SEP como:⁶²⁶

[Entidades] *com baixo risco sistêmico*, particularmente pela impossibilidade de captação de recursos do público e de operações no mercado financeiro interbancário, [logo,] sua eventual retirada do mercado ocorreria de forma menos complexa do que a das demais instituições financeiras, o que torna justificável a imposição de critérios de ingresso menos rigorosos (grifos nossos).

Nessa toada, o FSB e o BIS destacaram, em estudo específico, a relação entre risco sistêmico e *fintechs* de crédito, possivelmente advindo da securitização de empréstimos realizados por elas, como forma de retroalimentar seu modelo de negócio.⁶²⁷⁻⁶²⁸

A lógica é que, na captação via fundos de investimento, o grupo controlador da *fintech* constitui um fundo específico cuja política de investimentos é exatamente a compra de direitos creditórios originados pela respectiva *fintech*.

Cada crédito que nasce da plataforma virtual é rapidamente cedido ao fundo em troca do valor de face e da comissão de originação. Esse desenho garante que a *fintech* seja remunerada, receba o capital emprestado de volta e continue tendo recursos para manter girando a máquina de originação de créditos.⁶²⁹

Já na captação via securitizadoras, a *fintech* realiza uma cessão dos créditos que originou a uma securitizadora, que então realiza uma oferta pública de debêntures, com lastro

único da Resolução nº 4.656). Vide: CARNEY, John. Lending Club's Same Old Scene. *Wall Street Journal*, 28.08.2014. Disponível em: www.wsj.com/articles/lending-clubs-same-old-scene-heard-on-the-street-1409261326. Acesso em: 16 jun. 2022. Apesar de a SCD e SEP só poder ceder créditos a FIDCs que só tenham investidores qualificados, na prática, todos os FIDCs de hoje em dia só podem ter investidores qualificados (restrição do art. 2º, inciso II da Instrução CVM nº 356).

⁶²⁶ Voto 97/2018-BCB, de 23.04.2018, disponibilizado via Pedido nº 18600000942201821 pela Lei de Acesso à Informação, respondido em 03.05.2018 pelo Banco Central.

⁶²⁷ A Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) já se manifestou sobre a viabilidade de contratação de seguro para operações originadas por SCD ou SEP. As modalidades de seguro adequadas para cobrir risco de inadimplência de tais operações seriam (i) seguro prestamista (regulamentado pela Resolução CNSP nº 365, de 2018); ou (ii) seguro de crédito (regulamentado pela Circular SUSEP nº 256, de 2004), que é mais específico que o prestamista para empréstimos. Em suma, conforme a SUSEP, a regulação securitária *não impede* que o seguro prestamista ou o seguro de crédito sejam contratados para cobrir o risco das operações de crédito geradas por SCDs/SEPs. Vide: Manifestação da SUSEP disponibilizada via Pedido nº 12649001935201812 através da Lei de Acesso à Informação.

⁶²⁸ FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech credit: market structure, business models and financial stability implications* cit.

⁶²⁹ Casos concretos no mercado: (i) *FIDC-NP Creditas Tempus*; (ii) *FIDC Creditas Empíricas Auto*; (iii) *FIDC Just*; (iv) *Harmonia FIM Crédito Privado* (da Geru) e (v) *FIDC Creditise* (do Banco Sofisa). Informações na busca de fundos na CVM, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/consultas/fundos.html>. Para mais informações, vide: CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias* cit., p. 181.

nos créditos cedidos, e usa o valor levantado com a emissão para pagar a *fintech* – também acrescido de uma comissão de originação.⁶³⁰

Com efeito, apesar da possibilidade de risco sistêmico decorrente da forma encontrada pelas *fintechs* de crédito para se remunerar e manter o *funding* de suas operações, além da possível oferta de outras atividades financeiras, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) destaca, ao investigar o eventual impacto para a estabilidade financeira das atividades de *peer to peer lending*⁶³¹ e *equity crowdfunding*,⁶³² que esses setores não representariam risco sistêmico suficientes, por força do porte relativamente pequeno das *fintechs* e da ausência de interconectividade delas com o mercado financeiro global.⁶³³

O mesmo se aplica às *fintechs* de pagamento, que sequer podem realizar empréstimos, com vedação regulatória explícita, estando já autorizadas a funcionar como instituições de pagamento ou não pelo Banco Central.

Destarte, no Brasil e no mundo, a chamada terceira era da tecnologia bancária digital, tem se diferenciado como um marco na ascensão de pequenos entrantes e na crescente constestação da capacidade competitiva das instituições financeiras incumbentes, decorrente não apenas dos efeitos pós-crise de 2008, com a deterioração da imagem pública dos bancos tradicionais, e aumento da carga regulatória pós-choque sistêmico (a exemplo do Acordo de Basileia III e o Dodd-Frank Act), mas também decorrente do apoio político às *startups*, e da adesão social massiva às *fintechs*.⁶³⁴

⁶³⁰ Casos concretos no mercado: (i) Creditas já fez duas ofertas públicas de CRI lastreadas em empréstimos com imóveis dados em garantia (operação *home equity*) junto à *Vert Companhia Securitizadora*; e (ii) Geru adota essa estrutura de financiamento de forma verticalizada, havendo constituído sua própria securitizador (*Geru Securitizadora de Créditos Financeiros S.A.*). Para mais informações, vide: CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias cit.*, p. 181.

⁶³¹ Empréstimos firmados entre pessoas sem intermediação bancária, geralmente desprovidos de garantia específica, além da própria responsabilidade patrimonial do devedor prevista em lei.

⁶³² O *equity crowdfunding*, também chamado de *crowdfunding* de investimento, é uma modalidade de captação de recursos, a qual ocorre através da oferta pública de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte. Para mais informações, vide: CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html>. Acesso em: 15 des. 2022.

⁶³³ Ademais, a pesquisa da Iosco também ressalta que ambos os segmentos (de *peer to peer lending* e *equity crowdfunding*) vêm apresentando crescimento contínuo e interrelacionado, fato que pode gerar interconexão entre suas operações e o restante do mercado financeiro ao longo do tempo (IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech), Report of the Board of IOSCO, fevereiro, 2017. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS_COPD554.pdf. Acesso em 4 abr. 2022).

⁶³⁴ CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias cit.*, p. 116.

É possível dizer que as inovações tecnológicas proporcionadas pelos mercados digitais, em praticamente todas as áreas da economia, tomaram a dianteira dos serviços também no setor financeiro, desafiando a regulação tradicionalmente estabelecida e conquistando a simpatia do público. Tanto é assim, que a relação entre inovações financeiras e a estabilidade do sistema passou então a ser um dos temas mais importantes do debate regulatório pós-crise de 2008.⁶³⁵

Diversas medidas foram propostas com o objetivo de resguardar a estabilidade financeira, incluindo, licenças e autorizações estatais sobre novos produtos financeiros, novas exigências de capital, e normas regulatórias mais rígidas para instituições financeiras sistemicamente importantes (SIFIs).⁶³⁶

As medidas relacionadas à regulação prudencial e ao risco sistêmico se preocuparam, especialmente, com grandes instituições financeiras que ocupam parcela relevante do mercado financeiro, e com o fenômeno *too big to fail*, onde os grandes bancos são considerados maior fonte de risco sistêmico.⁶³⁷⁻⁶³⁸

No debate norte-americano, contudo, naquele momento não houve qualquer abordagem regulatória específica em relação às *fintechs*, e ao surgimento, por exemplo, das criptomoedas, no que se refere a risco sistêmico, sobretudo, porque a maioria das empresas de tecnologia-financeira não rivalizava de maneira relevante com as instituições incumbentes, nem configuravam instituições financeiras sistemicamente relevantes à época.

Na União Europeia, o *European Systemic Risk Board* (ESRB) editou normas regulatórias específicas que incidem sobre as *Systemically Important Institutions* (SII), visando atingir os mesmos objetivos da regulação estadunidense, apenas com pequena variação de nomenclatura.⁶³⁹

⁶³⁵ OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon cit.

⁶³⁶ DUFF, Schan. The new financial stability regulation. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, v. 23, p. 46-111, 2018, p. 48-49. *Systemically Important Financial Institutions* (SIFI) é a denominação utilizada pelo Dodd-Frank Act, regulação financeira norte-americana criada em resposta à crise financeira de 2008.

⁶³⁷ MAGNUSON, William. Regulating Fintech. *Vanderbilt Law Review*, v. 71, p. 1167-1226, 2018, p. 1171; FORD, Cristie. *Systemic risk regulation in comparative perspective*. University of British Columbia Faculty of Law, 2016. Disponível em <https://bit.ly/2Jo2V4b>. Acesso em: 12 ago. 2022.

⁶³⁸ Nos Estados Unidos, esse movimento pró-regulação é algo bem comum após recessões – foi depois da crise de 1929, por exemplo, que se estabeleceram as bases regulatórias do mercado de capitais norte-americano como ele é hoje, com o advento do *1933 Securities Act*, *1934 Securities Exchange Act* e *1940 Investment Company Act*. As medidas mais impactantes do *Dodd-Frank Act* foram: (i) criação do *Financial*.

⁶³⁹ ESRB. European Systemic Risk Board. Systemically important institutions. Disponível em: https://www.esrb.europa.eu/national_policy/systemically/html/index.en.html. Acesso em: 7 dez. 2022.

Assim, a literatura que se propõe a analisar a relação entre *fintechs* e estabilidade financeira aponta para a necessidade de se verificar a eventual existência de novas fontes de preocupação sistêmica que venham a demandar atenção por parte do regulador.⁶⁴⁰

Para alguns estudiosos, parte dessas fontes seriam, por exemplo, o pequeno porte das *fintechs*, consideradas mais vulneráveis a choques adversos imediatos. Mesmo que essa condição redunde em perdas relativamente pequenas, da perspectiva dos bancos, para alguns autores isso afundaria rapidamente muitas *fintechs* e traria implicações sistêmicas ao mercado. Dessa forma, embora a magnitude do dano da falha de um único ator seja menor do que uma falha comparável de um grande banco, a probabilidade de sua ocorrência é significativamente maior.⁶⁴¹

Outra eventual fonte de risco sistêmico advindo da “oportunidade *fintech*” teria relação com o grande número de atores nesse mercado, o que enseja desafios consideráveis de supervisão e monitoramento por parte dos reguladores.

Nessa linha, os regimes regulatórios só são eficazes se os reguladores puderem identificar, observar e sancionar os atores dentro de uma determinada esfera de atividade. Ao contrário das finanças tradicionais, nas quais poucos atores concentrados controlam uma parcela significativa do mercado, as *fintechs* são caracterizadas pela proliferação de muitos pequenos atores. Isso representaria um obstáculo para os reguladores que devem identificar as empresas e indivíduos específicos de seu interesse.⁶⁴²

Mesmo que os reguladores fossem capazes de identificar absolutamente todos os atores relevantes dentro de um determinado setor de *fintechs*, como é o caso do mercado de meios de pagamento, eles também teriam que lidar com o problema relacionado a entender os riscos específicos gerados por cada um desses diferentes modelos de negócio, muitos dos quais dependem fortemente de algoritmos e codificação de computador para sua tomada de decisão. Uma tarefa difícil até mesmo para aqueles especializados no setor, e mais ainda para os reguladores, que geralmente possuem limitações de pessoal e de recursos.

Ademais, outra possível fonte de risco sistêmico, considerada pela literatura, seria um eventual menor engajamento das *fintechs* em colaborar com o mercado e com os reguladores.

⁶⁴⁰ ESRB. European Systemic Risk Board cit.

⁶⁴¹ MAGNUSON, William J. Financial regulation in the bitcoin era cit., p. 186.

⁶⁴² Ibidem.

Nesse sentido, segundo Saule Omarova, mesmo em nichos mais competitivos do setor financeiro, como gestão de ativos, existe grande quantidade de cooperação e os agentes do mercado trabalham juntos para criar “melhores práticas” ou compartilhar informações sobre vulnerabilidades de segurança ou, em circunstâncias particularmente difíceis, para garantir a sobrevivência do próprio mercado.⁶⁴³

Assim, grandes instituições, como os bancos, interagem com os reguladores e entre si com frequência e, portanto, têm fortes incentivos para manter sua reputação como parceiros cooperativos, diz a autora. Para ela, as *fintechs*, por outro lado, teriam menos oportunidades para essa interação e geralmente menos horizonte de tempo. Como resultado, eles perceberiam menos benefícios ao contribuir para a produção de bens sociais mais amplos, como a promoção de diretrizes do setor, notadamente, sobre gerenciamento de riscos operacionais ou segurança cibernética, por exemplo, o que poderia também contribuir para aumentar seu potenciais ensejadores de risco sistêmico.⁶⁴⁴

O que se conclui, por fim, é que parte da doutrina especializada que vê nas *fintechs* uma fonte de risco sistêmico aponta que esses riscos seriam derivados do seu modelo desagregado de finanças, sua forte dependência da automação e *big data*, e seus altos níveis de adaptação e mudança, bem como de uma menor interação com os reguladores.⁶⁴⁵

Ademais, na medida em que as atuais regulamentações financeiras se concentram, principalmente, em limitar os riscos das grandes instituições, as regulamentações subjacentes às *fintechs* poderiam estar equivocadas, incompletas ou mal direcionadas.

O que se advoga no presente trabalho, contudo, é que justamente em função do seu pequeno porte e, especialmente no nicho de pagamentos, a qualidade da regulamentação que, no Brasil, permitiu uma abordagem baseada em volumetria para as *fintechs* de pagamento adentrarem o perímetro regulatório, e, portanto, proporcional ao risco oferecido pelo seu tamanho, além das demais restrições regulatórias (como a proibição de exercer atividade privativa de intuição financeira, por exemplo, além de exigências específicas referentes aos recursos mantidos em conta de pagamento) contribuiu para ao crescimento seguro do

⁶⁴³ MAGNUSON, William J. Financial regulation in the bitcoin era cit., p. 186.

⁶⁴⁴ Ibidem.

⁶⁴⁵ OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon cit., p. 52.

mercado, para a disseminação de ganhos de bem estar decorrentes desse crescimento, e para o papel que as *fintechs* têm desempenhado gerando pressão competitiva no setor bancário brasileiro, ainda bastante verticalizado e entrelaçado com o mercado de pagamentos.

Com isso, não se quer dizer que as inovações financeiras trazidas pelas *fintechs* não devam ser monitoradas e acompanhadas pelos reguladores, de tempos em tempos, em função da velocidade crescente da atualização de seus modelos de negócio.

Nessa linha, os principais órgãos internacionais voltados à proteção da estabilidade financeira identificam, ainda que em graus diferentes de profundidade e relevância, a importância de se estabelecer o acompanhamento das *fintechs* no que tange à prevenção de risco sistêmico.⁶⁴⁶

Nesse sentido, o FSB, em junho de 2017, apresentou estudo cotejando risco sistêmico e *fintechs*, e destacando questões que, na sua ótica, merecem atenção especial dos órgãos reguladores.⁶⁴⁷

Em sua análise, o FSB não identificou risco iminente à estabilidade financeira advindo das *fintechs*.

Entretanto, o relatório sumariza algumas questões merecedoras de atenção por parte dos reguladores, que se relacionam com o risco de gestão operacional oriundo de prestadores de serviço externos, risco de ataques cibernéticos e riscos macrofinanceiros.⁶⁴⁸

Os riscos relacionados a prestadores de serviços externos têm relação direta com as tecnologias utilizadas pelas *fintechs*, como por exemplo, plataformas financeiras de *banking as a service*, que muitas vezes terceirizam obrigações de compliance, típicas dos provedores de contas transacionais.

Além disso, o relatório do FSB alerta para o risco de diferentes *fintechs* serem atendidas pelos mesmos prestadores de serviço, o que gera uma interconexão sistêmica, sendo um dos principais serviços contratado o de armazenamento de dados em nuvem (*cloud*

⁶⁴⁶ DUFF, Schan. The new financial stability regulation cit., p. 46-111, 2018, p. 48-49; MAGNUSON, William. Regulating Fintech. *Vanderbilt Law Review*, v. 71, p. 1167-1226, 2018, p. 1171; FORD, Cristie. *Systemic risk regulation in comparative perspective* cit.

⁶⁴⁷ FINANCIAL STABILITY BOARD. *Financial stability implications from FinTech* cit.

⁶⁴⁸ *Ibidem*.

computing), tendo em vista seus modelos de plataformas digitais, por sua vez, um mercado altamente concentrado.⁶⁴⁹

Consequentemente, os riscos cibernéticos, por sua vez, estão relacionados à ataques digitais e foram os principais responsáveis pelo avanço das legislações de proteção de dados no mundo todo, inclusive no Brasil, o que também levantou preocupação por parte dos reguladores financeiros e regramentos específicos relativos à segurança cibernética, à proteção de dados pessoais, e regulação do uso de inteligência artificial no setor financeiro.⁶⁵⁰

O relatório do FSB destaca, também, preocupação com o *big data analytics*, tendo em vista a necessidade de o regulador financeiro ser capaz de avaliar a robustez dos modelos algorítmicos, bem como novos riscos relacionados ao comportamento do mercado. Essa também foi uma preocupação expressa pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em relação às *fintechs* e a estabilidade financeira, apresentando como uma das principais preocupações sistêmicas a disseminação do uso de algoritmos no mercado financeiro.⁶⁵¹

Especificamente em função destas e de outras preocupações, inclusive, em maio de 2018 entrou em vigor a nova legislação europeia sobre proteção de dados pessoais conhecida como GDPR (*General Data Protection Regulation*), dotada de eficácia extraterritorial.

⁶⁴⁹ No mundo, o mercado de *cloud computing* (armazenamento digital de dados) é bastante concentrado, sendo dominado, basicamente, por três grandes empresas de tecnologia: AWS (Amazon), Azure (Microsoft) e Google Cloud, que juntas ocupam 52% (cinquenta e dois por cento) do market share. A AWS é a líder isolada do setor, com 33% (trinta e três por cento) de participação. Dados disponíveis em: CBNINSIGHTS. Here's why Amazon is no shoo-in to win the \$513B global cloud market. Disponível em: <http://bit.ly/2BfkoHb>. Acesso em: 4 mar. 2022.

⁶⁵⁰ Em 2018, inspirado na legislação europeia, o Brasil criou a sua própria Lei Geral de Proteção de Dados – LGPD, por meio da Lei nº 13.709/2018 (BRASIL. Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018. Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/113709.htm).

⁶⁵¹ O algoritmo é desenhado com base em determinadas premissas do mercado e dos agentes que nele atuam. Se tais premissas se mostrarem equivocadas ou se a programação contiver erros, a velocidade e a autonomia das máquinas em tomar decisões pode tornar as consequências potencialmente graves. Além disso, a capacidade de autoaprendizagem de algoritmos de inteligência artificial pode vir a acarretar situações discriminatórias, em virtude das informações contidas na base de dados objeto de análise refletirem uma outra realidade, eventualmente eivada de critérios discriminatórios. A tomada de decisão algorítmica ou automação podem vir a ensejar também um comportamento de manada (herd behavior), resultado de uma espécie de fuga algorítmica em massa. INTERNATIONAL MONETARY FUND. Fintech and financial services: initial considerations. Staff Discussion Note, 2017. Disponível em: <http://bit.ly/2JQCFxq>; MAGNUSON, William J. Financial regulation in the bitcoin era cit. *Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper* nº 18-21, 50 p.

Como exemplo, no Brasil, o CMN promulgou a Resolução nº 4.658/2018⁶⁵² tratando da obrigatoriedade de implementação e manutenção de política de segurança cibernética e requisitos para contratação de serviços de processamento de dados e computação em nuvem por instituições financeiras.

Ao final, o estudo do FSB identifica a necessidade do regulador ser capaz de avaliar a extensão do perímetro regulatório e de se manter atualizado de forma tempestiva sobre a dinâmica competitiva do setor, devendo apresentar agilidade para responder às mudanças advindas do ecossistema de inovação propostas pela *fintechs*.

O comitê argumenta ser imprescindível que o regulador estabeleça um processo de aprendizado compartilhado com os participantes do mercado, de forma a permitir maior acesso às informações, pois haveria, de fato, um descompasso entre o arcabouço normativo-regulatório e os riscos inerentes à dinâmica cambiante do mercado, incluindo o risco sistêmico.⁶⁵³

No mercado de capitais, por exemplo, empresas de *high frequency trading* operam com máquinas poderosas e algoritmos inteligentes com o objetivo de lucrar em operações de compra e venda de ativos. Entretanto, pouco se sabe sobre o que pode ocorrer em situações mercadológicas adversas, valendo ressaltar a existência de alguns casos de *flash crash* (quedas vertiginosas e abruptas no preço dos ativos) que foram relacionados a operações de *high frequency trading*, fato que motivou respostas regulatórias nos Estados Unidos e na União Europeia.⁶⁵⁴

Considerando que a “oportunidade *fintech*”, em geral, refere-se a diversas pequenas empresas inovadoras, atuando por meio de plataformas de tecnologia e competindo de forma fragmentada em determinados nichos do setor financeiro, sujeito às regulamentações específicas, como é o caso no mercado de meios de pagamento, as evidências sugerem que dificilmente os algoritmos podem vir a se comportar coletivamente de modo unidirecional em

⁶⁵² BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 4.658, de 26 de abril de 2018. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50581/Res_4658_v1_O.pdf. Acesso em: 16 jun. 2022.

⁶⁵³ As sandboxes regulatórias são citadas como modelo de compartilhamento de experiências, permitindo ao regulador manter-se atualizado, evitando desconexão regulatória, e, ao mesmo tempo, garantindo maior acesso a informações e possibilitando análises de risco mais precisas. FINANCIAL STABILITY BOARD. *Financial stability implications from FinTech* cit.

⁶⁵⁴ BRUZZI, Eduardo. *Regulação das fintechs e sandboxes regulatórias*. Dissertação (Mestrado) – FGV Rio de Janeiro, 2019. p. 107.

situações mercadológicas de stress, gerando consequências sistêmicas prejudiciais ao equilíbrio do setor.

Logo, diante das análises relacionadas, depreende-se que a correlação entre *fintechs* e risco sistêmico depende muito mais do tamanho e da exposição a risco financeiro que, eventualmente, essas empresas venham a atingir no mercado, bem como da qualidade da prestação de serviços por parte de determinado agente econômico, do que, propriamente, em função de uma natureza específica desses modelos de negócio, intrínseca e potencialmente, mais propensa a riscos, a ataques cibernéticos ou fraudes, como parece fazer crer algumas instituições incumbentes.

3.2 Concorrência e risco sistêmico

O clássico debate perquirindo se a concorrência no setor financeiro pode ameaçar a estabilidade do sistema e instigar crises sistêmicas está longe de chegar a um fim uníssono, sobretudo na era das *fintechs*.

Segundo Xavier Vives, as evidências empíricas sobre um eventual *trade-off* entre competição e estabilidade no setor financeiro se acumulam, mas a pintura não é nada conclusiva.⁶⁵⁵

Para o autor, a competição no setor financeiro não é responsável por sua fragilidade, uma vez que a vulnerabilidade a corridas bancárias pode emergir independente da estrutura (monopolística ou atomizada) do mercado e seria, até mesmo, positivo para a diferenciação dos agentes econômicos e da qualidade da prestação de seus serviços.⁶⁵⁶

A clássica indagação, então, se concorrência seria desejável para o sistema financeiro em função da necessidade de sua estabilidade e solidez, é mais atual do que nunca, diante de todas as inovações financeiras surgidas nas últimas duas décadas do século XXI.

Dessa forma, após a análise da oportunidade trazida pelas *fintechs* e dos diversos modelos de negócio de plataformas digitais para o uso de moedas eletrônicas e digitais, desafiando a clássica intermediação financeira, bem como o relacionamento do setor bancário com o sistema de pagamento, gerando pressão competitiva por parte dos novos entrantes em

⁶⁵⁵ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 115.

⁶⁵⁶ *Ibidem*, p. 107.

relação aos incumbentes, e reorientando as reflexões em torno da regulação financeira, uma série de perguntas emerge: um mercado financeiro e de pagamentos mais competitivo seria nocivo para a estabilidade financeira e mais suscetível a riscos sistêmicos? As ações e políticas públicas promotoras de concorrência no setor financeiro gerariam um *trade-off* com a estabilidade?

Longe de querer concluir discussão tão complexa, antes, para refletir sobre a relação entre competição e instabilidade financeira, ou risco sistêmico, é preciso lembrar as premissas que norteiam a atividade de intermediação realizada pelas instituições financeiras, com operações ativas e passivas, impactos no cenário macroeconômico e na política monetária de determinada jurisdição.

De início, cabe lembrar que, o fenômeno do efeito multiplicador da moeda faz com que o saldo em conta dos depositantes conste no balanço bancário das instituições financeiras em duplicidade: tanto como passivo frente ao depositante, quando como ativo frente ao tomador de crédito.

As operações ativas e passivas não têm prazos uniformes (os depósitos tendem a ter prazos de vencimento curtos ou até mesmo à vista, ao passo que operações ativas tendem a ter prazos de vencimento mais longos, que ensejam a “transformação de maturidade”) o que acarreta visíveis impactos na política monetária.⁶⁵⁷

Esse descompasso temporal entre as operações passivas de captação de recursos, com prazos majoritariamente curtos, e as operações ativas de crédito, com prazos mais longos, faz com que instituições financeiras sofram de uma alta sensibilidade à choques de demanda, tornando os bancos vulneráveis por natureza.⁶⁵⁸

Ademais, no mesmo íterim, os depósitos geram liquidez para os depositantes, e permitem que eles os transformem diretamente em dinheiro na boca do caixa, o que também traz uma série de implicações para as instituições bancárias, que devem ter capacidade de entregar de imediato o produto requerido por sua clientela.⁶⁵⁹

⁶⁵⁷ DRECHSLER, Itamar; SAVOV, Alexi; SCHNABL, Philipp. *Banking on Deposits: maturity transformation without interest rate risk*. National Bureau of Economic Research, New York: University Stern School of Business, 2018. p. 1.

⁶⁵⁸ Ibidem.

⁶⁵⁹ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 176.

Com efeito, as instituições financeiras vivem expostas ao risco de sofrer uma demanda súbita e inesperada de liquidez pelos seus depositantes, que, se não atendida, pode se desenrolar em consequências significativas do ponto de vista social (como no caso das corridas bancárias⁶⁶⁰), ou mesmo, em casos extremos, gerar intervenções ou liquidação da instituição por parte da autoridade monetária, com implicações sistêmicas.⁶⁶¹

Assim, é possível notar que as raízes da fragilidade bancária e das especificidades do setor, conforme analisado no segundo capítulo deste trabalho, possuem como efeito colateral relevante, o altíssimo grau de incerteza a que se submetem os agentes econômicos do mercado, bem como o entrelaçamento significativo entre as instituições financeiras.⁶⁶²

A maioria dos bancos mantêm operações ativas e passivas entre si, principalmente depósitos interfinanceiros, formando uma rede altamente densa e capilarizada de relacionamento, e interconectada com os sistemas por onde transitam os recursos financeiros, o que abrange as redes e agentes dos sistemas de pagamento.⁶⁶³

Quando uma instituição financeira sofre uma intervenção ou uma liquidação, por exemplo, os efeitos da sua quebra ultrapassam a esfera corporativa individual, e se espalham em face de instituições na outra ponta, principalmente os credores da instituição em falência, o que enseja todo o arcabouço regulatório endereçado pela regulação sistêmica.

Contemporaneamente, a tecnologia e a digitalização dos serviços financeiros e de pagamentos potencializou essa interligação entre diferentes plataformas, permitindo que bancos de diversos mercados acessem uns aos outros com mais facilidade do que era possível no passado.

⁶⁶⁰ As teorias mais recentes sobre corridas bancárias indicam que elas são motivadas principalmente quando um banco sofre (i) problemas de insolvência que são tornados públicos (deficiências no seu balanço); e/ou (ii) problemas de iliquidez decorrente de ações coordenadas entre depositantes que, motivados por pânico (“efeito manada”), veem outros depositantes resgatando recursos junto à instituição e se juntam ao movimento.

⁶⁶¹ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 38.

⁶⁶² No linguajar econômico, essa visão é baseada na “teoria de jogos” com informação assimétrica e incompleta. Assim, não são apenas os bancos fragilizados que podem sofrer corridas bancárias, mas também bancos solventes que acabam vítimas do pânico que captura seus depositantes. Interessante que, apesar de corridas bancárias tradicionais terem sido filas de depositantes esperando na frente de agências para realizar saques de depósitos, as corridas bancárias modernas consistem na mera não renovação de depósitos interfinanceiros ou retirada de grandes depósitos por investidores institucionais. Vide: VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 106.

⁶⁶³ CARLETTI, Elena; SMOLENSKA, Agnieszka. *10 years on from the Financial Crisis: cooperation between competition agencies and regulators in the financial sector*. OCDE, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, Competition Committee. Paris, OECD, 2017. p. 9.

O resultado prático é um aumento nos efeitos de rede, e conseqüentemente, no potencial de aumento do risco sistêmico, capazes de atravessar fronteiras transnacionais através das linhas de transmissão das redes interbancárias.⁶⁶⁴

Não à toa, a regulação financeira pós-Crise de 2008 se propôs a alinhar os incentivos da administração financeira com intuito de afastar riscos excessivos, proteger as funções críticas, eliminar o fio condutor entre balanços bancários e economias nacionais (*negative feedback loop*),⁶⁶⁵ e, como medida adicional específica para evitar crises semelhantes, eliminar a conexão entre balanços bancários e mercados imobiliários, evitando eventos similares aos que foram gerados pelos derivativos *subprimes*.⁶⁶⁶

Nesse sentido, parte da literatura aponta que a concorrência poderia incentivar riscos excessivos e ser fonte de risco sistêmico.

Isso porque, para quem entende que competição entre os agentes econômicos do mercado financeiro é nociva para estabilidade, o estímulo ao florescimento da concorrência enfraqueceria os balanços bancários e geraria a pulverização dos ativos e passivos financeiros em instituições atomizadas, gerando incentivos para que os bancos assumam mais riscos, e eventualmente até aumentem seus juros, com intuito de prevalecer contra seus rivais e gerar mais lucro.⁶⁶⁷

Para autores dessa corrente, a tutela da livre concorrência e a repressão a monopólios no mercado financeiro seria menos relevante, e não deveriam ensejar preocupações *a priori* dos reguladores financeiros, pelo referido motivo.⁶⁶⁸

Em que pese o respeito a tais opiniões, a discussão parece mais complexa do que a premissa apregoada anteriormente, e com evidências empíricas não lineares, dado que o poder de mercado excessivo das instituições financeiras e graus elevados de concentração, também são considerados, à luz de evidências empíricas, fontes de instabilidade e risco sistêmico.⁶⁶⁹

⁶⁶⁴ Vide: YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 175; VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 15.

⁶⁶⁵ CARLETTI, Elena; SMOLENSKA, Agnieszka. *10 years on from the Financial Crisis: cooperation between competition agencies and regulators in the financial sector* cit., p. 7.

⁶⁶⁶ GERDING, Erik F. Bank Regulation and Securitization: how the Law improved transmission lines between real estate and banking crises. *Georgia Law Review*, Atenas, University of Georgia, v. 50:1, 2015.

⁶⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁶⁸ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 184-185.

⁶⁶⁹ FINANCIAL STABILITY BOARD. *Fintech and Market structure in financial services* cit., p. 4; CARLETTI, Elena; SMOLENSKA, Agnieszka. *10 years on from the Financial Crisis: cooperation between competition agencies and regulators in the financial sector* cit., p. 10-11.

Para a visão que ora se advoga, portanto, grandes instituições financeiras, e com elevada participação de mercado, estariam mais propensas a incorrer em risco moral (*moral hazard*), estimulando conflitos de agência, o que também acaba por incentivar que tomem riscos financeiros excessivos, pois se entendem como “grandes demais para quebrar” (*too big to fail*) e por saberem que, em caso de quebra, receberiam subsídios do poder público, são indiretamente estimuladas a atuar no mercado com uma espécie de garantia certa de resgate, em caso de falência (*bailed-out*).⁶⁷⁰

Assim, o valor da concorrência também pode e deve ser considerado, ao lado da regulação prudencial, como mais um vetor disciplinador da conduta dos agentes econômicos no mercado financeiro.

Com efeito, a concorrência, por si só, não estaria apta a ser considerada uma fonte de risco sistêmico, uma vez que corridas bancárias podem ser causadas por crises de insolvência ou de liquidez na instituição financeira, e não estão necessariamente vinculadas a um eventual estímulo trazido pela concorrência, já que os riscos de insolvência e liquidez não estão diretamente ligados à estrutura (tamanho da participação) ou dinâmica competitiva do mercado.

Em outras palavras, um banco monopolista pode não ser ameaçado por concorrência alguma, e ainda assim ser vítima de uma corrida bancária.

Por outro lado, não se ignora que corridas bancárias podem ser indiretamente estimuladas pela concorrência, já que a competitividade pode eventualmente incentivar bancos a aumentar a remuneração ofertada a depositantes (agentes superavitários), que, por sua vez, ganhariam mais incentivos para monitorar outros depositantes e coordenar suas ações com base no que fazem seus pares (“efeito manada”).⁶⁷¹

Assim, em que pese a perspectiva acima ser, aparentemente, nociva ao mercado, as evidências empíricas demonstram, contra intuitivamente, que o medo de corridas bancárias e a pressão competitiva, acabam gerando um efeito disciplinador nos administradores de

⁶⁷⁰ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 118-119. Também há outros riscos – instituições financeiras sistematicamente relevantes também podem construir estruturas complexas e difíceis de monitorar do ponto de vista do regulador; e exercer *market-based activities* (aquelas que não consistem em intermediação financeira clássica) de forma mais intensiva e arriscada do que bancos menores, aumentando risco sistêmico por contar com menos capital e depósitos do que bancos focados em intermediação.

⁶⁷¹ *Ibidem*, p. 106-107.

instituições financeiras, sendo menos provável que um mercado com um grau satisfatório de competição se configure como repositório de comportamentos abusivos.⁶⁷²

Para esses administradores, a perspectiva alardeada de que instituição financeira que administram pode sofrer uma corrida bancária acaba por estimular a adoção de comportamentos mais seguros e eficientes, reduzindo o risco moral e desincentivando a tomada de riscos excessivos.⁶⁷³

Com efeito, um mercado financeiro eficiente precisa estar exposto a um risco mínimo às corridas bancárias e a um grau ótimo de competição, sendo certo que a estabilidade sistêmica não deve ser instrumentalizada como argumento para refutar a concorrência, e afastar seus benefícios para o bem-estar do consumidor.⁶⁷⁴

Nesse sentido, é reconhecido que a concorrência também preserva a estabilidade sistêmica por atacar os incentivos perversos do fenômeno “*too big to fail*”, já que um mercado de depósitos concentrado estimula os grandes agentes financeiros a tomarem riscos sistemicamente maiores, dado que possuem a garantia de resgate público, em função da qualidade de “emprestador de última instância” dos bancos centrais.

Consequentemente, um cenário menos competitivo também estimula que os próprios depositantes deixem de monitorar atores financeiros relevantes, impedindo então que riscos inadequados sejam eficientemente monitorados pelos correntistas ou eventualmente até sancionados pelos reguladores competentes, antes de eventuais processos falimentares.⁶⁷⁵

⁶⁷² VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 106-107.

⁶⁷³ No caso do Brasil, o arcabouço legislativo também conta com salvaguardas contra incentivos aos riscos excessivos, especialmente a Lei nº 6.024, de 1974, que determina responsabilidade ilimitada dos controladores e administradores por instituições financeiras em hipóteses de intervenção e liquidação extrajudicial.

⁶⁷⁴ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 109.

⁶⁷⁵ Os efeitos da “garantia implícita” não se aplicam só a certos bancos que recebem depósitos, mas também a certas sociedades empresárias que recebem empréstimos. Gao *et al.* apontam que, na China, sociedades estatais recebem empréstimos relevantes por bancos chineses, mesmo as altamente ineficientes – empréstimos esses motivados pela “garantia implícita” dada pelo governo chinês de que essas estatais não vão quebrar, e, logo, poderão pagar seus empréstimos. Por outro lado, sociedades empresárias privadas são passadas por um crivo de eficiência muito mais rígido pelos bancos, já que tais sociedades não seriam salvas pelo governo chinês se quebrassem. Por essa razão, Gao *et al.* concluem que a “garantia implícita” do poder público a essas estatais resulta em ineficiência alocativa no mercado de crédito chinês. Vide: GAO, Haoyu; RU, Hong; TOWNSEND, Robert; YANG, Xiaoguang. Rise of Bank Competition: evidence from banking deregulation in China. *NBER: National Bureau of Economic Research*, p. 4-7. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w25795>. Acesso em: 10 out. 2022.

Destarte, para uma parte da doutrina especializada, a concorrência é justamente mais uma solução válida para incentivar emprestadores a reduzirem riscos no portfólio de crédito, e para encetar incentivos a um comportamento mais disciplinado para todos os agentes econômicos atuantes no setor financeiro, incluindo aqueles que estão no nicho de pagamentos.⁶⁷⁶

Na China, por exemplo, o aumento da concorrência bancária foi responsável por avaliações de risco mais rígidas pelos bancos, aumento de 9,1% nas exigências de garantias, e redução de 77,7% nos níveis de inadimplemento – dados que vão exatamente em direção oposta ao entendimento de que concorrência leva a riscos excessivos.⁶⁷⁷

Nessa linha, há um rol de evidências empíricas que demonstram que o aumento da competição leva os consumidores a monitorar suas instituições depositantes mais de perto, a exemplo de bancos, carteiras digitais e *fintechs*, bem como faz com que instituições ineficientes sejam forçadas a sair mercado ou a se tornarem menores, reduzindo flancos de eventual risco sistêmico.⁶⁷⁸

A propósito dessas evidências, os reguladores financeiros ao redor do mundo vêm adotando incentivos para estimular, ainda que com cautela, a concorrência.

Esse foi o caso do processo e agenda regulatória desenvolvida pelo Banco Central do Brasil no mercado de meios de pagamento, conforme esboçado no presente trabalho, inicialmente aberto pela intervenção das autoridades antitruste no nicho de aquisição (credenciamento), e, paulatinamente, sendo reforçado por uma regulação pró-competitiva, que trouxe o valor da competição para o cerne da regulamentação infralegal.

Em 2015, o BIS questionou os reguladores financeiros de trinta e três jurisdições sobre suas interações com as autoridades de defesa da concorrência e concluiu que: (i) entre os trinta e três países, oito consultavam a autoridade antitruste antes de conceder uma licença de funcionamento a um novo agente econômico no setor; (ii) dezesseis consultavam a autoridade

⁶⁷⁶ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit.

⁶⁷⁷ Gao *et al.* mapearam que o aumento no saldo de entrantes e no grau de concorrência do mercado de crédito chinês levou a avaliações de risco mais rígidas e sofisticadas pelos bancos em relação a tomadores de crédito, tendo como resultado (i) aumento de 9,1% da parcela de empréstimos com garantias; e (ii) redução de impressionantes 77,7% em inadimplementos por agentes privados. Vide: GAO, Haoyu; RU, Hong; TOWNSEND, Robert; YANG, Xiaoguang. *Rise of Bank Competition: evidence from banking deregulation in China* cit., p. 3.

⁶⁷⁸ CARLETTI, Elena; SMOLENSKA, Agnieszka. *10 years on from the Financial Crisis: cooperation between competition agencies and regulators in the financial sector* cit., p. 9.

antitruste durante a elaboração de normas; (iii) novo consultavam a autoridade antitruste antes de intervir em uma instituição financeira; e (vc) aproximadamente onze compartilhavam reclamações e estudos de mercado com a autoridade antitruste.⁶⁷⁹

No Reino Unido, o *Financial Services and Markets Act* determina que a *Prudential Regulation Authority* (PRA) deve promover a concorrência financeira enquanto desempenha suas funções regulatórias principais.⁶⁸⁰

Na Alemanha, em 2019, um diretor do banco central alemão (*Deutsche Bundesbank*) defendeu os benefícios da concorrência e da cooperação entre incumbentes e entrantes, ressaltando também a necessidade de assegurar uma competição equânime no setor.⁶⁸¹

Em consonância com a argumentação aqui defendida, Rory Van Loo apregoa que:

As crises futuras são imprevisíveis. O ponto principal é que a política de concorrência pode ser uma aliada valiosa para a estabilidade financeira na era das *fintechs*. Ignorar a política de concorrência pode levar à perda de oportunidades de redução de riscos familiares no curto prazo e pode criar novas ameaças no longo prazo.⁶⁸²

Com efeito, é possível afirmar que embora o debate sobre a relação entre concorrência e risco sistêmico não seja definitivo, com nuances importantes nos diferentes polos de análise, o incremento da competição proporcionado pelas *fintechs*, notadamente aquelas atuantes no mercado de meios de pagamentos brasileiro, não representou a criação de uma fonte de risco sistêmico relevante, ao contrário, já que a regulação pró-competitiva implantada confirma os dados apresentados pela autoridade monetária, reforçando o papel que as instituições de pagamento e demais *fintechs* do setor tiveram na maximização de bem-

⁶⁷⁹ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Range of practice in the regulation and supervision of institutions relevant to financial inclusion. *BIS: Bank for International Settlements*, jan. 2015, p. 25. Disponível em: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d310.htm>. Acesso em: 20 nov. 2022.

⁶⁸⁰ “(1) When discharging its general functions in a way that advances its objectives (see section 2F), the PRA must so far as is reasonably possible act in a way which, as a secondary objective, facilitates effective competition in the markets for services provided by PRA-authorized persons in carrying on regulated activities” (FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000. *UK Public General Acts*, 2000. Chapter 2, section 2.H. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/243>. Acesso em: 20 nov. 2022).

⁶⁸¹ BALZ, Burkhard. Fintech and bigtech firms and central banks: conflicting interests or a common mission? Embaixada alemã na Cingapura, novembro de 2019, p. 1. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r191111b.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2022.

⁶⁸² No original: “Future crises are unpredictable. The main point is that competition policy can be a valuable ally for financial stability in the fintech era. Ignoring competition policy can lead to missed opportunities for reducing familiar risks in the short term and can create new threats in the long term” (VAN LOO, Rory. Making Innovation More Competitive: the case of fintech. *U.C.L.A. Law Review*, v. 65, p. 232-279, 2018).

estar do consumidor (notadamente, no aumento da inclusão financeira ocorrido nos últimos anos no Brasil), e até mesmo, na redução da concentração bancária.⁶⁸³

3.3 Concentração, competição e estabilidade no setor financeiro

Nos últimos anos, vários acadêmicos e formuladores de políticas públicas argumentaram que a natureza concentrada do setor financeiro criou diversos riscos relevantes para a economia.⁶⁸⁴

Sistemas financeiros concentrados estariam mais sujeitos à captura regulatória e aos problemas de risco moral advindos da criação de agentes econômicos com grande poder de mercado, tendo como consequência direta a assunção maior de risco por eles.⁶⁸⁵

Talvez a crítica mais comum nessa linha de pensamento seja o problema do “grande demais para quebrar”, como já esboçado, mas os problemas de concentração no setor financeiro também criaram um conjunto de outras patologias relacionadas à concorrência, a exacerbação da assimetria informacional e conflitos de interesse, que não podem ser desprezados, inclusive, no mercado de meios de pagamento.

As *fintechs* e as inovações deflagradas nos mercados de plataformas digitais desafiaram amplamente o entendimento convencional sobre a direção do mercado, das instituições financeiras e dos sistemas de pagamento, bem como também tensionou quais devem ser os objetivos da regulação financeira, justamente por conta da emergência de seus mercados difusos, com tomada de decisões descentralizadas e baseadas em tecnologia, e com o poder dissipado entre vários atores, pequenos em sua maioria, mas diversos e relevantes nos novos nichos de mercado criados.⁶⁸⁶

⁶⁸³ Para mais informações, vide: FINTECHS reduziram a concentração bancária de 81% para 71% em 10 anos, diz presidente do BC. *Fintechs Brasil Notícias e Negócios*, jun. 2022. Disponível em: <https://fintechsbrasil.com.br/2022/06/02/fintechs-reduziram-a-concentracao-bancaria-de-81-para-71-em-10-anos-diz-presidente-do-bc/>. Acesso em: 12 dez. 2022.

⁶⁸⁴ Vide: FREIXAS, Xavier; ROCHET, Jean-Charles. *Microeconomics of banking*. The MIT Press, 1997. p. 286-287; BOYD, John; DE NICOLÓ, Gianni. The theory of bank risk taking and competition revisited. *The Journal of Finance*, v. 60, n° 3, p. 1329-1343, jun. 2005; ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Competition and financial stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 36, n° 3, Part 2: Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making, A Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Cleveland May 21-23, 2003, p. 466, jun. 2004.

⁶⁸⁵ BOYD, John; DE NICOLÓ, Gianni. The theory of bank risk taking and competition revisited cit., p. 1329-1343.

⁶⁸⁶ Para mais informações, vide: GORDON, Jeffrey N.; MULLER, Christopher. Confronting Financial Crisis: Dodd- Frank’s Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund, *28 Yale J. Reg.*, n. 151, p.

Esses atores concentram-se em áreas específicas da indústria financeira, como foi o caso do mercado de pagamentos no Brasil, e geralmente são compostos por várias *startups* ágeis, que desafiam suposições fundamentais sobre como os mercados financeiros devem funcionar, gerando diferentes categorias de benefícios e riscos, que demandam esforços de reflexão e análise consentânea por parte dos diferentes reguladores.⁶⁸⁷

Um exemplo, particularmente importante, dos desafios impostos pela “oportunidade *fintech*” e pela da ideia de dispersão de poder e concentração que encampam é, precisamente, o surgimento das moedas digitais nos últimos anos, como o Bitcoin e Ethereum, cujos modelos de negócios baseiam-se na ideia de que a moeda não precisa ser emitida e controlada por um único ente específico, como é o caso do Estado, gerando desafios consideráveis de análise, supervisão e proteção dos investidores por parte das autoridades regulatórias.⁶⁸⁸

Com efeito, o já tradicional e extenso debate sobre concentração e competição no setor financeiro ganhou novas cores com a emergência das *fintechs* e, embora diversas construções teóricas deem conta de que a concentração seria benéfica para a solidez e estabilidade do sistema financeiro,⁶⁸⁹ elas não são incontestáveis na teoria e no empirismo das ciências econômicas, e vêm sendo questionadas, diuturnamente, ante os ganhos sociais trazidos pelos novos entrantes.

154-55, 2011; KRISHNAMURTHY, Prasad. Regulating Capital. *4 Harv. Bus. L. Rev.* 1, 1, 2014; CHANG, Felix B. The Systemic Risk Paradox: Banks and Clearinghouses Under Regulation, *Colum. Bus. L. Rev.*, n. 747, 2014; UTSET, Manuel. Complex Financial Institutions and Systemic Risk, *Ga. L. Rev.*, 45, 779, 2011; MORRISON, Edward R. *Is The Bankruptcy Code an Adequate Mechanism for Resolving the Distress of Systemically Important Institutions?* p. 82.

⁶⁸⁷ Para mais informações, vide: TUCH, Andrew F. Financial Conglomerates and Information Barriers. *J. Corp. L.*, n. 39, p. 563, 2014; TUCH, Andrew F. The Fiduciary Dilemma in Large-Scale Organizations: A Comparative Analysis. *Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg.*, may 17 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/the-fiduciary-dilemma-in-large-scale-organizations-a-comparative-analysis/>. Acesso em: 12 dez. 2022.

⁶⁸⁸ Para mais informações, vide: TU, Kevin V.; MEREDITH, Michael W. Rethinking Virtual Currency Regulation in the Bitcoin Age, *Wash. L. Rev.*, n. 90, p. 271, 2015; REYES, Carla L. Moving Beyond Bitcoin to an Endogenous Theory of Decentralized Ledger Technology Regulation: An Initial Proposal. *Vill. L. Rev.*, n. 61, p. 191, 2016.

⁶⁸⁹ Estudos empíricos, utilizando dados de diversas nações, constataram que países com maior concentração bancária, controlando outras variáveis, seriam mais resilientes a crises financeiras do que sistemas com maior número de bancos. Vide: BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Bank concentration, competition and crises: first results. *Journal of Banking & Finance*, v. 30 (5), p. 1581-1603, 2006; BOYD, John; DE NICÓLO, Gianni; SMITH, Bruce. Crises in competitive versus monopolistic banking systems. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 36, n° 3, Part 2: Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making A Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Cleveland May 21-23, 2003, p. 487-506, jun. 2004; CHANG, E. J.; GUERRA, S. M.; LIMA, E. J.; TABAK, Benjamim. The stability–concentration relationship in the Brazilian banking system. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, v. 18, Issue 4, p. 396, out. 2008.

Nesse sentido, estudos distintos vão em sentido diametralmente oposto ao do paradigma concentração-estabilidade, que busca explicar a relação entre estabilidade e concentração com base em elementos internos e externos da atividade bancária: (i) internamente, na captação de recursos e assunção de riscos elevados na escolha de ativos; e (ii) externamente, na mitigação os problemas de corridas bancárias e choques exógenos.⁶⁹⁰

A referida relação tem sido estudada há décadas e, diante de um sem-número de evidências não harmônicas entre si, o que resta patente é que não se pode reduzir a análise de risco sistêmico a uma única questão, como a concentração ou a competição, devendo uma série de outros fatores ser analisados conjuntamente.⁶⁹¹

Nessa toada, estudo do Banco central europeu observou que a relação entre concorrência e estabilidade financeira pode ser representada por um gráfico de curva em “U”, onde a estabilidade é ameaçada tanto por níveis baixos, quanto por níveis altos de concentração bancária.

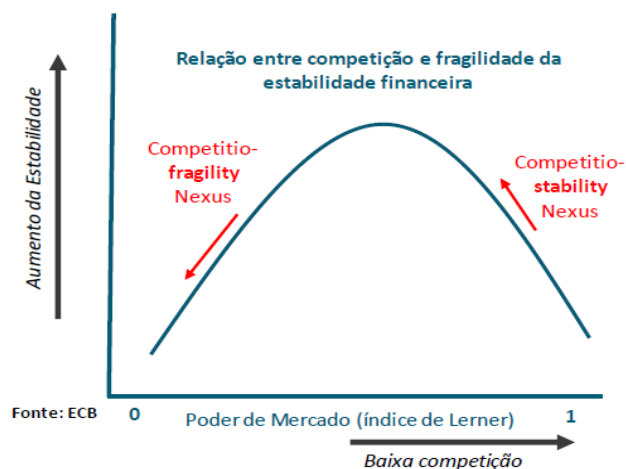
Com efeito, a contribuição da concentração bancária para a estabilidade financeira cresce a taxas decrescentes, chegando a um ponto no qual a maior concentração leva a uma instabilidade no sistema. Desse modo, a partir de determinado ponto temos o efeito positivo da competição para o aumento da estabilidade financeira, e negativo da concentração para tal.⁶⁹²

⁶⁹⁰ CARLETTI, Elena; HARTMANN, Philipp. Competition and stability: what’s special about banking? *European Central Bank Working Paper Series, Working Paper n° 146*, p. 19, maio 2002; BOYD, John; DE NICOLÓ, Gianni. The theory of bank risk taking and competition revisited. *The Journal of Finance*, v. 60, n° 3, p. 1329-1343, jun. 2005.

⁶⁹¹ Durante muito tempo, até mesmo autores do direito se mantiveram reticentes acerca da aplicabilidade da disciplina jurídica da concorrência aos bancos, principalmente em matéria de controle de estruturas. Adolf Berle, por exemplo, exclui da possibilidade de análise pelas autoridades concorrenciais quaisquer atos no setor bancário que envolvessem sua estruturação e organização, justamente pelo fato de “uma quebra bancária ser uma tragédia pública, seja como, quando e onde ocorra”. BERLE, Adolf. Banking under the anti-trust laws. *Columbia Law Review*, v. 49, n° 5, p. 592, maio 1949. Tradução livre pelo autor. Vide também: OLIVEIRA, Gesner. *Concorrência: panorama no Brasil e no mundo*. São Paulo: Saraiva, 2001. p. 89.

⁶⁹² PINHO DE MELLO, João Manoel. *Competição e meios de pagamento* cit., p. 43.

Gráfico 5 – Balanço entre concentração de mercado e estabilidade financeira



Fonte: PINHO DE MELLO, João Manoel. *Competição e meios de pagamento cit.*, p. 43.

Jimenez *et al.* também encontraram evidência de curva em “U” não linear entre concentração e tomada de riscos, tanto no mercado de depósitos, quanto no de crédito.⁶⁹³

Outras análises estatísticas sugerem, no entanto, que no mercado de depósitos, a concorrência seria prejudicial, já que as instituições depositantes teriam que pagar mais juros para captar recursos e isso os faria assumir mais riscos; por outro lado, a concorrência seria benéfica no lado dos empréstimos, ao baixar o valor dos juros para os tomadores.⁶⁹⁴

Corroborando a construção teórica genérica e o comportamento de outras indústrias, evidências estatísticas também sugerem que agentes financeiros que possuem elevado poder de mercado não praticam preços que seriam condizentes com um mercado competitivo, sendo esse o motivo pelo qual os lucros das instituições financeiras seriam tão elevados.⁶⁹⁵

⁶⁹³ JIMENEZ, Gabriel; LOPEZ, José A.; SAURINA, J. How does competition affect bank risk-taking? *Journal of financial stability*, v. 9, p. 185-195, 2013.

⁶⁹⁴ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. *Competition and financial stability cit.*, p. 466.

⁶⁹⁵ A cobrança de preços acima do custo marginal é o que caracteriza, em qualquer setor, o poder de monopólio. O quanto acima se pode cobrar do custo marginal é o chamado índice de Lerner de Poder de Monopólio e é dado em porcentagem pela relação $L. = (P - C_{mg})$, onde P é o preço e C_{mg} é o custo marginal. Sobre isso, vide: PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. *Microeconomia*. 8. ed. São Paulo: Pearson Universidades, 2013. p. 298-299; BERGER, Allen; HANNAN, Timothy: The Price-Concentration Relationship in Banking. *The Review of Economics and Statistics*, v. 71, nº 2, p. 291, maio 1989.

Por um lado, há estudos que não encontraram qualquer relação entre medidas de competitividade envolvendo preços e concentração, como, por exemplo, participação de mercado e números de bancos em relação ao total da população.⁶⁹⁶

De outro lado, outros autores atestam que menores restrições à entrada (tanto internas quanto externas) e regulações financeiras mais brandas fomentam a competitividade ao tornar o mercado mais contestável.⁶⁹⁷

Com efeito, acredita-se que as estruturas regulatórias importam mais em termos do nível médio de risco assumido pelo setor financeiro do que o grau de competição *per se*.⁶⁹⁸

E essa afirmação faz todo o sentido considerando a regulação pró-competitiva estabelecida para as *fintechs* de pagamento e instituições de pagamento, no Brasil, sujeitas a uma série de regramentos prudenciais para amarrar a assunção de riscos por parte de seus modelos de negócio (ex., proibição de empréstimo e de exercer atividades privativas de instituições financeiras, por exemplo), assim como a regulamentação estabelecida para as *fintechs* de créditos, proibidas de captar recursos junto ao público e, no caso da SCD, podendo apenas realizar empréstimos com capital próprio.

Por oportuno, os estudiosos apontam que a liberalização em um ambiente institucional fraco ou com regulação e supervisão inadequadas desloca os riscos para o contribuinte, e aumentam a probabilidade de crises sistêmicas. Ou seja, promover competição em um ambiente regulatório opaco e com fracos mecanismos de controle pode, sim, trazer efeitos negativos para a estabilidade financeira.

Logo, permitir o florescimento da concorrência, sem a calibragem correta dos instrumentos regulatórios pró-competitivos pode, de fato, gerar instabilidade sistêmica.

Por conseguinte, a competição, nesse sentido, poderia levar a maior tomada de riscos em função da expansão de oportunidades para assunção dos mesmos em novas frentes de negócio, visando lucros maiores.⁶⁹⁹

⁶⁹⁶ CLAESSENS, Stijn; LABVEN, Luc. What Drives Bank Competition? *Sorne International Evidence. Journal of Money, Credit and Banking*, v. 36, nº 3, Part 2: Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making A Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Cleveland May 21-23, 2003, p. 563-583, jun. 2004.

⁶⁹⁷ PINHO DE MELLO, João Manoel. Estrutura, concorrência e estabilidade. In: GARCIA, Marcio; GIAMBIAGI, Fábio (Org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial*. Rio de Janeiro: Releitura Livros, 2010. p. 118-119.

⁶⁹⁸ MULLER, Bianca Abbott. *Concorrência no setor bancário brasileiro* cit., p. 154.

Nesse sentido, Cubillas e Gonzales analisando uma amostragem de 4.333 (quatro mil trezentos e trinta e três) bancos em 83 (oitenta e três) países encontraram evidências de que a liberalização financeira aumenta a tomada de risco bancário, tanto em países desenvolvidos, quanto em desenvolvimento.⁷⁰⁰

Segundo Xavier Vives, o fato de a concorrência ter o condão de induzir os serviços financeiros a serem mais baseados em transações (*transaction-based*) pode também gerar consequências à estabilidade financeira, por tornar os bancos mais pró-cíclicos e, conseqüentemente, contribuindo potencialmente para a instabilidade do sistema.

Para o autor, a relação entre concentração e estabilidade possui diversas dimensões e análises.

Em linha com outros acadêmicos ele aponta que, por um lado, um sistema bancário concentrado com poucos bancos grandes pode ser mais fácil de monitorar, e as instituições financeiras são também potencialmente mais diversificadas. Por outro lado, instituições financeiras grandes têm um problema de risco moral agravado, uma vez que incorrem na premissa “*too big to fail*”, recebendo altos subsídios e tendo incentivos para tomar mais riscos.⁷⁰¹

Portanto, grandes bancos ou conglomerados financeiros envolvidos em uma série de serviços, incluindo o mercado de pagamentos, tendem a ser mais complexos, mais envolvidos em conflitos de agência, com problemas de supervisão e mais interdependentes, aumentando o risco sistêmico.

Segundo Laevan *et al.*, as instituições financeiras grandes são mais arriscadas que menores, em termos de risco individual, analisando a performance no mercado de capitais de 370 (trezentos e setenta bancos) bancos de 72 (setenta e dois) países durante julho de 2007 e dezembro de 2008, no momento da crise financeira.⁷⁰²

Os autores também encontraram evidências de que o risco sistêmico aumenta com o tamanho da organização financeira e a complexidade organizacional (medido pelo número de

⁶⁹⁹ JIMENEZ, Gabriel; LOPEZ, José A.; SAURINA, J. How does competition affect bank risk-taking? cit., p. 185-195.

⁷⁰⁰ CUBILLAS, E.; GONZALÉZ, F. Financial liberalization and bank risk-taking: international evidence. *Journal of Financial Stability*, p. 32-48, 2014.

⁷⁰¹ Ibidem, p. 118.

⁷⁰² LAEVEN, L.; LAVINE, R. Bank governance, regulation and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, nº 93, p. 259-275, 2009.

empresas subsidiárias) e que grandes bancos contribuem mais para riscos sistêmicos quando possuem menos capital e depósitos, e estão mais engajados em atividades baseadas em mercado (*market-based activities*).

Beck *et al.* demonstraram que menores restrições regulatórias em relação à entrada, atividades, e facilidade de competir estão associadas também a menores riscos de fragilidade sistêmica. Isso sugere que, ou a concentração não representa bem a concorrência, ou que os mercados bancários mais contestáveis são mais estáveis.⁷⁰³

Nessa linha, outros estudos apontam que sistemas bancários mais competitivos levam a uma menor probabilidade de problemas sistêmicos, assim como um tempo mais longo até a próxima crise.⁷⁰⁴

Como se pode ver, há uma amostragem diversa de pesquisadores econômicos que encontram evidências de que a competição bancária está negativamente associada à estabilidade do sistema, enquanto outros encontram sinais justamente na direção oposta (competição positivamente associada à estabilidade sistêmica).⁷⁰⁵

Em relação aos potenciais efeitos da concentração, contudo, a literatura é mais uniforme e aponta que a conexão pertinente que se estabelece está entre concorrência e concentração, em mercados relevantes que não precisam estar diretamente vinculados a medidas agregadas de concentração.⁷⁰⁶

Beck *et al.* (2013), estudando uma amostra de bancos de 79 (setenta e nove) países no período de 1994 a 2009, encontram em média uma relação positiva entre o poder de mercado dos bancos (medido pelo Índice de Lerner) e a estabilidade dos bancos (segundo o Z-score).⁷⁰⁷

A relação apresenta uma grande variação entre países: um aumento da concorrência está associado a um maior aumento da fragilidade dos bancos em países com restrições

⁷⁰³ BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Bank concentration, competition and crises: first results cit., p. 1581-1603.

⁷⁰⁴ SCHAECK, Klaus; CIHAK, Martin; WOLFE, Simon. Are competitive banking systems more stable? *Journal of money, credit and banking*, 41 (4), p. 711-734, maio 2009. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1538-4616.2009.00228.x>. Acesso em: 5 dez. 2022.

⁷⁰⁵ LEVY YEYATI, Eduardo; MICCO, Alejandro. Concentration and foreign penetration in Latin America banking sectors: impact on competition and risk. *Journal of Banking and Finance* 31 (6), p. 1633-1647, nov. 2003.

⁷⁰⁶ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 119.

⁷⁰⁷ *Ibidem*.

regulatórias mais rígidas, menor fragilidade sistêmica, com bolsas de valores mais desenvolvidas, seguros de depósito mais generosos e sistemas de compartilhamento de informações de crédito.⁷⁰⁸

Logo, o que se conclui sem surpresa é que, tanto a concentração agregada quanto a competição, podem estar positivamente associadas à estabilidade financeira.⁷⁰⁹

Alguns estudos encontram evidências de uma relação não monotônica em formato arqueado entre competição e estabilidade financeira com, aparentemente, efeito favorável de mudança de risco dominando em mercados mais concentrados, enquanto o efeito de margem domina em mercados bancários mais competitivos.⁷¹⁰

É o caso dos estudos de Carbó *et al.* com um painel de bancos pertencentes a 23 (vinte e três) países da OCDE entre 1996 e 2010, e usando o Z-score como medida de estabilidade e concentração bancária ou medidas de Lerner para competição, assim como a pesquisa de Fernández de Guevara e Maudos, que encontraram evidências, no período de 1993 a 2003, para uma amostra de 53 (cinquenta e três) setores em 21 (vinte e um) países, de que o desenvolvimento financeiro promove o crescimento econômico, bem como a relação em formato arqueado entre concorrência e estabilidade financeira.⁷¹¹

Além disso, Jiménez *et al.* também encontram suporte para a relação em formato de curva para estabilidade e concorrência, ao usar medidas de concentração padrão nos mercados de empréstimos e depósitos.⁷¹²

Esses resultados apontam que um nível intermediário de competição maximiza a estabilidade financeira, no ponto ótimo, mais alto da curva em “U”, no mesmo sentido do estudo referido do Banco Central Europeu.

⁷⁰⁸ Curiosamente, esses autores realizam uma simulação que imita um cenário regulatório pós-choque sistêmico, com o aumento do seguro de depósito e restrições mais fortes às atividades bancárias, e descobriram que, a relação entre poder de mercado e solidez é quase duas vezes maior em comparação com a média do país na ausência de tal mudança, sugerindo um impacto muito negativo da concorrência na estabilidade neste cenário. Vide: VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 120.

⁷⁰⁹ Ibidem.

⁷¹⁰ Ibidem.

⁷¹¹ CARBÓ, S.; PEDAUGA, L. E.; RODRIGUEZ-FERNANDEZ, F. Another Look at Bank Consolidation and Financial Stability. *Mimeografado*, 2013.

⁷¹² JIMÉNEZ, G.; LÓPEZ, J. A.; SAURINA, J. How Does Competition Affect Bank Risk-Taking? *Journal of Financial Stability*, n. 9 (2), p. 185-195, 2013.

3.4 Concentração, competição e o mercado de meios de pagamento à luz da emergência das *fintechs*

Em meio a tantas visões oscilantes, um consenso é certo: a tecnologia financeira utilizada pelas *fintechs* está transformando as finanças e desafiando a regulação financeira de forma inédita no mundo todo.

Nesse mercado, observam-se duas grandes tendências de desenvolvimento, e a primeira delas é a velocidade da mudança impulsionada pela comoditização da tecnologia, a análise de big data, aprendizado de máquina (*machine learning*) e inteligência artificial.

A segunda é o número e a variedade crescente de novos entrantes no setor financeiro, incluindo não apenas empresas de tecnologia (*fintechs*, propriamente), mas também de empresas de comércio eletrônico pré-existentes (*techfins*), que podem ser caracterizadas por sua capacidade de alavancar os dados coletados em seu principal negócio em direção aos serviços financeiros.⁷¹³

As *techfins*, assim como as *fintechs*, ao ofertaram seus serviços financeiros por meio de plataformas digitais, promovem a interação entre diferentes grupos de usuários, conectando-os em rede, de forma a gerar valor a partir de economias de escala e escopo, em estrutura de mercado de dois ou múltiplos lados e promovendo trocas que, do contrário, não aconteceriam.⁷¹⁴

Como visto, essa estrutura comporta a combinação de produtos e subsídios cruzados entre diferentes modelos de negócio, como forma de alavancar os efeitos de rede, que ocorrem quando o valor de um bem ou serviço intermediado pela plataforma para um determinado usuário aumenta, à medida que outros novos usuários aderem à mesma plataforma.⁷¹⁵

Destarte, o surgimento de carteiras digitais e outros serviços financeiros e de pagamentos oferecidos por empresas de tecnologia que não necessariamente faziam parte do setor financeiro, sejam elas *fintechs* ou *techfins*, vem desempenhando um papel fundamental

⁷¹³ ZETZSCHE, Dirk; BUCKLEY, Ross; ARNER, Douglas; BARBERIS, Janos. From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance. European Banking Institute Working Paper Series 2017 n° 6, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2959925>.

⁷¹⁴ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Digital Economy, Big Data and Competition Law. *Market and Competition Law Review*, v. III, n° 1, p. 53-89, 2019.

⁷¹⁵ Ibidem.

no fomento à inovação e concorrência, ampliando a convergência entre setor financeiro e economia digital, de forma particularmente intensa em países emergentes.⁷¹⁶

Na Índia, por exemplo, a combinação entre infraestrutura pública e plataformas digitais privadas contribuiu para que o país ampliasse o acesso às contas transacionais antes restrito, em 2008, a 10% da população adulta, para mais de 80% em 2021. O caso é visto como um exemplo de como instituições não bancárias e grandes plataformas de tecnologia estão cada vez mais inseridas nos serviços financeiros e de pagamentos.⁷¹⁷

Nessa lógica, os novos produtos financeiros e de pagamentos passaram a integrar o portfólio dessa nova arquitetura financeira global, ao lado de outros serviços providos por tecnologia, transformando a indústria financeira de maneira definitiva e aproximando-a de uma dinâmica essencialmente digital.⁷¹⁸

Para Lagarde, trata-se do surgimento de uma nova indústria financeira baseada, tanto na desagregação de serviços que até então eram oferecidos por bancos, quanto no crescente uso de funcionalidades de inteligência artificial e processamento de dados.⁷¹⁹

Com efeito, os sistemas de pagamentos cumprem um papel relevante nesse novo racional, uma vez que se constituem de serviços que são parceiros típicos das atividades de coleta, cobrança e processamento de dados, sem falar da atividade bancária típica. Esses serviços são desempenhados por meio de plataformas digitais, que organizam e coordenam os agentes de seu ecossistema (ex: *marketplace*), e, portanto, também conseguem estar em posição de intermediar o acesso aos serviços financeiros.⁷²⁰

Assim, os serviços de pagamentos, desacoplados de instituições puramente financeiras, seriam um ponto de conexão entre os serviços financeiros oferecidos pelos

⁷¹⁶ CROXSON, Karen; FROST, Jon; GAMBACORTA, Leonardo; VALLETTI, Tommaso. Platformbased business models and financial inclusion. *BIS Working Paper*, nº 986, 2022.

⁷¹⁷ A plataforma de pagamentos instantâneos, “Unified Payments Interface” (UPI8), aliada ao sistema de identidades digitais e outras infraestruturas do India Stack, ampliou o alcance dos serviços de pagamentos oferecidos por meio de empresas de tecnologia e novos entrantes. Para mais informações, vide: CROXSON, Karen; FROST, Jon; GAMBACORTA, Leonardo; VALLETTI, Tommaso. Platformbased business models and financial inclusion cit.

⁷¹⁸ FROST, Jon; GAMBACORTA, Leonardo; HUANG, Yi; SONG SHIN, Hyun; ZBINDEN, Pablo. BigTech and the changing structure of financial intermediation. *BIS Working Papers*, 2019. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work779.htm>. Acesso em: 20 nov. 2022.

⁷¹⁹ LAGARDE, Christine. Central Banking and Fintech: a brave new world. *Innovations*, n. 12 (1/2), 2018.

⁷²⁰ Vide: BRUNNERMEIER, Markus K.; JAMES, Harold; LANDAU, Jean-Pierre. The Digitalization of Money. *NBER Working Paper* nº 26300, 2019. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w26300>. Acesso em: 5 nov. 2022; GAWER, Annabelle. Bridging Differing Perspectives on Technological Platforms: Toward an Integrative Framework. *Research Policy*, 43 (7), p. 1239-1249, 2014.

bancos comerciais, como crédito e seguros, e o universo de serviços organizado em torno das plataformas digitais, elevando-os ao topo da hierarquia dos serviços financeiros.⁷²¹

Os modelos de negócios em que pagamentos estão associados à dinâmica de plataformas se aplicam não só às *techfins*, *fintechs* e *bigtechs*, como também a outros novos entrantes digitais e, ainda, a grandes bancos comerciais que, gradualmente, transformam suas operações para se aproximarem, por exemplo, do modelo de marketplaces.⁷²²

Se, por um lado, a dinâmica e o racional das plataformas digitais as qualificam como vetores para expansão do acesso à serviços financeiros e de pagamentos a custos baixos, por outro enseja discussões sobre potenciais riscos à estabilidade financeira, como visto, e à concorrência, gerando situações de conflitos de interesse entre a plataforma e o provedor do serviço intermediado.⁷²³

Por tudo isso, novos riscos colocados pelas *fintechs*, ou *bigtechs*, especialmente atuantes no mercado de meios de pagamento, podem e devem ser mitigados por uma abordagem de política regulatória mais ampla, que combine elementos da regulação setorial específica e da política de concorrência, assim como a aplicação dos princípios de defesa do consumidor e da proteção de dados pessoais.⁷²⁴

Por conseguinte, ante o surgimento desse novo mercado de pagamentos com agentes emissores de moeda eletrônica, carteiras digitais, corretoras de moedas virtuais (criptomoedas), *tokens* de pagamentos não fungíveis e uma série de inovações tecnológicas, como endereçar os riscos levantados por sistemas de pagamento desvinculados de grandes instituições financeiras, de maneira a compatibilizar os mecanismos de segurança da regulação prudencial e os ganhos da promoção da concorrência, sopesando o dilema entre estabilidade e competitividade no setor financeiro?

Para Awrey, as distorções criadas juridicamente para entrelaçar bancos, dinheiro e pagamentos só importam em um mundo onde podemos ter melhores opções, já que

⁷²¹ BRUNNERMEIER, Markus K.; JAMES, Harold; LANDAU, Jean-Pierre. The Digitalization of Money cit.

⁷²² CROXSON, Karen; FROST, Jon; GAMBACORTA, Leonardo; VALLETTI, Tommaso. Platform based business models and financial inclusion cit.

⁷²³ Ibidem.

⁷²⁴ GONÇALVES, Priscila Brolio; COUTINHO, Diogo R.; KIRA, Beatriz. Vírus e Telas: o direito econômico das plataformas digitais na pandemia de Covid-19. *Direito e Práxis*, Rio de Janeiro, v. 13, nº 1, p. 44-68, 2022;

essas distorções só representam uma barreira desagradável à concorrência se houver algo promissor do outro lado: a perspectiva de um sistema financeiro melhor, mais rápido e mais inclusivo.⁷²⁵

Durante a maior parte dos últimos dois séculos, segundo o autor, não estava claro que esse seria o caso, o que permitiu que os bancos convencionais seguissem instalados no ápice de nosso sistema financeiro e econômico, e no cume do provimento dos serviços de pagamento, notadamente, eletrônicos e digitais, com a emergência do comércio via internet.

Contudo, os recentes desenvolvimentos tecnológicos abriram um mundo de novas possibilidades, inclusive no domínio do dinheiro e dos pagamentos.

Isso não quer dizer, entretanto, que todas essas novas tecnologias necessariamente produzirão benefícios sociais significativos, uma vez que prever os potenciais usos e o valor social das tecnologias emergentes sempre é um caminho marcado por dificuldades.

No caso do mercado de pagamentos, essa dificuldade é agravada pela existência de marcos regulatórios que, ao mesmo tempo em que distorcem a concorrência, também desempenham um papel vital na promoção da segurança e da estabilidade financeira e monetária.

A questão, portanto, passa a ser como as políticas públicas devem equilibrar os objetivos de promover maior competição e inovação no setor financeiro, com o imperativo de proteger a sociedade contra o risco sistêmico e as eventuais condutas anticompetitivas decorrentes de abusos do poder econômico.⁷²⁶

No Brasil, o exemplo do duopólio no mercado de meios de pagamentos eletrônico, até 2010, descrito nesse trabalho, e o papel que as *fintechs* de pagamento foram granjeado, paulatinamente, na inclusão financeira e redução da concentração no setor, se tornou um

⁷²⁵ “Likewise, Anagnostopoulos and Ionnis (2018) also conclude that competition between banks and Fintech challengers has given way to direct collaboration across the Fintech/Regtech ecosystem. There have been several instances of incumbent banks and disruptor Fintech firms working together and forming partnerships through acquisitions or joint ventures. Examples include Japanese Soft Bank investing in Kabbage, WebBank originating loans that came through the LendingClub and PayPal platforms, consortiums such as Bank Alliance (a group of about 250 small community banks) serving as a pipeline for loans from the LendingClub platform, JPMorgan Chase and PNC partnering with the OnDeck lending small business platform, HSBC partnering with Avant personal lending platform, and Goldman Sachs operating a Fintech lending platform Marcus. The industry has embraced Fintech innovations and partnerships, while consumers have hope for potential expanded credit access to at least 26 million Americans with thin credit files” (FINTECH: *The Impact on Consumers and Regulatory Responses* cit.).

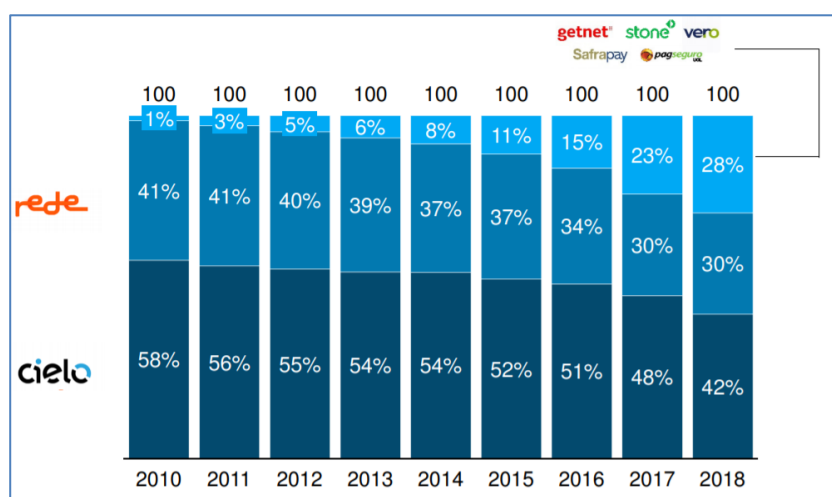
⁷²⁶ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 45.

símbolo de como a regulação financeira, privilegiando a competição de maneira inédita, gerou a redução de preços dos serviços de pagamento, eficiências no provimento de contas digitais, e ganhos de bem estar do consumidor, sem comprometer a estabilidade financeira ou gerar novas fontes de risco sistêmico, em que pesem os desafios regulatórios de prevenção à fraude, segurança cibernética e combate à lavagem de dinheiro sigam desafiando os reguladores.

É inegável, contudo, que as inovações e ganhos de eficiência trazidos pelos modelos de negócio baseados em moeda eletrônica (carteiras digitais, além de instituições de pagamento já reguladas) conquistaram, de maneira até improvável, parte significativa do mercado e dos consumidores nacionais, o que permitiu o arrefecimento de antigos oligopólios e aumento de bem-estar social, com redução de taxas e ampliação da oferta de serviços financeiros.

Nesse sentido, é visível que a regulação pró-competitiva capitaneada pelo Banco Central no mercado de meios de pagamentos pavimentou o surgimento contínuo de novos modelos de negócio no setor, conferindo segurança jurídica ao crescimento de instituições de pagamento entrantes, muito relevantes hoje no país, a exemplo das empresas Nubank, MercadoPago, PagSeguro e Stone.

Gráfico 6 – Comparação no mercado de meios de pagamento



Fonte: McKinsey com dados das companhias, Banco Central e ABECS.

A comparação gráfica acima evidencia como os entrantes, notadamente as credenciadoras Stone e PagSeguro, aumentaram a pressão competitiva no mercado de meios de pagamento ao longo de quase uma década no Brasil, inclusive ao ponto de, em 2019, as credenciadores incumbentes Rede e GetNet (dos conglomerados Itaú Unibanco e Santander)

promoverem ação comercial agressiva contra seus novos concorrentes, derrubando a quase zero as taxas e prazos para operacionalizar pagamentos e antecipar recebíveis para varejistas.⁷²⁷

Um exemplo de como as inovações propiciadas pelas *fintechs*, e o processo regulatório estabelecido pelo Banco Central, estimularam não apenas a concorrência, sem gerar novos focos de riscos sistêmico, como também promoveram uma redução na concentração de mercado, gerando bem-estar do consumidor, tanto do ponto de vista dos serviços e produtos ofertados, quanto em função dos incentivos criados ao comportamento dos incumbentes e à supervisão da autoridade concorrencial, levantando inclusive diversas discussões sobre condutas anticompetitivas no âmbito do CADE, como visto no segundo capítulo.⁷²⁸

Nesse diapasão, é preciso lembrar que o surgimento de modelos de negócios à margem do perímetro regulatório financeiro e de pagamentos antecede à regulamentação das *fintechs*, proposto pelas autoridades regulatórias no Brasil.

Por aqui, antes do CMN e do Banco Central criarem um processo regulatório e licenças específicas para *fintechs* de pagamento (juridicamente, instituições de pagamento) e *fintechs* de crédito, como visto, elas já existiam por meio de engenharias societárias que as permitiram atuar fora da rede de regulação do setor financeiro.

Nos Estados Unidos, Reino Unido, União Europeia e Brasil, a saída regulatória para *fintechs* ofertarem produtos financeiros sem licença de funcionamento foi estabelecer parcerias com instituições financeiras e atuar como suas intermediárias.⁷²⁹

No caso brasileiro, a estrutura jurídica de algumas carteiras digitais também se deu pela parceria com credenciadoras e/ou bandeiras, a exemplo da empresa norte-americana PayPal,⁷³⁰ e a parceria com bancos foi possível graças à figura regulatória dos

⁷²⁷ CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias* cit., p. 112.

⁷²⁸ REUTERS. Cade pede explicações ao Itaú Unibanco após Rede zerar taxa da antecipação de recebíveis. *Reuters* (18.04.2019). Disponível em: <https://br.reuters.com>. Acesso em: 10 mar. 2020.

⁷²⁹ VAN LOO, Rory. *Making Innovation More Competitive: the case of fintech* cit., p. 63.

⁷³⁰ O PayPal foi o resultado da união de duas *fintechs*: a Confinity e a X.com. No final da década de 90, ambas competiam lado a lado com modelos de negócio muito similares. Prevendo os riscos que um colapso das empresas de internet teria sobre o futuro das duas empresas, seus fundadores Peter Thiel e Elon Musk decidiram se juntar e reunir os esforços sob uma mesma empresa, e fazer com que ambas focassem em um produto capaz de superar a crise que estava por vir. Inicialmente, o foco dessas empresas era permitir a transferência de recursos entre portadores de PDAs (*Personal Digital Assistant*), uma espécie de antecessor dos celulares *smartphone*. Sendo assim, permitia que indivíduos transacionassem valores de forma 100% digital. Para mais informações, vide: THIEL, Peter. *Zero to One Notes on Startups. Or How to Build the Future*. Abod Verlag GmbH Audio, out. 2014. Livro digital.

“correspondentes bancários”, regulados atualmente pelo Resolução CMN 4.935, de 29 de julho de 2021, que já prevê o reconhecimento formal da possibilidade de o correspondente atuar por meio de plataforma eletrônica, o que não acontecia na sistemática anterior conferida pela Resolução nº 3.954/2011, que se baseava em um modelo de atuação presencial, que se mostrava incompatível com as inovações contemporâneas.⁷³¹

Nessa linha, Peter Thiel, um dos cofundadores do PayPal, é enfático ao afirmar que, a rivalidade direta com os meios de pagamento mais usuais, como as operadoras de cartão de crédito Visa e Mastercard, foi evitada pela empresa no início, ainda que concorressem diretamente em algumas transações financeiras.⁷³²

No Brasil, algumas instituições de pagamento que passaram a conceder empréstimos contemporaneamente, assim o fizeram constituindo outras empresas em seus grupos, como financeiras e *fintechs* de crédito, que antes da regulamentação de 2018 – estabelecendo licenças específicas (como SCD e SEP), também atuavam mediante parceria com instituições financeiras como correspondentes bancárias.⁷³³

Como se pode depreender, a parceria entre bancos e *fintechs* foi amplamente adotada no mercado brasileiro, abrangendo diferentes modelos de negócio, desde aqueles que prestam serviços de pagamento e crédito, até câmbio e remessa, que também precisavam de uma instituição financeira autorizada a operar no mercado cambial, antes da previsão de modelos específicos.⁷³⁴

É possível notar também que as *fintechs* que prosperaram, seja no mercado de meios de pagamentos, como outros nichos da indústria financeira, acabaram também por entrar no mercado de crédito.⁷³⁵

⁷³¹ Por meio da atuação como correspondente, a *fintech* se vincula a um banco ou “financeira”, usa sua plataforma virtual para captar clientes, e, quando um deles contrata um empréstimo no aplicativo, ele é redirecionado a um contrato com o tal banco ou financeira, que o assina como parte credora (por via de regra, uma CCB). Em suma, a *fintech* atua como ponte entre cliente e instituição financeira e é remunerada por comissão.

⁷³² THIEL, Peter. *Zero to One Notes on Startups* cit., p. 37.

⁷³³ Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/correspondentes>. Para mais informações, vide: CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias* cit., p. 176.

⁷³⁴ Das *fintechs* brasileiras no segmento de câmbio levantadas pelo FintechLab Radar em junho de 2019, todas as que efetivamente ofereciam serviço de câmbio e remessas eram registradas como correspondentes bancárias perante o Banco Central na data dessa dissertação. Sendo assim, a efetiva transferência de recursos era realizada pelos bancos ou corretoras contratantes das *fintechs*. As *fintechs* que não eram registradas somente prestavam serviço de cotação ou de plataforma aberta (*marketplace*) para casas de câmbio.

⁷³⁵ Como exemplo, a PagSeguro (instituição de pagamento) oferta produtos de crédito através do PagBank e é controladora da Biva, uma plataforma de empréstimos P2P. A Stone constituiu uma SCD própria para ofertar

Em 2019, um diretor do Banco Central brasileiro afirmou, publicamente, que a estrutura de correspondência bancária de *fintechs* foi até mesmo estudada pelo regulador, não como uma possível infração, mas como *benchmark* para a elaboração da regulamentação definitiva das *fintechs* [de crédito] brasileiras.⁷³⁶

No que tange às instituições de pagamento, após anos de atuação apenas nesse mercado, o regulador apontou que muitas *fintechs* começaram a expandir suas atividades para outros segmentos do setor financeiro, além dos que originalmente entraram (processo chamado de *rebundling*), incluindo o mercado de plataformas digitais de empréstimos.

Segundo João Manoel Pinho de Mello, fomentar a entrada no setor de crédito brasileiro era, inclusive, a expectativa do regulador quando começou a estimular a concorrência no mercado de pagamentos.⁷³⁷

Assim é a que as *fintechs* de pagamento foram crescendo contínua e vigorosamente ao longo da última década no Brasil, notadamente após o advento da Lei nº 12.865/2013, formando também seus próprios grupos econômicos, liderados não por instituições financeiras, mas por instituições de pagamento.

Algumas dessas instituições de pagamento foram tão bem-sucedidas em seu processo de crescimento que, além de começarem a despertar incômodo dos incumbentes do setor financeiro, passaram a despertar preocupações sistêmicas das autoridades regulatórias, que passaram a estudar mudanças no regramento prudencial aplicados a ela, com intuito de se acautelar de eventuais choques, decorrentes de quebras, como será mais bem detalhado a seguir.

crédito e antecipar recebíveis. O Nubank oferta crédito pessoal através da Nu Financeira e é credor das linhas de crédito rotativo dos cartões que emite. A XP, após se firmar no mercado adjacente de distribuição de ativos financeiros, conseguiu uma licença regulatória para atuar como banco em 2019 e passou a conceder crédito a pequenos e médios negócios. Ademais, na própria decisão do Banco Central que aprovou seu ato de concentração com o Itaú Unibanco, o regulador já suscitava seu ingresso no mercado bancário como um “*passo natural*” (inclusive fazendo referência ao pedido de licença bancária, que já estava sob análise na época). Vide: ALVES, Aluísio. XP começa a oferecer crédito a empresas por meio de fundo. *Reuters*, 04.03.2020. Disponível em: <https://br.reuters.com>. Acesso em: 18 mar. 2020; BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2018 cit., p. 180.

⁷³⁶ Pronunciamento de João Manoel Pinho de Mello, Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução do Banco Central, no evento “*Fintechs e Blockchain: oportunidades para os mercados financeiros*” da FGV EPGE, realizado em 09.11.2019.

⁷³⁷ *Ibidem*.

3.5 Regulação prudencial aplicável às instituições de pagamento

Conforme argumentando no primeiro capítulo deste trabalho, os sistemas de pagamentos sempre estiveram, historicamente, ligados às instituições financeiras.

O entrelaçamento com a rede bancária, no entanto, nunca se deu em função de uma natureza específica desses sistemas, mas sim por construções jurídicas que limitavam a provisão dos serviços de pagamento, quase sempre os vinculando às instituições bancárias, que angariavam ganhos de escala e escopo ao ofertar também essas atividades aos seus clientes.⁷³⁸

Esse arcabouço jurídico, de cunho essencialmente protetivo, acabou por criar barreiras à entrada que só, recentemente, começaram a ser contornadas por meio da combinação entre as inovações advindas do próprio mercado, mas também de novos objetivos de política pública refletidos na agenda regulatória financeira, como no caso da regulação pró-competitiva do mercado brasileiro de meios de pagamentos.

É indubitável que os sistemas de pagamento possuem riscos que merecem atenção por parte das autoridades regulatórias, notadamente riscos operacionais, de crédito e liquidez, assim como outros que os tornam suscetíveis à fraudes, vazamento de dados e quaisquer novas fontes de risco sistêmico, que possam eventualmente atrapalhar o fluxo de recursos financeiros e de pagamentos de toda a economia, levada a cabo por diferentes agentes econômicos em rede, especialmente aqui, o fluxo eletrônico e digital de pagamentos, o mais utilizado na atualidade.

Nesse contexto, a regulação prudencial assume papel fundamental, uma vez que determina os requisitos aplicáveis às instituições (financeiras e de pagamento) para mitigar possíveis riscos que venham a vulnerabilizar os sistemas de pagamentos e causar danos aos consumidores, por meio de uma série de medidas que visam gerenciar esses riscos.

O CMN e o Bacen, ao regulamentar as instituições e arranjos de pagamento, levaram em consideração regramentos prudenciais que atenuassem os eventuais riscos que poderiam surgir a partir da atuação desses agentes econômicos e também dos novos entrantes (*fintechs*), buscando sopesar, como dito, o propalado dilema entre estabilidade e concorrência, a fim de

⁷³⁸ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 62.

permitir que o mercado de pagamentos florescesse e também beneficiasse a sociedade com uma estrutura mais competitiva.

Assim, desde seu surgimento, os requerimentos mínimos de capital, regulação tipicamente prudencial, aplicáveis às instituições de pagamento, levaram em consideração valores bem menores (entre R\$ 1 e R\$ 3 milhões de Reais) do que aqueles aplicáveis aos bancos (R\$ 17,5 milhões de Reais), mas assegurando que eventual falência de uma instituição de pagamento não repercuta de maneira tão avassaladora no sistema financeiro como um todo.

Destarte, embora os requisitos prudenciais não impeçam necessariamente que uma instituição de pagamento regulada, ou *fintech* de pagamento ainda fora do perímetro regulatório, enfrente problemas financeiros, eles minimizam seus efeitos negativos e de contágio.

Os requerimentos aplicáveis são estipulados conforme a segmentação da instituição, considerando o porte, atividade, e seu perfil de risco, o que pode impor, desde alinhamento total às recomendações de Basileia (como no caso dos grandes bancos), como uma metodologia facultativa mais simplificada, para a apuração de requisitos mínimos prudenciais e de estrutura também mais simples de gerenciamento de riscos.

Assim, as instituições menores não estão sujeitas às mesmas regras de instituições de maior porte, embora também sejam resguardadas pelos requisitos prudenciais. O objetivo dessa diferenciação é justamente reduzir custos de transação e fomentar a competição.

Nesse tocante, a Circular nº 3.681 de 04 de novembro de 2013 e suas atualizações subsequentes, notadamente aqui a Resolução BCB nº 198/2022, detalha o gerenciamento de riscos, os requerimentos mínimos de patrimônio, e governança das instituições de pagamento, bem como a preservação do valor e da liquidez dos saldos em contas de pagamentos, todos regramentos prudenciais aplicáveis às instituições de pagamento, conforme detalhado mais abaixo.

3.5.1 Regras de garantia de liquidez das instituições de pagamentos

Antes da chamada “harmonização do tratamento prudencial das instituições de pagamento”, previsto para entrar em vigor em 2023, criando tipos de segmentação semelhante

ao que ocorre com as instituições financeiras, o regime aplicável para as IPs era mais simplificado.

Além do requisito de capital mínimo para a entrada no setor, já abordado no item anterior, o Bacen entendeu prudente determinar também um percentual de capital permanente em relação à média mensal das transações de pagamento ou do saldo das moedas eletrônicas emitidas para a garantia da liquidez da empresa (Circular nº 3.681/2013, art. 10).⁷³⁹

O objetivo do regramento foi justamente mitigar os eventuais riscos incorridos na transação de tais valores, buscando trazer maior segurança aos usuários quanto à capacidade econômico-financeira das instituições cumprirem suas obrigações, adotando-se aqui uma regulação proporcional com uma lógica de proteção diferida, a depender do volume transacionado ou do montante de moeda eletrônica em conta. Ou seja, quem transaciona mais dinheiro ou mantém mais dinheiro em conta, também deve manter um capital permanente proporcional a esses valores, maior do que quem transaciona menos ou mantém recursos menores em conta.

Destarte, é possível afirmar que a abordagem proporcional de um regramento prudencial aplicável às instituições de pagamento se consubstancia, pela primeira vez, e de forma inédita no Brasil, com a Circular nº 3.681/2013, privilegiando decisivamente a competição e abrindo o mercado às *fintechs* de pagamento que surgiram desde então.

Desde sua publicação, a Circular nº 3.681/2013 passou por diversas alterações, no entanto, a maior parte do seu conteúdo permanece em relação ao gerenciamento de riscos, requisitos mínimos de patrimônio, exigência de capital permanente, e as regras de governança aplicáveis às instituições de pagamento autorizadas a funcionar pelo Bacen.

⁷³⁹ “Art. 10. As instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica devem manter, permanentemente, patrimônio líquido ajustado pelas contas de resultado correspondente a, no mínimo, o maior valor entre 2% (dois por cento) da média mensal das transações de pagamento executadas pela instituição nos últimos 12 (doze) meses ou do saldo das moedas eletrônicas por elas emitidas, apurado diariamente.

Art. 10-A. As instituições iniciadoras de transação de pagamento devem manter, permanentemente, patrimônio líquido ajustado pelas contas de resultado em valor correspondente, no mínimo, aos seguintes percentuais do valor médio mensal das transações de pagamento iniciadas pela instituição nos últimos 12 (doze) meses:

I – 1% (um por cento) de 3 de novembro de 2020 a 31 de dezembro de 2022;

II – 1,25% (um inteiro e vinte e cinco centésimos por cento) de 1º de janeiro de 2023 a 31 de dezembro de 2024; e

III – 1,5% (um inteiro e cinco décimos por cento) a partir de 1º de janeiro de 2025” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº 3.681, de 4 de novembro de 2013. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2013/pdf/circ_3681_v2_P.pdf. Acesso em: 10 nov. 2022).

A referida norma estipula pontos sobre a estrutura de gerenciamento a partir da caracterização de diferentes riscos (operacional, de liquidez e de crédito),⁷⁴⁰ política de governança, requerimentos mínimos de patrimônio, e da aplicação dos recursos mantidos em contas de pagamento.

No art. 3º da referida norma está previsto que as instituições de pagamento devem implementar estrutura de gerenciamento de riscos operacionais, de liquidez e de crédito, que seja: (i) compatível a natureza das atividades da instituição e a complexidade dos produtos e serviços oferecidos e proporcional à dimensão das exposições aos mencionados riscos; (ii) ser segregada da unidade executora da atividade de auditoria interna; (iii) permitir a identificação, a mensuração, o monitoramento, o controle, a mitigação e o gerenciamento contínuo e integrado dos riscos operacionais, de liquidez e de crédito; (iv) prever políticas e estratégias aprovadas e revisadas, no mínimo anualmente, pela diretoria e pelo conselho de administração, se houver, a fim de determinar sua compatibilidade com os objetivos da instituição e com as condições de mercado.

Por fim, o Bacen se reservou ao direito de exigir que as IPs mantenham documentação acerca de suas políticas, estratégias de gerenciamento de riscos e governança à disposição do regulador.

Com efeito, todas essas medidas deixam clara a liderança do regulador no sentido de compatibilizar o zelo pela estabilidade e segurança dos sistemas de pagamentos, com seus outros objetivos e a agenda de promoção de uma regulação pró-competição para o mercado de meios de pagamento brasileiro.

⁷⁴⁰ “(i) Risco operacional é apresentado como a possibilidade de ocorrência de perdas resultantes de eventos como: falhas na proteção dos dados dos usuários, falhas na identificação e autenticação do usuário, falhas na autorização das transações, fraudes internas ou externas, práticas inadequadas quanto aos usuários finais, danos a ativos próprios ou de outras instituições, ocorrências que levem à interrupção das atividades ou descontinuidade do serviço prestado; falhas em sistemas, processos ou infraestrutura de tecnologia; ou falhas na execução, cumprimento de prazo e gerenciamento das atividades; (ii) Risco de liquidez é definido como a possibilidade de a instituição não ser capaz de arcar com obrigações assumidas sem afetar as operações diárias e sem resultar em perdas significativas. Pode ser entendido ainda como a possibilidade da instituição de pagamento não ser capaz de converter moeda eletrônica em física ou escritural no momento solicitado por um usuário; e (iii) Risco de crédito é apresentado como a possibilidade de perdas em função do descumprimento das respectivas obrigações financeiras nos termos pactuados, considerando a redução de ganhos ou remunerações, as vantagens concebidas na renegociação, os custos de recuperação e o inadimplemento do usuário final em relação ao emissor, do emissor perante o credenciador ou de uma instituição de pagamento em relação a outra instituição de pagamento” (RAGAZZO, Carlos. *Regulação de meios de pagamento* cit., p. 110).

É importante mencionar que esses regramentos, contudo, se aplicam apenas às instituições de pagamento já autorizadas a funcionar pelo Bacen, ou seja, aquelas que já atingiram a volumetria necessária ao pedido de licença.

Contudo, uma série de *fintechs* de pagamento estiveram e estão à margem desses regramentos prudenciais, até o momento, o que sempre foi motivo de polêmica em relação a constituírem eventual fonte de risco sistêmico, como argumentado, inicialmente.

Para endereçar a questão, o Bacen propôs que a volumetria exigida fosse paulatinamente reduzida, de modo que, a partir de 2029, todas as *fintechs* atuantes na cadeia de pagamentos, nos termos das exigidos pela regulamentação aplicável a cada uma das modalidades de IP, notadamente aqui, o emissor de moeda eletrônica, passarão a ser exigidas com pedido de autorização de funcionamento e assim também estarão sujeitas a esses e outros regramentos prudenciais.⁷⁴¹

Dessa forma, a autoridade monetária encerrará um período considerável de tempo em que a abordagem proporcional e diferida da regulação foi aplicada entre instituições financeiras e de pagamento, desde a promulgação da Lei nº 12.865/2013, trazendo para dentro do regime regulatório aplicável apenas os maiores provedores de serviços de pagamento, com uma perspectiva de pedido de licença prévia de funcionamento somente daqui a alguns anos.

Logo, todas as *fintechs* de pagamento atuantes no país, quando se enquadrarem na moldura regulatória exigida, também estarão sujeitas a outros regramentos, conforme a regulação prudencial estabelecida.⁷⁴²⁻⁷⁴³

⁷⁴¹ No dia 16 de novembro de 2022, o Banco Central do Brasil (“BCB”) publicou a Resolução BCB nº 257 (“Resolução nº 257/2022”), que altera a Resolução BCB nº 80, de 25 de março de 2021, a qual disciplina a constituição e o funcionamento das instituições de pagamento (“Resolução nº 80/2022”).

O objetivo é modificar os parâmetros para realizar pedidos de autorização de funcionamento para a prestação de serviços de emissor de moeda eletrônica, relacionados a instituições de pagamento que iniciaram a prestação de seus serviços de emissão de moeda eletrônica antes de 1º de março de 2021. De acordo com a Resolução nº 257/2022, o emissor de moeda eletrônica que houver iniciado a prestação desses serviços antes de 1º de março de 2021, sem que esteja autorizado a funcionar pelo BCB, deverá solicitar tal autorização ao alcançar parâmetros (thresholds) específicos, durante intervalos que vão de 1º de janeiro de 2022 a 31 de dezembro de 2028. Para mais informações, vide: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=257>.

⁷⁴² Nesse contexto, a Circular nº 3.681/2013 prevê em seu art. 4º que a estrutura de gerenciamento de riscos, no tocante ao risco operacional, deve contar com: “Art. 4º [...] I – plano de contingência e outros mecanismos que garantam a continuidade dos serviços de pagamento prestados; II – mecanismos de proteção e segurança dos dados armazenados, processados ou transmitidos; III – mecanismos de proteção e segurança de redes, sítios eletrônicos, servidores e canais de comunicação com vistas a reduzir a vulnerabilidade a ataques; IV – procedimentos para monitorar, rastrear e restringir acesso a dados sensíveis, redes, sistemas, bases de dados e módulos de segurança; V – monitoramento das falhas na segurança dos dados e das reclamações dos usuários finais a esse respeito; VI – revisão das medidas

O diploma normativo prudencial mais importante aplicável às IPs prevê, ainda, questões relacionadas ao estabelecimento de patrimônio líquido ajustado, e que as instituições de pagamento devem se valer de projeções contábeis apresentadas em seus planos de negócios, enquanto o valor das transações ou o saldo das moedas eletrônicas emitidas não estiver disponível.

Além da Circular nº 3.681/2013, a Resolução nº 80/2021 prevê um dos comandos mais importantes de regulação prudencial aplicável às IPs, dispondo sobre a aplicação dos recursos provenientes das transações de pagamentos, que devem ser sempre mantidos em valor correspondente em espécie (dinheiro⁷⁴⁴) perante o Bacen, ou alocados

de segurança e de sigilo de dados, especialmente depois da ocorrência de falhas e previamente a alterações na infraestrutura ou nos procedimentos; VII – elaboração de relatórios que indiquem procedimentos para correção de falhas identificadas; VIII – realização de testes que assegurem a robustez e a efetividade das medidas de segurança de dados adotadas; IX – segregação de funções nos ambientes de tecnologia da informação destinados ao desenvolvimento, teste e produção; X – identificação adequada do usuário final; XI – mecanismos de autenticação dos usuários finais e de autorização das transações de pagamento; XII – processos para assegurar que todas as transações de pagamento possam ser adequadamente rastreadas; XIII – mecanismos de monitoramento e de autorização das transações de pagamento, com o objetivo de prevenir fraudes, detectar e bloquear transações suspeitas de forma tempestiva; XIV – avaliações e filtros específicos para identificar transações consideradas de alto risco; XV – notificação ao usuário final acerca de eventual não execução de uma transação; XVI – mecanismos que permitam ao usuário final verificar se a transação foi executada corretamente; XVII – critérios de decisão quanto à terceirização de serviços e de seleção de seus prestadores; XVIII – avaliação, gerenciamento e monitoramento do risco operacional decorrente de serviços terceirizados relevantes para o funcionamento regular da instituição de pagamento, incluindo as atividades desempenhadas por subcredenciadoras envolvidas na liquidação das transações de pagamento de instituições credenciadoras; e XIX – mecanismos de monitoramento e controle de falhas na iniciação de transações de pagamento, segregando, no mínimo, os seguintes eventos: a) iniciação de transação de pagamento não autorizada; b) não execução de iniciação de transação de pagamento; c) execução incorreta de iniciação de transação de pagamento; e d) atraso na iniciação de transação de pagamento.”

⁷⁴³ Em relação ao risco de liquidez, o art. 5º do referido normativo prevê que as instituições de pagamento deverão definir processos para identificar, avaliar, monitorar e controlar a exposição ao risco de liquidez; deve conter também um plano de contingência de liquidez, com responsabilidades e procedimentos bem definidos. Notadamente em relação às instituições de pagamento emissoras de moeda eletrônica, a resolução prevê que a estrutura de gerenciamento de risco de liquidez deve ser evidenciada em relatório de acesso público com periodicidade mínima anual. Ademais, além das demonstrações contábeis, as instituições devem divulgar um resumo da estrutura de gerenciamento do risco de liquidez. Por fim, quanto ao risco de crédito, o art. 7º determina que a estrutura de gerenciamento de riscos deve prever no mínimo:

“I – limites para a realização de operações sujeitas ao risco de crédito; II – procedimentos destinados a identificar, avaliar, monitorar e controlar a exposição ao risco de crédito; III – procedimentos para a recuperação de créditos; e IV – critérios e procedimentos, claramente definidos e documentados, de análise do risco de crédito na emissão de instrumento de pagamento pós-pago.”

⁷⁴⁴ “§ 2º No caso da alocação em espécie, a que se refere o inciso I do § 1º, a alocação deve ocorrer na Conta Correspondente a Moeda Eletrônica (CCME) de titularidade da instituição emissora de moeda eletrônica no Banco Central do Brasil, na forma da regulamentação específica que disciplina a CCME, considerando a posição diária registrada no fechamento da grade regular de operações dos participantes no Sistema de Transferência de Reservas (STR), antes do início da janela adicional para aportes em Conta Pagamentos Instantâneos (Conta PI), de que trata o Regulamento do STR.”

em títulos públicos federais,⁷⁴⁵ registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic).⁷⁴⁶

Art. 22. As instituições emissoras de moeda eletrônica devem manter recursos líquidos correspondentes aos saldos de moedas eletrônicas mantidas em contas de pagamento, apurados no fechamento da grade regular de operações dos participantes no Sistema de Transferência de Reservas (STR), acrescidos dos:

I – saldos de moedas eletrônicas em trânsito entre contas de pagamento na mesma instituição; e II – valores recebidos pela instituição para crédito em conta de pagamento, enquanto não disponibilizados para livre movimentação pelo usuário final titular da conta de pagamento destinatária.

§ 1º Os recursos apurados na forma do caput devem ser alocados exclusivamente em: I – espécie, no Banco Central do Brasil; ou II – títulos públicos federais, registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic).

Por último, o Bacen também estabeleceu uma série de normas que contêm obrigações de cunho prudencial relacionadas ao envio de informações, especialmente contábeis e financeiras, aplicáveis às instituições de pagamento.

A Resolução nº 4.282/2013, brevemente atualizada em 2021, também dispõe sobre as diretrizes que devem ser observadas na regulamentação, na vigilância e na supervisão das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento integrantes do SPB, que também se apresentam como diretrizes de natureza prudencial.⁷⁴⁷

⁷⁴⁵ “§ 3º No caso da alocação em títulos públicos federais registrados no Selic, a que se refere o inciso II do § 1º, a alocação pode ser realizada inclusive por meio de operações compromissadas, custodiados em conta específica naquele sistema, com base na posição diária registrada no fechamento do Selic.

§ 4º Nas operações compromissadas referidas no § 3º, uma das partes contratantes deve ser banco múltiplo, banco comercial ou caixas econômicas habilitados para a realização dessas operações.

§ 5º É vedada a realização de acordo de livre movimentação dos títulos objeto de compromisso de revenda nas operações compromissadas referidas no § 3º.

§ 6º Os títulos públicos federais a que se refere o inciso II do § 1º devem:

I – ser denominados em reais e adquiridos no mercado secundário;

II – ter prazo máximo a decorrer de 540 (quinhentos e quarenta) dias até o vencimento; e

III – não estar referenciados em moeda estrangeira.”

⁷⁴⁶ “§ 7º Os recursos apurados na forma do caput devem ser reconhecidos em rubricas contábeis específicas para registro dos montantes:

I – recolhidos ao Banco Central do Brasil, nos termos do § 1º, inciso I; e

II – alocados em títulos públicos federais, nos termos do § 1º, inciso II.

§ 8º Os ganhos decorrentes da aplicação dos saldos de moedas eletrônicas em títulos públicos federais:

I – são de livre movimentação pelas instituições emissoras de moeda eletrônica; e

II – podem ser utilizados, total ou parcialmente, em favor dos titulares das contas de pagamento.”

⁷⁴⁷ A referida norma, em consonância com a Lei nº 12.865/2013, conforme já elucidado, traz uma série de princípios que devem ser observados pelos arranjos e instituições de pagamento, e serviu de base para o antigo art. 15 da Circular 3.681/2013, que dispunha sobre a necessidade de observação das instituições de pagamento quanto ao conjunto de critérios e regras para identificação, mensuração e registro patrimonial, bem como a remessa e publicação das demonstrações contábeis: “Art. 3º A regulamentação e a supervisão dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento pelo Banco Central do Brasil devem ter os

Na prática, todas as obrigações de natureza prudencial visam supervisionar a liquidez das instituições de pagamento, devendo ser disponibilizadas aos reguladores, e sujeitas às auditorias externas e independentes.⁷⁴⁸

No tocante ao monitoramento geral do setor, especificamente, ao mercado de pagamentos de varejo, o Bacen realiza uma coleta sistemática de informações sobre as formas de execução de pagamentos desde 2003.

Dessa forma, o regulador vem identificando tendências, gargalos e as eficiências geradas para cada instrumento de pagamento.

Os dados recebidos são tratados e divulgados por meio do “Adendo Estatístico ao Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo no Brasil”, bem como disponibilizados no site do Banco Central, utilizados também em relatórios que comparam diversos países produzidos pelo *Committee on Payment and Settlement Systems* do BIS (BIS/CPSS).

Por fim, os regramentos prudenciais aplicáveis às IPs, no tocante à prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo (PLDFT), estão dispostos na Resolução BCB nº 119, de 27 de julho de 2021, que alterou a Circular BCB nº 3.978/2020, tratando sobre a política, os procedimentos e os controles internos a serem adotados pelas instituições

seguintes objetivos: I – interoperabilidade ao arranjo de pagamento e entre arranjos de pagamento distintos; II – inovação nos arranjos de pagamento e diversidade de modelos de negócios; III – solidez e eficiência dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento, promoção da competição e previsão de transferência de saldos em moeda eletrônica, quando couber, para outros arranjos ou instituições de pagamento; IV – acesso não discriminatório aos serviços e às infraestruturas necessários ao funcionamento dos arranjos de pagamento; V – atendimento às necessidades dos usuários finais, em especial liberdade de escolha, segurança, proteção de seus interesses econômicos, tratamento não discriminatório, privacidade e proteção de dados pessoais, transparência e acesso a informações claras e completas sobre as condições de prestação de serviços; VI – confiabilidade, qualidade e segurança dos serviços de pagamento; e VII – inclusão financeira, observados os padrões de qualidade, segurança e transparência equivalentes em todos os arranjos de pagamento.” Na prática, o art. 15 impunha a adesão das IPs aos procedimentos para a remessa de informações dispostos na Circular 3.398/2008, regramento criado inicialmente para as instituições financeiras. A norma também traz os procedimentos específicos a serem observados pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil na elaboração e remessa de documentos contábeis. Em 2017, o Bacen revogou o referido artigo com a publicação da Circular 3.833/2017, estabelecendo critérios específicos de envio de informações contábeis para instituições de pagamento. O propósito do novo regramento foi estabelecer, de modo mais objetivo, as regras aplicáveis às instituições de pagamento, de modo a não impor ônus regulatório indevido.

Posteriormente, a Circular 3.833/2017 foi revogada, em boa parte, pela Resolução nº 146, de 28 de setembro de 2021, donde ficam estabelecidos critérios gerais para elaboração e remessa de documentos contábeis aplicáveis às administradoras de consórcio e às instituições de pagamento.

⁷⁴⁸ A Resolução nº 130/2021 dispõe sobre a prestação de serviços de auditoria independente para as administradoras de consórcio e as instituições de pagamento autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e estabelece os procedimentos específicos para elaboração dos relatórios resultantes do trabalho de auditoria independente realizado nas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

autorizadas a funcionar pelo Bacen visando à prevenção da utilização do sistema financeiro para a prática dos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores, conforme a Lei nº 9.613/1998, e de financiamento do terrorismo, previsto na Lei nº 13.260/2016.

Ademais, a Resolução BCB nº 142, de 23 de setembro de 2021, estabeleceu procedimentos e controles para prevenção a fraudes na prestação de serviços de pagamento, que devem ser observados pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen, assim como pelas instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro.

O conjunto de medidas previstas nessa Resolução visa a aumentar a proteção dos clientes, contribuindo para reduzir o incentivo ao cometimento de atos ilícitos contra pessoas utilizando meios de pagamento.⁷⁴⁹

No mercado de pagamentos, a lógica das obrigações de compliance de PLDFT visa estabelecer procedimentos de prevenção, estruturas para recebimento de denúncias e governança direcionada, principalmente, à estruturação, de políticas internas de conformidade, cujo perfil de obrigações é voltado, fundamentalmente, para o compartilhamento de informações.⁷⁵⁰

Cabe ao Banco Central exigir que as instituições financeiras, de pagamento e demais autorizadas a funcionar por ele, adotem procedimentos e controles de PLDFT, e a comunicação de indícios de crimes previstos na Lei nº 9.613/1998 ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf)⁷⁵¹ e ao Ministério Público, bem como a outros órgãos encarregados do combate à lavagem de dinheiro, como a Receita Federal.

Insta salientar que, tanto instituições financeiras quanto instituições de pagamento, estão sujeitas aos comandos da Lei nº 9.613/1998 que dispões sobre os crimes de lavagem ou

⁷⁴⁹ “Adicionalmente, as instituições devem: I) implementar, para o caso de instituições que atuem como credenciadoras, procedimentos destinados a avaliação do cliente previamente à oferta de serviço de antecipação da liquidação dos recebíveis; e II) efetuar registros diários das ocorrências de fraudes ou de tentativas de fraude na prestação de serviços de pagamento. Visando a assegurar e a acompanhar a eficácia e a efetividade dos procedimentos e controles, as instituições devem elaborar relatório mensal sobre as ocorrências e as medidas preventivas e corretivas adotadas, o qual deve ser encaminhado à auditoria interna, à Diretoria Executiva e, se houver, aos comitês de auditoria, de risco e ao conselho de administração da instituição. As medidas buscam aumentar a segurança dos clientes, sem, contudo, alterar significativamente a experiência e os benefícios no uso de produtos e serviços de pagamento ofertados pelas instituições” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021 cit., p. 104).

⁷⁵⁰ A Resolução nº 65/2021 dispões sobre a política de conformidade (*compliance*) das administradoras de consórcio e das instituições de pagamento.

⁷⁵¹ Segundo art. 2º da Lei nº 13.974/2020, o Coaf dispões de autonomia técnica e operacional, atua em todo o território nacional e vincula-se administrativamente ao Banco Central do Brasil.

ocultação de bens, direitos e valores, e a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos na referida lei.⁷⁵²

Em caso de descumprimento das exigências da regulamentação infralegal, as instituições financeiras ou de pagamento estão sujeitas a responsabilidade administrativa prevista na Resolução nº 131/2021 (que se aplica às entidades integrantes do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Consórcios e do Sistema de Pagamentos Brasileiro) e consolida as normas sobre o rito do processo administrativo sancionador, a aplicação de penalidades, o termo de compromisso, as medidas acautelatórias, a multa cominatória e o acordo administrativo em processo de supervisão, previstos na Lei nº 13.506/2017, e os parâmetros para a aplicação das penalidades administrativas previstas na Lei nº 9.613/1998, a Lei de Lavagem de Dinheiro.

As penalidades aplicáveis ao descumprimento das exigências regulatórias impostas pelos reguladores financeiros vão desde multa até cassação da autorização de funcionamento da instituição regulada.

Vale reiterar que as *fintechs* de pagamento remanescentes, que ainda não estão sob supervisão do Bacen até 2029, não se sujeitam a nenhum dos regramentos prudenciais descritos nesse tópico, mas possuem algumas obrigações regulatórias acessórias, vinculadas à instituição regulada com o qual se relacionam. É o que acontece, por exemplo, em relação às *fintechs* que atuam correspondentes bancárias, ou como subcredenciadores.⁷⁵³

Destarte, a preocupação do Bacen em relação ao monitoramento prudencial das *fintechs* de pagamento, até aqui, mostra-se salutar e possui natureza acautelatória, não porque se constituem, *per se*, como fonte de risco sistêmico, mas no sentido de calibrar o *trade-off* entre promover competição e garantir a solidez e segurança do sistema financeiro e da rede de pagamentos que lhe subjaz.

⁷⁵² Por isso também as instituições que operam no mercado de pagamentos têm por obrigação manter registros sobre todas as transações financeiras cujo valor ultrapasse os limites fixados pelo Bacen, além de manter registro sobre os casos em que, em um mesmo mês-calendário, forem feitas operações para uma mesma pessoa, conglomerado ou grupo que juntas ultrapassem o limite estabelecido pelo regulador como suspeito. Esses cadastros devem ser preservados pelo período mínimo de cinco anos após o encerramento da conta ou concretização da transação, podendo ser ampliado por decisão do Bacen.

⁷⁵³ NAKAHARA, Patricia. *Subcredenciadores: regime jurídico aplicável e principais questões deste participante dos arranjos de pagamento*. São Paulo: Dialética, 2021. p. 1-284.

Vale assinalar que, à medida que tais *fintechs* de pagamento crescem, tornam-se, usualmente, instituições de pagamento, e passam a estar sujeitas a todo arcabouço prudencial previsto e aplicado pelo Banco Central.

Assim, não há o que se falar em fonte de risco sistêmico na medida em que: (i) a maior parte das *fintechs* não detem poder de mercado significativo a ponto de gerar efeitos de contágio, e os recursos financeiros em contas de pagamento (mesmo em instituições não reguladas) estão sujeitos a uma série de medidas protetivas; e (ii) as *fintechs* de pagamento que passaram a ter certa expressividade em seu volume de transações, base de clientes, ou que passaram a liderar um conglomerado financeiro controlado por uma instituição de pagamento, já estão reguladas, ou sujeitas à autorização de funcionamento, e, conseqüentemente, a diversos comandos de regulação prudencial que permitem o monitoramento e supervisão de suas operações.

Como resultado da análise empreendida, nota-se que as licenças criadas para as instituições de pagamento abriram caminho para a segurança jurídica de novos modelos de negócio no mercado de meios de pagamento, para além das carteiras digitais, e estimularam a concorrência no setor financeiro sem gerar novos focos de risco sistêmico, por meio da calibragem de uma regulação pró-competitiva e de mecanismos prudenciais de supervisão, por parte do Banco Central.

À medida que as IPs passaram a crescer, as reformas regulatórias não apenas focaram mais em sua supervisão, como também permitiram a oferta e a difusão dos serviços de pagamentos em conexão com plataformas de e-commerce, estimulando o crescimento de *fintechs* e de novos entrantes digitais.

Por conseguinte, as instituições de pagamento passaram a desempenhar um papel fundamental no processo de inovação e digitalização da indústria brasileira de pagamentos, e do setor financeiro como um todo, à medida que a abordagem de regulação proporcional ao risco, capitaneada pelo Bacen, foi decisiva para contornar ônus regulatórios excessivos, sem abrir mão do monitoramento da estabilidade do sistema.

Em 2020, com intuito de endereçar eventuais riscos sistêmicos decorrentes do crescimento das instituições de pagamento, e pressionando pela constante fala dos incumbentes em relação a uma “assimetria regulatória” entre bancos e *fintechs*, o Banco

Central brasileiro lançou uma consulta pública, com intuito de aprofundar a regulamentação prudencial aplicável às instituições de pagamento.⁷⁵⁴

No dia 11 de março de 2022, fruto do Consulta Pública nº 78/2020, as Resoluções BCB nº 197, 198, 199, 200, 201 e 202 foram promulgadas, com o propósito de alterar as regras prudenciais aplicáveis às instituições de pagamento proporcionalmente ao seu porte e complexidade, previstas para entrar em vigor somente em 2023.

As referidas resoluções estabeleceram um conjunto de propostas destinadas à harmonização do tratamento prudencial aplicável aos serviços de pagamento, baseando-se, para tanto, no modelo de conglomeração já aplicável às instituições financeiras.

A partir da mudança, o Banco Central estendeu as exigências regulatórias hoje aplicáveis aos conglomerados de instituições financeiras àqueles conglomerados financeiros integrados por instituições de pagamento, resguardando-se, contudo, a aplicação de regras simplificadas aos conglomerados liderados por instituições de pagamento e não integrados por instituições financeiras.

A entrada em vigor das novas regras prudenciais ocorrerá a partir de meados de 2023, mas as exigências trazidas seguirão um calendário de implementação escalonada, com conclusão prevista para 2025.⁷⁵⁵

Segundo o Banco Central, o aprimoramento se tornou necessário diante da diversificação e sofisticação do segmento, desde o estabelecimento do marco legal das instituições de pagamento em 2013, referindo-se à Lei nº 12.865/2013.

Nesse processo, parte desse setor teria criado subsidiárias financeiras e passou a assumir novos riscos, sem requerimentos prudenciais proporcionais.

Assim, a regulação buscaria manter regras simplificadas para conglomerados liderados por IPs e não integrados por instituição financeira em função do seu baixo risco, mantendo a porta aberta a novos participantes nesse mercado, preservando tratamento simplificado e

⁷⁵⁴ BOMBANA, Lucas. Disputa de mercado entre bancos e *fintechs* seguirá aquecida em 2022. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/01/disputa-de-mercado-entre-bancos-e-fintechs-seguira-aquecida-em-2022.shtml?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=newsmmercado. Acesso em: 8 nov. 2022.

⁷⁵⁵ Nesse sentido, as entidades dos Tipos 2 e 3, como descritas nesse tópico, deverão promover ajustes prudenciais, que devem atingir os percentuais mínimos de 30% em 2023, 60% em 2024 e 100% em 2025.

requerimentos mais fáceis para novos entrantes, que tendem a trazer produtos e serviços inovadores ao mercado, como será mais bem detalhado no tópico a seguir.

3.5.2 Harmonização do tratamento prudencial aplicável às instituições de pagamento

Antes de fazer um breve apanhado das resoluções propostas como forma de equalizar o tratamento prudencial entre instituições de pagamento e instituições financeiras, é preciso entender suas diferenças subjacentes.

Grosso modo, o que diferencia uma instituição financeira de uma instituição de pagamento é o grau de discricionariedade que o primeiro tipo de organização, especialmente os bancos comerciais, têm ao fazer uso dos recursos financeiros que captam junto à poupança popular.

Enquanto os bancos têm relativa liberdade para aplicar esses recursos em diferentes instrumentos financeiros, realizar diferentes operações de crédito, e assim remunerar seu capital, as instituições de pagamento, necessariamente, só podem fazer aplicações em títulos públicos, sem possibilidade de alavancagem e com proibição de realizar empréstimos e, portanto, com rentabilidade menor que as instituições financeiras.

Tabela 3 – Principais Diferenças entre instituição financeira e de pagamento

| Principais Diferenças entre Instituição Financeira e de Pagamento | | | |
|--|---|--|---|
| | O que possibilitam ao cliente? | Como gerenciam os recursos depositados? | Quais são as garantias oferecidas? |
| Bancos | Pagamentos, transferências, limite de crédito | Aplicar em títulos públicos, manter o valor no BC, operações de crédito, aplicações financeiras diversas | Os recursos são protegidos pelo FGC até o limite de R\$ 250 mil por CPF ou CNPJ |
| Fintechs de pagamento (instituições de pagamento) | Pagamentos, transferências | Aplicar em títulos públicos ou manter o valor no BC | Os recursos não são protegidos pelo FGC, mas a lei protege o patrimônio dos clientes em caso de falência da instituição |

Fonte: Autoria própria.

Apesar de essas restrições regulatórias ensejarem menores riscos de quebra e de contágio sistêmico para as instituições de pagamento, e de todas as proteções legais submetidas aos recursos mantidos em contas de pagamento, os incumbentes passaram a encampar um discurso de assimetria regulatória entre bancos e *fintechs* (notadamente, as instituições de pagamento) diante do crescimento expressivo de algumas dessas empresas.⁷⁵⁶

Na visão deles, haveria assimetrias regulatórias que acabariam favorecendo tais concorrentes digitais, e que, portanto, deveriam ser endereçadas pelo órgão regulador, ao passo que as *fintechs* defendiam o conceito de proporcionalidade regulatória: “Não existem assimetrias. Existem regulações diferentes para serviços diferentes e exigências proporcionais ao tamanho de cada instituição o que, na nossa visão, é o correto”.⁷⁵⁷

Boa parte dessas *fintechs* de pagamento também passaram a atuar em outros segmentos do setor financeiro por meio de empresas subsidiárias, é verdade, como no mercado de crédito, despertando o olhar mais atento do regulador aos riscos incorridos por tais arranjos empresariais.

Pressionados por essa disputa e pelo crescimento de alguns grupos econômicos liderados por instituições de pagamento, em março de 2022, portanto, mais de um ano após o lançamento da Consulta Pública nº 78/2020, o Banco Central resolveu estabelecer novos requerimentos de capital para as instituições de pagamento compatíveis com aqueles submetidos às instituições financeiras.

Em suma, o novo regramento prudencial é baseado nos eixos seguintes:

a) Conglomerados prudenciais integrados por instituição de pagamento

O novo tratamento prudencial proposto pelo Banco Central brasileiro, consubstanciado nas Resoluções BCB nº 197, 198, 199, 200, 201 e 202, se aplica às instituições de pagamento proporcionalmente ao risco oferecido por elas.

A Resolução BCB 197 estabelece a classificação dos conglomerados prudenciais integrados por, ao menos, uma instituição que realize serviço de pagamento, bem como define

⁷⁵⁶ Vide: VERÇOSA, Haroldo Malheiros; PACHECO, Alexandre Sansone. Assimetria Regulatória no mercado financeiro – como equalizar as diferenças regulatórias entre bancos, Fintechs e *Big Techs*. *Migalhas*, 10 mar. 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/361126/assimetria-regulatoria-no-mercado-financeiro>. Acesso em: 27 out. 2022.

⁷⁵⁷ BOMBANA, Lucas. Disputa de mercado entre bancos e *fintechs* seguirá aquecida em 2022 cit.

as segmentações aplicáveis aos conglomerados prudenciais classificados como do Tipo 3, de modo a balizar a aplicação das regras prudenciais de acordo com o porte das instituições.

Para os fins da referida resolução são considerados serviços de pagamento: emissão de instrumento de pagamento pós-pago; emissão de moeda eletrônica; prestação de atividades de credenciador; e iniciação de transação de pagamento, ou seja, todas as atividades desenvolvidas pelas figuras reguladas infralegalmente como instituições de pagamento.

A classificação do conglomerado prudencial é dada a partir das seguintes tipologias, de acordo com o enquadrados nos Segmentos 2 (S2), 3 (S3), 4 (S4) ou 5 (S5), nos termos da Resolução BCB nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017.

Tipo 1: conglomerado prudencial cuja instituição líder seja instituição financeira ou outra instituição autorizada a funcionar pelo Bacen, sujeita à Lei nº 4.595/1964. Também será classificada no Tipo 1 a instituição financeira ou outra instituição autorizada a funcionar pelo Bacen que realize serviço de pagamento e não integre conglomerado prudencial;

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 Bacen;

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 Bacen, devendo este conglomerado ser enquadrado entre os segmentos S2, S3, S4 ou S5, considerando os seguintes parâmetros:

Tabela 4 – Parâmetros de classificação dos conglomerados prudenciais

| Parâmetros de classificação dos conglomerados prudenciais | |
|---|---|
| S2 | Conglomerados prudenciais de porte igual ou superior a 1% (um por cento) do Produto Interno Bruto (PIB). |
| S3 | Conglomerados prudenciais de porte inferior a 1% (um por cento) e igual ou superior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB. |
| S4 | Conglomerados prudenciais de porte inferior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB. |
| S5 | 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 de Referência Simplificado (PR _{S5}). |

Fonte: Resolução BCB nº 197

b) Aperfeiçoamento da qualidade do capital requerido

As novas regras trataram de aprimorar também o conceito de capital regulamentar aplicável às instituições de pagamento, de modo que as referidas instituições passem a deter maior capacidade de absorver riscos e perdas financeiras inesperadas.

c) Exigência de patrimônio de referência mínimo

O arcabouço normativo atual requer das instituições de pagamento a manutenção de patrimônio líquido ajustado pelas contas de resultado, levando-se em conta, para o seu cálculo, a natureza dos serviços de pagamento prestados pela instituição. Com a edição dos novos regramentos, o patrimônio líquido ajustado pelas contas de resultado passa a ser substituído pelo conceito de “patrimônio de referência”, o qual prevê um capital mínimo levando em consideração os ativos ponderados pelos riscos relacionados a cada tipo de atividade exercida pela instituição.

d) Requisitos específicos aos conglomerados do Tipo 1

Inicialmente, os conglomerados prudenciais enquadrados no Tipo 1, ou seja, liderados por instituições financeiras e integrados por instituição de pagamento, não sofrerão alterações.

No entanto, o Bacen sinalizou que remeterá ao CMN proposta de aprimoramento destinada a criar para os conglomerados de Tipo 1, segmentados entre S2 e S5, parcela adicional a ser considerada para o requerimento de capital e destinada ao tratamento das atividades de pagamento já estabelecida para os conglomerados de Tipo 3: a Parcela dos Ativos Ponderados pelo Risco de Serviços de Pagamento (RWASP), compreendendo as atividades de credenciamento, emissão de moeda eletrônica e iniciação de transação de pagamento.

e) Requisitos específicos aos conglomerados do Tipo 2

No Tipo 2 serão enquadrados os conglomerados liderados por instituição de pagamento e não integrados por instituições financeiras ou demais instituições autorizadas pelo Bacen, bem como as instituições de pagamento não integrantes de conglomerado prudencial. Em virtude das regras de segregação dos fluxos de pagamento, as exigências aplicáveis às entidades do Tipo 2 serão substancialmente mais simples do que aquelas atribuídas aos demais tipos, justamente por integrarem grupos econômicos menos complexos.

Contudo, essas entidades deverão manter patrimônio de referência que se destine a cobrir não somente os serviços de pagamento prestados, como ocorre até então, mas também

outras atividades exercidas que porventura venham a acarretar riscos (por exemplo, risco de crédito).

Sem prejuízo das exigências aqui delimitadas, caberá às entidades enquadradas no Tipo 2 a implementação de uma estrutura de gerenciamento de riscos capaz de identificar, mensurar, avaliar, monitorar, reportar, controlar e mitigar os riscos: operacional; de liquidez; de crédito; e demais riscos a que a instituição esteja exposta de maneira relevante.

f) Requisitos específicos aos conglomerados do Tipo 3

No Tipo 3 serão enquadrados os conglomerados prudenciais que tenham como líder uma instituição de pagamento e sejam integrados por instituição financeira ou demais instituições autorizadas pelo Bacen. A partir desta regulamentação pretende-se atribuir a esses conglomerados regras equivalentes àquelas aplicáveis aos conglomerados liderados por instituições financeiras e enquadrados no Tipo 1, dado que compostos por entidades que podem realizar as mesmas operações e, portanto, sujeitas a riscos similares.

g) Metodologia simplificada de cálculo de capital prudencial para conglomerados do Tipo 3

A Resolução BCB nº 201, por sua vez, define uma metodologia simplificada de apuração do patrimônio de referência aplicável aos conglomerados com perfil de risco simplificado, classificados como Tipo 3 e segmentados como S5.

Nesse sentido, poderão optar pela metodologia simplificada de apuração do patrimônio de referência os conglomerados prudenciais do Tipo 3 integrados por instituições financeiras ou demais autorizadas pelo Bacen que figurem como instituições não bancárias de atuação em concessão de crédito e instituições não bancárias de atuação nos mercados de ouro, de moeda estrangeira, ou como agente fiduciário (entendendo-se aqui como instituições não bancárias aquelas que não sejam autorizadas a captar depósitos à vista e que não adotem a expressão “banco” em suas denominações).⁷⁵⁸

⁷⁵⁸ O perfil de risco simplificado é configurado quando o conglomerado atende aos requisitos indicados no normativo, dentre os quais:

- (i) Ausência de operações sujeitas à variação no preço das ações, ressalvado o investimento em ações registrado no ativo permanente, em sistema mantido por bolsa de valores, com instrumento financeiro derivativo e de empréstimo de ativos;
- (ii) Ausência de aplicação em títulos de securitização de créditos, exceto as securitizações de menor risco;
- (iii) Ausência de operações compromissadas, exceto nas hipóteses definidas na Resolução BCB nº 201;

h) FIDCs integrantes de conglomerado prudencial e securitização de menor risco

Ademais, será admitida a adoção da metodologia simplificada ainda que presentes na estrutura os chamados “Fundos de Investimento em Direitos Creditórios” (FIDCs), contanto que estes atendam aos critérios que os classifiquem como securitização de menor risco, que são, cumulativamente, estabelecidos pela Resolução BCB nº 201.⁷⁵⁹

i) Facilitação da entrada de novos concorrentes

Por fim, segundo o regulador, para estimular a entrada de novos entrantes e, conseqüentemente, a inovação e concorrência, as novas regras facilitam o cumprimento do requerimento de capital para os novos modelos de negócio nos primeiros anos de operação.

Assim, após a autorização para operar pelo Banco Central, a IP entrante estará temporariamente dispensada de deduzir os ativos intangíveis do seu capital regulamentar. Essa dispensa será integral nos primeiros doze meses, e no montante de 50% dos ativos intangíveis nos doze meses subsequentes, e tem efeito incentivador porque uma característica das *fintechs* é o elevado investimento inicial em tecnologia, sistemas e softwares, que constituem importante parcela dos ativos intangíveis.

De acordo com o Banco Central, o novo tratamento prudencial se deveu ao fato de buscar a promoção da aplicação de forma consolidada do arcabouço prudencial aos

(iv) Ressalvada a aplicação em títulos de securitização de menor risco, exclusividade de aplicação em cotas de fundos de investimento que atendam aos requisitos do normativo;

(v) Não realização de determinadas atividades previstas na norma, tais como subscrição da emissão de títulos e valores mobiliários (TVM) para a revenda, intermediação da oferta pública e distribuição de TVM no mercado etc.;

(vi) Ausência de instrumentos autorizados pelo Bacen à composição do Capital Complementar ou do Nível II do Patrimônio de Referência do Conglomerado.

⁷⁵⁹ (i) Ser estruturado como FIDC com, no máximo, duas classes de priorização de pagamentos;

(ii) Ter seus ativos subjacentes referenciados em moeda nacional e compostos apenas por recursos de liquidez imediata e operações de crédito da mesma modalidade, em relação às linhas de empréstimo, financiamento ou instrumento representativo, e originadas apenas por instituição que integre o conglomerado prudencial, vedada a ressecuritização;

(iii) Ter seus ativos subjacentes e suas quotas subordinadas aderentes aos demais critérios de identificação de perfil de risco simplificado estabelecidos na Resolução BCB nº 201 e não destinados à revenda, obtenção de benefício decorrente dos movimentos de preços efetivos ou esperados, ou realização de arbitragem.

(iv) Adicionalmente, os conglomerados optantes pela metodologia simplificada estarão sujeitos à implementação de estrutura simplificada de gerenciamento de riscos, destinada a identificar, mensurar, avaliar, monitorar, reportar, controlar e mitigar o risco operacional, o risco de liquidez, o risco de crédito, o risco social, o risco ambiental, o risco climático e os demais riscos a que o conglomerado prudencial esteja exposto de maneira relevante.

conglomerados liderados por instituições de pagamento, para a “adequada captura de todos os riscos incorridos pelas instituições desse tipo de grupo econômico”.⁷⁶⁰

É importante ressaltar que, nos termos da Lei nº 12.865/2013, as IPs são reguladas pelo BCB, conforme diretrizes estabelecidas pelo CMN. A regulação atualmente em vigor, até o momento, não prevê a aplicação do regramento prudencial de forma consolidada, a um conglomerado prudencial formado a partir de controle exercido por instituição de pagamento.⁷⁶¹

Já no caso das instituições autorizadas sujeitas à Lei nº 4.595/1964 ou à Lei nº 10.194/2001, como as instituições financeiras de diferentes modalidades, que são abarcadas pelo arcabouço regulatório emitido pelo CMN, a regulamentação vigente estabelece requerimentos prudenciais para o conglomerado.⁷⁶²

Assim, a aplicação de um arcabouço prudencial ao conglomerado formado a partir de controle exercido por uma instituição de pagamento, segundo o Banco Central, seria essencial para monitorar os eventuais riscos a que estariam sujeitas as instituições de pagamento no Brasil.

Para o regulador, outro ponto central dos novos regramentos advindos da Consulta Pública nº 78/2020 é o princípio de aplicar o mesmo tratamento prudencial a uma exposição, independentemente da natureza do agente que a assuma, e da forma de organização societária do conglomerado, seguindo, porém, critérios de proporcionalidade.⁷⁶³

Para os fins do presente trabalho é importante assinalar, contudo, que os próprios reguladores financeiros internacionais apontam que mais importante que o tamanho dos

⁷⁶⁰ Para mais informações, vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Exposições de motivos das referidas normas, disponíveis em: https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/202253/VOTO_DO_BC_53_2022-BCB_Dinor-Numerado_Manualmente.pdf. Acesso em: 8 nov. 2022.

⁷⁶¹ Ibidem.

⁷⁶² BANCO CENTRAL DO BRASIL. Exposições de motivos das referidas normas cit.

⁷⁶³ Segundo a Exposição de Motivos da Resolução BCB nº 201: “No ECP 78 não havia previsão de um conglomerado do Tipo 3 optar pelo enquadramento no S5 em virtude da regulamentação vigente. I vedar que conglomerados integrados por IP utilizem o Regime Prudencial Simplificado (RPS). No entanto, quando as atividades de pagamento são realizadas por instituição financeira enquadrada no S5, sem a constituição de uma subsidiária de pagamentos, a opção pelo RPS é permitida. 7. Assim, proponho a edição de resolução BCB de modo a permitir que conglomerados do Tipo 3 também possam optar pelo enquadramento no S5, desde que atendidas as regras de porte e de perfil de risco simplificado para enquadramento nesse segmento. A propósito, durante o processo de consulta pública (ECP 78), o BCB recebeu várias sugestões no sentido de possibilitar o referido enquadramento, tendo em vista que a constituição de instituição financeira autorizada a realizar operações de crédito tem sido a evolução natural das IPs na diversificação de suas atividades. A nova regra, se aprovada, entrará em vigor em 1º de janeiro de 2023”.

conglomerados financeiros, é a interconectividade entre eles em nível global, o que pode conduzir a um efeito de contágio extremamente rápido, como aconteceu na Crise de 2008.⁷⁶⁴

Nesse sentido, os riscos incorridos pela eventual quebra de algumas *fintechs*, motivo de preocupação de ajustes na regulação setorial, decorrente, sobretudo, do crescimento de algumas poucas delas no Brasil, bem como em função da diversificação do seu portfólio de produtos, não configuraria, por si só, um fator sistêmico relevante nesse momento.⁷⁶⁵

Por ainda se tratar de um mercado em desenvolvimento no país, é esperado que haja um processo de consolidação com grande possibilidade que algumas *fintechs* venham a desaparecer ao longo do caminho, sem que isso signifique, necessariamente, um evento de proporções sistêmicas.⁷⁶⁶

Obviamente, não se está dizendo que esse segmento não seja capaz de alcançar patamar de relevância sistêmica, tampouco que os reguladores financeiros, no Brasil e no mundo, não devam monitorar seu crescimento de perto, eventualmente adequando os parâmetros regulatórios a depender dos riscos percebidos.

Entretanto, no caso atual do mercado brasileiro de *fintechs*, notadamente de instituições de pagamento, a maior parte delas ainda configuram empresas de pequeno porte, e mesmo as maiores não possuem parcela significativa de mercado, em comparação com as instituições incumbentes, em qualquer mercado relevante analisado.⁷⁶⁷

Logo, importante levar em consideração que o tratamento prudencial, antes de resguardar a solidez dessas instituições, não deve acabar por elevar demasiadamente as

⁷⁶⁴ O Financial Stability Board (FSB) e alguns dos principais países do mundo adotaram o conceito de instituições financeiras sistemicamente relevantes (SIFI – Systemically Important Financial Institutions) e criaram novas estruturas regulatórias visando fazer frente ao problema do “*too big to fail*” e do risco moral. As reações normativas do pós-crise de 2008 focaram suas atenções em evitar que instituições financeiras tradicionais repetissem os excessos anteriormente cometidos. Houve a criação do rótulo “instituição financeira sistemicamente importante” como categoria diferenciada a merecer acompanhamento mais próximo e cuidadoso mediante a imposição de medidas regulatórias adicionais. Vide: MAGNUSON, William. *Regulating Fintech* cit., p. 1169; MAGNUSON, William J. *Financial regulation in the bitcoin era* cit.

⁷⁶⁵ *Ibidem*.

⁷⁶⁶ MAGNUSON, William J. *Financial regulation in the bitcoin era* cit.

⁷⁶⁷ Segundo o Fintech Report 2022 da plataforma de inovação e dados “Distrito”, atualmente o número total de *fintechs* no Brasil é de 1.289 empresas, em sua maioria startups. Entre as mais relevantes, as empresas Nubank, C6 Bank, Stone e Picpay. É possível perceber que dentre as principais categorias do relatório, há um destaque para os bancos digitais (como Nubank e C6 Bank) que, embora já possuam uma base grande de clientes, não possuem fatia e mercado significativa frente aos cinco principais bancos do país. Para mais informações, vide: <https://materiais.distrito.me/mr/fintech-report>; e <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17744/nota> (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2018 cit.).

barreiras à entrada, de modo a sufocar a inovação e a competição, que também se configuram como ferramentas disciplinadoras da conduta dos agentes econômicos no mercado.

3.6 Os dilemas de estabelecer uma regulação financeira pró-competitiva frente ao surgimento das *fintechs* no mercado de meios de pagamento

Apesar do mercado brasileiro de meios de pagamento ter apresentado um crescimento contínuo na última década, inegavelmente estimulado por uma regulação pró-competitiva dos órgãos reguladores, o setor ainda é marcado por uma presença massiva de empresas de tecnologia de pequeno porte (*startups*), sem maiores participações de mercado, além dos agentes tradicionais da indústria financeira, detentores das maiores participações de mercado, como visto no primeiro e segundo capítulo desse trabalho.

Ainda que o Banco Central tenha pavimentado, e até estimulado, o surgimento dessas companhias, a maior parte delas sequer chega a desafiar o poder de mercado instalado pelos incumbentes no nicho de pagamentos.

Em um mercado bancário de concentração relevante, como é o caso brasileiro, essa informação importa na medida em que o entrelaçamento do mercado de meios de pagamento com as instituições financeiras segue significativo, considerando, a participação de mercado, sobretudo, das principais credenciadoras do país, que fazem parte de conglomerados financeiros liderado por grandes bancos comerciais no Brasil.

Joshua Macey, analisando o mercado de pagamentos norte-americano (que possui grandes semelhanças com o mercado brasileiro) apregoa que haveria um dilema inevitável entre regulamentações que reduziriam o risco para o sistema financeiro e aquelas que recusariam o poder de mercado das empresas que controlam a infraestrutura de pagamentos nos Estados Unidos.⁷⁶⁸

Segundo o autor, esse dilema resultaria de uma combinação de três fatores: primeiro, como visto, o mercado de meios de pagamentos é caracterizado por grandes efeitos de rede e economias de escala, características concentradoras do modelo de plataformas.

⁷⁶⁸ MACEY, Joshua. *The payments trilemma*. Chicago University, 2022. p. 1-33. [no prelo].

Em segundo lugar, a maioria dos sistemas de pagamentos modernos fica no topo de uma rede interbancária de atacado (mercado interbancário) que é dominada pelos grandes bancos do país.

Terceiro, os novos sistemas de pagamentos só podem competir com essa rede interbancária controlada pelos bancos, apenas se não forem obrigados a colocar suas plataformas em camadas sobre a infraestrutura existente deles.

Logo, necessariamente o sistema posto pelas *fintechs* nos EUA, semelhante ao que ocorreu no Brasil, teria que operar fora da rede de segurança financeira para gerar competição, podendo ficar vulnerável e, conseqüentemente, sujeito às corridas desestabilizadoras.

Com efeito, um regime regulatório que obrigue as *fintechs* de pagamentos a operar, de saída, dentro do perímetro regulatório bancário, no caso norte-americano, consolidaria o poder de mercado das instituições financeiras [que controlam a infraestrutura de pagamentos interbancários], enquanto a permissão para que atuem fora do perímetro regulatório e, conseqüentemente, promovam concorrência, poderia introduzir, potencialmente, uma nova fonte de risco sistêmico.⁷⁶⁹

O que se interroga no presente trabalho, contudo, é justamente se as *fintechs*, em sua maioria, teriam tamanho suficiente, seja em base em usuários, em número de transações ou recursos financeiros mantidos em contas de pagamento, para se constituir como fonte de risco sistêmico, tão maior que aqueles mapeados para os grandes bancos, que operam não apenas redes de pagamento, mas também realizam empréstimos e criam moeda.

Para Dan Awrey, a rede de segurança financeira nos EUA conferiu aos bancos uma clara e óbvia vantagem comparativa na emissão de passivos monetários, e em relação a quaisquer outras empresas do setor.⁷⁷⁰

Especificamente, enquanto a rede de segurança financeira serve para isolar os depositantes das conseqüências econômicas da falência de seu banco, os detentores de outros passivos monetários, que não são instituições financeiras, estão sujeitos aos estritos requisitos

⁷⁶⁹ MACEY, Joshua. *The payments trilemma* cit., p. 18.

⁷⁷⁰ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 34.

substantivos e processuais da lei geral de falências (e não ao regime falimentar diferenciado a que se submetem os bancos).⁷⁷¹

Como resultado, se uma instituição financeira falir, é muito provável que o depositante receba seu dinheiro de volta rapidamente. Mas se uma *fintech*, ou qualquer empresa depositante, fora do perímetro regulatório falir, em tese, poderia levar anos para o recebimento do dinheiro, na melhor das hipóteses.

Para o autor, em última análise, essa é a diferença entre “dinheiro bom e dinheiro ruim” (*bad money and good money*), porque, apesar de todas as deficiências manifestas da rede de pagamentos norte-americana, os depósitos bancários continuam a constituir a grande maioria da oferta monetária.⁷⁷²

Em que pese no Brasil as maiores credenciadoras de pagamento sejam empresas detidas pelos grandes bancos atuantes no país, como salientado, a rede de pagamentos por onde transitam as transações de varejo no país não é detida pelos bancos, sendo uma infraestrutura pública e aberta, criada e gerida pelo Banco Central, por meio do Sistema de Transferência de Reservas (STR) e, mais recentemente do Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) onde opera o Pix.

Por conta disso, diferente do cenário norte-americano, a regulação do mercado de pagamentos brasileiro, proposta pelo Banco Central, sobretudo, a partir das mudanças introduzidas pela Lei nº 10.214/2001 e da Lei nº 12.865/2013, permitiu, de forma menos atritante com os incumbentes e mais segura junto à rede do SFN, o florescimento da concorrência, inclusive, sem abrir mão de determinar obrigações de supervisão dos entrantes.

Com essa abordagem, o regulador brasileiro colaborou para que o aparente dilema entre promover competição e gerar novas fontes de risco sistêmico fosse parcialmente mitigado e monitorado, ao permitir que o ônus regulatório de determinadas obrigações infralegais fossem exigidos somente após o crescimento de determinados provedores de serviços de pagamento.

Embora a relação espinhosa entre concorrência, eficiência e resiliência no setor financeiro esteja longe de apontar soluções únicas, a abordagem inovadora da regulação pró-competitiva do Bacen e do CMN foi decisiva para o estímulo à competição no mercado de

⁷⁷¹ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 34.

⁷⁷² *Ibidem*.

meios de pagamento, simbolizando um instrumento para endereçar possíveis falhas e omissões regulatórias no nicho de pagamentos.

No setor financeiro, o desafio essencial da política regulatória ao remover obstáculos legais que atrapalhem a criação de concorrência efetiva, é que esses obstáculos, e especificamente, a rede de segurança financeira (*financial safety net*), também desempenham uma função socialmente importante, ao reduzir a probabilidade e o impacto de falências bancárias no mercado, e impedir que elas se metastatizem em crises financeiras mais amplas e destrutivas.⁷⁷³

Por esta razão, há décadas a sabedoria convencional tem sido que nivelar o campo de jogo legal (*level legal playing field*) representaria uma séria ameaça à estabilidade monetária e financeira.⁷⁷⁴

O dilema resultante é agravado pelo fato de que, para eliminar potenciais problemas de risco moral, os formuladores de políticas públicas deveriam expandir o perímetro da regulação financeira para abranger o surgimento dos novos mercados, instituições e tecnologias, o que, por sua vez, apresentaria uma série de desafios tecnocráticos.⁷⁷⁵

Inicialmente, o que os estudos levam a crer é que, para endereçar os desafios contemporâneos decorrentes da “oportunidade *fintech*”, os formuladores de políticas pública deveriam demarcar os limites ideais do perímetro regulatório expandido: identificar o universo de mercados, instituições e atividades que devem se enquadrar no escopo do objeto das estruturas regulatórias relevantes.

Foi o que fez o Banco Central do Brasil, ao regular as instituições de pagamento, definindo quatro modalidades específicas de entidades e de licença de autorização, sendo a última delas justamente o modelo de negócio capitaneado por algumas *bigtechs*, que iniciam a transação de pagamento, mas não detêm em nenhum momento os recursos financeiros em movimentação.

⁷⁷³ “At one end of the policy spectrum, eliminating the financial safety net could undermine public confidence in banks, precipitating correlated depositor runs, draining money from the banking system, and ultimately triggering a generalized contraction in the money supply. At the other end, expanding this safety net beyond the conventional banking system could generate moral hazard problems, thus sowing the seeds of future financial and monetary instability” (AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 34).

⁷⁷⁴ STERN, Gary. Government Safety Nets, Banking System Stability, and Economic Development. Speech to the *Conference on Monetary and Financial Markets in Asia: A Challenge to Asian Industrialization* (1997), <https://www.minneapolisfed.org/speeches/1997/government-safety-nets-banking-system-stability-and-economic-development>.

⁷⁷⁵ Vide: ARMOUR, John *et al.* *Principles of financial regulation* cit., p. 212.

A doutrina aponta que, estabelecido esse limite, a política regulatória deve, então, projetar e implementar regras que sejam funcionalmente equivalentes às estruturas regulatórias existentes, e ainda, especificamente, adaptadas aos modelos de negócios exclusivos desses novos mercados, instituições e atividades.⁷⁷⁶

Ao fundo, há uma disputa de argumentos e entendimentos sobre o papel e a relevância do direito na configuração dos sistemas financeiros.

A primeira linha argumentativa está associada ao paradigma da “*Law and Finance School*”, onde o papel central do direito seria apenas organizar as relações contratuais em torno de garantias aos investidores.⁷⁷⁷

Esse paradigma dialoga com a doutrina posta por Stigler, ao indicar que a garantia da execução de contratos complexos são fundamentais para o funcionamento dos mercados financeiros. O referido autor pondera, contudo, que essas prerrogativas não são suficientes e que, nesse sentido, seriam necessárias formas mais amplas de garantias de boa governança do sistema, desempenhado pelas leis e pela regulação financeira.⁷⁷⁸

Em crítica aos paradigmas centrais da “*Law and Finance School*”, Katharina Pistor aponta que as análises de mercado construídas com centro na proteção ao investidor reduzem a complexidade do objeto estudado, ao colocar em segundo plano a miríade de regras necessárias de governança e regulação para cada variável do mercado, priorizando a necessidade de se proteger um modelo de ideal de eficiência, em oposição às mais diversas expressões que devem ser comparadas.⁷⁷⁹

Assim, a *Legal Theory of Finance* preconizada por Pistor, em sentido oposto, incorpora em sua construção lógica duas premissas externas ao direito, mas que ao mesmo

⁷⁷⁶ AWREY, Dan. *Unbundling Banking* cit., p. 47.

⁷⁷⁷ LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., e SHLEIFER, A. *Law and Finance. Journal of Political Economy*, 106(6), p. 1113-1155, 1998.

⁷⁷⁸ STIGLER, Joseph. A teoria da regulação econômica. In: MATTOS, P. (Ed.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Editora 34, 2002. p. 34.

⁷⁷⁹ Ao contrário da economia neoclássica, a *Legal Theory of Finance*, ou teoria jurídica das finanças, nos termos propostos por Katharina Pistor, confere lugar de destaque à especificidade histórica das instituições, se afastando dos projetos em torno da teoria do equilíbrio geral. Nessa linha, Katharina Pistor assevera que, mesmo boas garantias contratuais asseguradas pelos ordenamentos jurídicos, podem reforçar a instabilidade sistêmica quando acionadas simultaneamente em momentos de incerteza e restrição de liquidez. Logo, se todos os titulares de depósitos em banco ou investidores de fundos de mercado de alta liquidez exigirem seus créditos simultaneamente, o sistema construído em torno da transformação de maturidade deve colapsar. Para uma visão mais aprofundada, vide: PISTOR, Katharina. *Towards a Legal Theory of Finance. ECGI Working Paper Series in Law*, n° 196, p. 12, 2013.

tempo são juridicamente relevantes, que são a incerteza e a volatilidade da liquidez, que contribuem para caracterizar um sistema financeiro, inerentemente, instável.⁷⁸⁰

Dessa forma, se, por um lado, a garantia jurídica é fundamental para a validação e segurança do mercado, por outro, a elasticidade da regulação é o que garante a sua sobrevivência nos momentos de crise, em que incerteza e restrição de liquidez levam os governantes e reguladores a fazerem escolhas politicamente sensíveis para preservar o sistema.

Com efeito, embora os formuladores de políticas públicas devam tentar isolar e preservar a estrutura do sistema financeiro dos efeitos corrosivos da arbitragem regulatória, é preciso ter em mente que novas regras super onerosas simplesmente incentivarão os participantes do mercado a transferir seus negócios (e riscos) para fora do perímetro regulatório.⁷⁸¹

Ademais, com o advento das *fintechs* e *bigtechs* transformando os contornos tradicionais do setor financeiro, os reguladores financeiros também precisam se atentar ao fenômeno da desconexão regulatória – onde o rompimento entre o arcabouço normativo-regulatório existente, em face da nova realidade trazida pela inovação, exige da autoridade a capacidade de identificar a eventual necessidade de promover a reconexão regulatória, sob pena de se manter em vigência regras obsoletas e incompatíveis com a nova dinâmica de mercado.⁷⁸²

Nesse sentido, cumpre destacar que a desconexão regulatória se conecta a outros dois fenômenos que interagem: o descompasso regulatório (*spacing problem*) e o tempo regulatório (*timing problem*) que se trata, respectivamente, do intervalo de tempo entre o momento em que se evidencia a desconexão regulatória e a consequente resposta do regulador, além da análise relativa ao momento certo para intervir, caso se decida intervir.⁷⁸³

Esses dois fenômenos somados, ensejadores da desconexão regulatória, podem ser considerados como os principais desafios regulatórios postos pela inovação tecnológica

⁷⁸⁰ PISTOR, Katharina. *Towards a Legal Theory of Finance* cit., p. 12.

⁷⁸¹ *Ibidem*.

⁷⁸² FORD, Cristie. *Innovation and the state: finance, regulation, and justice*. New York: Cambridge University Press, 2017. p. 166-167: “Because we are concerned with the regulatory implications of seismic innovations, however, its disruptiveness to other market players is less central here than its relationship to regulation, including its potentially disruptive effect on regulatory capacity”.

⁷⁸³ *Ibidem*.

disruptiva contemporânea, especialmente no setor financeiro, que geram, por consequência, novas ponderações e dúvidas acerca de suas eventuais repercussões sistêmicas.⁷⁸⁴

Outrossim, é preciso que os formuladores de políticas no setor financeiro reconheçam que projetar e calibrar novas estruturas regulatórias é algo, de saída, genuinamente difícil, e exige que os reguladores naveguem por lacunas e incertezas significativas quanto às informações, buscando antecipar possíveis consequências não intencionais, o que, na maioria das vezes, os força a equilibrar objetivos regulatórios concorrentes e/ou divergentes.⁷⁸⁵

Para alcançar um determinado objetivo, o regulador deve optar por um conjunto de técnicas e soluções que compõem a estratégia regulatória.

Baldwin e Cave identificam a tradicional técnica do “comando e controle” como uma das principais vertentes regulatórias, cuja essência é a determinação de padrões normativos estritos de controle a serem observados, e que uma vez descumpridos darão ensejo à aplicação de sanções, inclusive criminais.⁷⁸⁶

É comum que, sob essa estratégia regulatória, se exija algum tipo de licença ou autorização para funcionamento e que o acompanhamento das atividades executadas envolva, não só a qualidade dos produtos ou serviços ofertados, como também inclua a alocação de recursos e investimentos por parte dos atores privados, política de preços praticada e a margem de lucro permitida.⁷⁸⁷

A crítica à rigidez da estratégia de comando e controle, contudo, deu ensejo ao surgimento de técnicas alternativas, menos restritivas e pautadas em formas mais flexíveis de regulação.

⁷⁸⁴ KAAL, Wulf A.; VERMEULEN, Erik P. M. How to regulate disruptive innovation – from facts to data. *Jurimetrics*, v. 57, p. 169-210, 2017, p. 13. MOSES, Lyria Bennett. Recurring dilemmas: the law’s race to keep up with technological change. *University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy*, v. 7, p. 239-286, 2007, p. 265: “Rules are devised in a particular technological context, with explicit and implicit assumptions as to what is possible. [...] Technological change may render existing rules obsolete or less useful for different reasons: (1) the conduct that was targeted by the rule may have been replaced with new forms of conduct [...]; (2) the invention and diffusion of new technologies may change the underlying facts that had justified some legal rules [...]; (3) the availability of new technologies may alter the cost of violating and enforcing legal rules”.

⁷⁸⁵ *Ibidem*.

⁷⁸⁶ BALDWIN, R., & Cave, M. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice* cit., p. 18-35.

⁷⁸⁷ *Ibidem*.

Trubek e Trubek identificam que o uso de novas abordagens e técnicas mais flexíveis criou um sistema de governança alternativa, nomeado como “*new governance*” como sendo caracterizada pela experimentação, pelo fomento à participação de atores variados, pelo incentivo a normas flexíveis e parâmetros revisáveis, uso de experiências comparadas, assim como pelo recurso a indicadores e mecanismos de revisão pelos pares como parâmetros para garantia da legitimidade democrática.⁷⁸⁸

Abordagens regulatórias mais flexíveis, no entanto, podem se somar às tradicionais, resultando em um formato híbrido, onde cada um dos padrões integra, de forma interdependente, uma dimensão dentro do sistema, em novo formato de expressão do direito, coexistindo de formas paralelas para alcançar o mesmo objetivo, em regime de complementaridade.⁷⁸⁹

Destarte, o processo regulatório de padrão híbrido descrito pelos autores pode conter mecanismos de governança alternativa que permitam soluções flexíveis contidas dentro de uma rede de proteção jurídica.⁷⁹⁰

A rede é uma garantia rígida, ao estilo “comando e controle”, direcionada a proteger os titulares de direitos, que podem acioná-la de forma adversarial nos casos em que o processo de governança alternativa não seja efetivo. Os padrões de flexibilidade da *new governance* permitem a reversibilidade e adaptação da regulação aos objetivos e atores envolvidos.

Trubek e Trubek alertam, contudo, que esses padrões podem tanto fomentar a proteção social mais efetiva, como servir de “cortina de fumaça que obscurece a desregulação e o abandono dos compromissos [sociais]”.⁷⁹¹

Pires indica que a margem de escolha do governo e do regulador não deve ser rechaçada *a priori*, ou compreendida necessariamente como uma distorção da vontade do legislador, mas sim integrada como uma variável endógena ao processo regulatório, que deve

⁷⁸⁸ TRUBEK, David M.; TRUBEK, Louise G. *New Governance and Legal Regulation: Complementarity, Rivalry or Transformation*. *SRRF*, p. 13-36, 2006.

⁷⁸⁹ *Ibidem*.

⁷⁹⁰ *Ibidem*.

⁷⁹¹ A literatura que associa a governança alternativa a experiências regulatórias exitosas trata a margem de discricionariedade na formulação e aplicação da regulação como um fator necessário e que está presente tanto na coordenação institucional em países desenvolvidos, quanto no contexto de restrições e dificuldades de monitoramento nos países em desenvolvimento (*Ibidem*).

ser administrada em arranjos organizacionais que permitam aferir a performance da atuação do poder público dentro dessa margem.⁷⁹²

Logo, tomadas dentro de um contexto de informação imperfeita e conflitos distributivos graves, as diferentes opções de organização da ação regulatória são fundamentais para garantir o cumprimento do compromisso social que deu origem a uma determinada exigência de política regulatória ou procedimento.⁷⁹³

Tendo em vista que a regulação financeira e de pagamentos visa, precipuamente, a solidez da rede financeira e dos sistemas de pagamento, e que a política de defesa da concorrência visa, essencialmente, coibir o abuso do poder econômico e resguardar a competitividade em determinada estrutura de mercado, não é difícil perceber que, muitas vezes, esses objetivos aplicados conjuntamente serão conflitantes.

Por conseguinte, novas abordagens regulatórias se fazem necessárias de forma a estruturar e sistematizar processos e métodos de análise de risco, com mecanismos permanentes de troca, fazendo com que a incerteza se transforme em risco objetivamente

⁷⁹² A discricionariedade da burocracia que integra os órgãos reguladores é compreendida, nesses termos, fora da dimensão liberal de controle pré-ordenado da administração em que o direito limita a margem de atuação do governo para preservar uma burocracia impessoal e supostamente sem preferências. Para mais informações, vide: PIRES, Roberto. Beyond the fear of discretion: Flexibility, performance, and accountability in the management of regulatory bureaucracies. *Regulation & Governance*, n. 27, p. 17, 2010.

⁷⁹³ Pires identifica casos em que a ação regulatória de fiscalização não se ateu ao confinamento de uma interpretação estrita em relação à vontade do legislador. O autor classifica duas abordagens organizacionais que permitem administrar parâmetros para capacidade e competência no exercício responsável da discricionariedade regulatória administrativa. A primeira abordagem é centrada na “New Public Management” (NPM), ou nova administração pública, que ganhou força principalmente ao longo dos anos 1990 como resposta ao processo de gradativa precarização da capacidade de ação governamental. A NPM está calcada na ideia de que há um principal – sociedade, eleitorado, parlamentares e governantes eleitos – que determina os objetivos e metas concretas a serem perseguidas pelo agente – os órgãos governamentais, a burocracia. As reformas associadas à NPM têm como marca comum tanto (a) um caráter descentralizador, quanto (b) a privatização de funções públicas seguida pelo controle concorrencial e (c) o uso de incentivos financeiros para que a administração alcance as metas e indicadores determinados. De forma alternativa, a abordagem da “Experimental Governance” (EG), ou governança experimental, aproxima a dimensão da formulação da política à esfera da sua implementação, de forma crítica à separação estanque entre principal e agente, base da NPM. As reformas associadas à EG não estão centradas em regimes de incentivos para atingir metas, mas sim em determinar as formas como os atores podem interagir, assimilar o que precisa ser feito e construir o processo. Evidências indicam que a realidade da ação governamental no Brasil caminhou do primeiro para o segundo paradigma entre os anos 1990 e a primeira década de 2000 – ainda que coexistam dentro dos mesmos órgãos, desempenhando funções similares ou diferentes (PIRES, Roberto. Beyond the fear of discretion cit.).

calculado, permitindo, com isso, uma melhor tomada de decisões regulatórias, ao mesmo tempo, que se preserva um grau tal de liberdade, capaz de não inibir a inovação.⁷⁹⁴

Nessa toada, o surgimento de uma inovação tecnológica traz consigo não apenas a questão referente à necessidade de regulá-la, mas também reflexões acerca do modo como se encaixa na moldura legal e regulatória já existente.

Em outras palavras, é preciso avaliar se a reconexão regulatória se dará por meio de acomodação daquela inovação nas normas regulatórias vigentes, ou se, ao contrário, será necessário criar uma nova regulação específica ou alterar uma norma já existente, de forma a atender uma nova demanda regulatória desencadeada pela inovação.⁷⁹⁵

Nesse contexto, resta patente que um dos grandes desafios dos reguladores se refere a como responder às inovações tecnológicas que não se adequem à estrutura regulatória existente, e, por conta disso, Nathan Cortez afirma que a inovação acarreta o efeito disruptivo na própria estrutura regulatória, dando ensejo à uma espécie de “disrupção regulatória”, segundo a qual, o alvo da disrupção é o próprio arcabouço normativo, e não apenas o mercado regulado em que tal inovação se manifesta.⁷⁹⁶

O desafio da conexão regulatória, portanto, é um dos aspectos relacionados ao dilema da inovação, e especialmente aqui, da inovação no setor de pagamentos advindo da “oportunidade *fintech*”, haja vista a potencial incompatibilidade entre o ferramental legal e regulatório existente e em vigor, e as inovações tecnológicas surgidas em momento posterior, requerendo, portanto, constante reconexão regulatória.⁷⁹⁷

⁷⁹⁴ Para mais informações sobre desconexão regulatória e a incerteza, ver: MOSES, Lyria Bennett. Recurring dilemmas: the law’s race to keep up with technological change. *University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy*, v. 7, p. 248, 2007: “There are four main reasons why advocates may urge legal change as a response to technological change, namely: (A) The Need for Special Laws. There may be a need to regulate certain new forms of conduct using new, specially tailored, laws. In some cases, it may even be appropriate to ban a particular technology or particular applications of that technology. Alternatively, there may be proposals to mandate or encourage a new activity. (B) Uncertainty. The law may be uncertain as it applies to new forms of conduct. In other words, it may not be clear whether such conduct is commanded, prohibited, or authorized. Existing legal rules may need to be clarified. (C) Over-inclusiveness and Under-inclusiveness. Where existing legal rules were not formulated with new technologies in mind, those rules may inappropriately include or exclude new forms of conduct. (D) Obsolescence. Some existing legal rules may be justified, explicitly or implicitly, on the basis of a premise that no longer exists”.

⁷⁹⁵ Ibidem.

⁷⁹⁶ CORTEZ, Nathan. Regulating disruptive innovation. *Berkeley Technology Law Journal*, v. 29, p. 175-228, 2014, 183.

⁷⁹⁷ MOSES, Lyria Bennett. *How to think about law, regulation and technology*: problems with ‘technology’ as a regulatory target. *Law, Innovation and Technology*, v. 5, p. 1-20, 2013, p. 7.

Tal fenômeno se apresenta quando uma nova tecnologia ocupa um vazio regulatório (como é o caso dos ativos virtuais e moedas digitais), como também quando tecnologias antigas são aprimoradas e sofrem modificações que vão além das premissas contempladas pelos seus regimes regulatórios (tal como as plataformas de *peer to peer lending* e *equity crowdfunding*).⁷⁹⁸

Destarte, a partir da ocorrência da disrupção regulatória, o mais usual é ocorrer o que a literatura chama de “*square peg in a round hole situation*”, ou seja, a tentativa de compatibilizar a regulação já existente (potencialmente obsoleta e/ou incompatível) com uma inovação tecnológica que possivelmente exige uma atualização e/ou renovação do arcabouço normativo-regulatório estatal.⁷⁹⁹

Nesse cenário, o direito se vê desafiado diante dos desarranjos institucionais promovidos pela evolução tecnológica.

E, uma vez que o direito não é prospectivo, sua tendência natural é procurar compatibilizar a solução das novas questões dentro do seu próprio arcabouço de institutos.⁸⁰⁰

Diante desses desafios, o ideal é que o regulador tenha capacidade de identificar o fenômeno inovador e seu potencial disruptivo, realizar um estudo técnico sobre suas características, os novos riscos e eventuais benefícios relacionados, e, por fim, determinar a eventual necessidade de adaptar a regulação existente ou, ainda, de criar uma regulação inteiramente nova. Com isso, supera-se o estado de desconexão regulatória, e caminha-se para a reconexão regulatória entre o arcabouço normativo existente e o mundo real que o desafia.

Apesar da solução ideal apontada, tão importante quanto dar efetividade à reconexão regulatória, contudo, é realizá-la a tempo preciso e de modo tempestivo, de modo a se

⁷⁹⁸ COGLIANESE, Cary (Org.). *Achieving regulatory excellence*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2017, p. 139: “Innovations that are quickly implemented in the business world often move slowly into the government realm”. Ver também: COGLIANESE, Cary. The challenge of regulatory excellence. In: COGLIANESE, Cary (Org.). *Achieving regulatory excellence*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2017. p. 7-8.

⁷⁹⁹ LILIENTHAL, Julian Friedrich. *Peer to peer lending and financial inclusion in Brazil: a case study*. São Paulo: FGV – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 31.

⁸⁰⁰ Essa é a postura mais cômoda, pois não envolve atuação e análise efetiva sobre a real necessidade de se proceder a uma adaptação. Por outro lado, a atividade que passa a ser desempenhada de forma distinta em virtude de um processo inovador corre o risco de ser submetida a normas regulatórias incompatíveis, ultrapassadas e obsoletas. A desconexão regulatória, dentro desse cenário, se perpetua. Vide: BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara. Por que, quando e como regular as novas tecnologias? Os desafios trazidos pelas inovações disruptivas. *Revista de Direito Administrativo*, v. 273, 2016. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/66659>. Acesso em: 20 jan. 2022.

observar o *timing* adequado e mitigando-se, ao máximo, o descompasso regulatório (*pricing problem*).⁸⁰¹

A velocidade e a aceleração crescente das inovações tecnológicas encurtou os ciclos de inovação nos mais variados setores e mercados, a exemplo do setor financeiro, onde lapso temporal entre as novidades trazidas pelas *fintechs* e a respectiva resposta regulatória, só aumentou.

Com efeito, o *timing* regulatório em um ambiente de crescente inovação passou a ser uma importante preocupação dos reguladores.⁸⁰²

Nesse contexto, os problemas do *timing* e do descompasso regulatório podem ser refletidos sob os prismas do “vácuo regulatório” e da “desconexão regulatória”, propriamente.⁸⁰³

No primeiro prisma, a inovação atua em um vácuo jurídico, um buraco regulatório, e o regulador precisa decidir qual o melhor momento para intervir ou regular, caso decida assim agir.

A segunda abordagem ocorre quando a inovação surge e passa a atuar em um arcabouço regulatório não pensado para esta inovação, surgindo daí uma necessidade de adaptação das normas regulatórias existentes.⁸⁰⁴

Assim, sob a primeira ou a segunda hipótese de análise das inovações surgidas, há uma etapa inicial que precisa ser cumprida, que visa mapear a situação problema. O regulador

⁸⁰¹ A literatura sobre o tema identifica a relação de descompasso entre a legislação em vigor (em sentido amplo) e o processo de inovação tecnológica, reconhecendo-se a inevitável diferença de velocidade entre ambos. Há, inegavelmente, um lapso temporal natural entre a mudança tecnológica e sua respectiva resposta normativo-regulatória (BRUZZI, Eduardo. *Regulação das fintechs e sandboxes regulatórias* cit., p. 69).

⁸⁰² O problema do descompasso pode ser analisado sob diversos aspectos. Entre eles, a necessidade de avaliar o impacto trazido pela inovação e os novos riscos daí advindos, a incerteza relacionada à compatibilidade das normas existentes em relação à inovação e a eventual necessidade de adaptar tais normas e, por fim, analisar se a inovação foi capaz de tornar o arcabouço normativo-regulatório total ou parcialmente obsoleto.

⁸⁰³ Outro aspecto importante relacionado ao *timing* regulatório é o que a literatura denomina Dilema de Collingridge. Tal dilema se manifesta no momento de decidir o “quando regular”. Patrícia Baptista e Clara Keller definem o ponto central do referido problema: “O dilema se dá diante das opções por uma intervenção mais espontânea (quando ainda não há informação suficiente sobre aquela tecnologia) ou por agir em um estágio mais tardio, quando a tecnologia já está mais arraigada, estável e, possivelmente, menos propícia à intervenção externa” (BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara. Por que, quando e como regular as novas tecnologias? Os desafios trazidos pelas inovações disruptivas cit., p. 128).

⁸⁰⁴ BIBER, Eric *et al.* Regulating business innovation as policy disruption: from the model T to Airbnb. *Vanderbilt Law Review*, v. 70, p. 1561-1626, 2017, p. 1583; RANCHORDÁS, Sofia. *Constitutional sunsets and experimental legislation: a comparative perspective*. Northampton, Massachusetts: Edward Elgar, 2014. p. 69.

precisa ser capaz de identificar o fenômeno inovador e o seu potencial disruptivo e, a partir daí, tomar as medidas cabíveis visando o melhor funcionamento do setor regulado, operando a desejada reconexão regulatória.⁸⁰⁵

Essa foi justamente a abordagem do Banco Central ao identificar, antes mesmo do advento da Lei nº 12.865/2013, que uma série de novos modelos de negócio havia surgido no mercado de pagamentos, desafiando o arsenal regulatório existente e reclamando uma nova abordagem de regulação para o setor emergente.

Em uma abordagem genérica, quanto maior a capacidade do regulador de antecipar essas tendências, maior a qualidade e a velocidade de suas respostas, mitigando o descompasso regulatório entre a velocidade das inovações privadas e as respostas regulatórias estatais.⁸⁰⁶

Vale ressaltar que o descompasso sempre existirá, mas o desafio é, justamente, mitigá-lo e mantê-lo sob controle para que se enderecem eventuais riscos decorrentes de ciclos de inovação cada vez mais rápidos e frequentes.⁸⁰⁷

Destarte, afigura-se importante mencionar que a capacidade institucional do órgão regulador de, antes de mais nada, verificar que uma inovação está em curso e que ela traz consequências relevantes para o setor regulado, em tempo hábil, é decisivo para o sucesso da abordagem regulatória que vier a tomar.

Um exemplo de um dos instrumentos regulatórios capazes de permitir uma atuação prospectiva dos reguladores, antecipando tendências e verificando riscos e benefícios, no caso concreto, são as chamadas “*sandboxes* regulatórias”, exemplo de

⁸⁰⁵ Para isso, faz-se necessário um estudo sobre o impacto de determinada inovação no ambiente regulado de forma a se concluir se existe um vácuo a ser preenchido ou uma desconexão a ser resolvida, ou até mesmo para se chegar à conclusão de que nada precisa ser feito naquele determinado momento (MOSES, Lyria Bennett. Agents of change: how the law copes with technological change. *Griffith Law Review*, v. 20, p. 763-794, 2011, p. 767-768).

⁸⁰⁶ MOSES, Lyria Bennett. Agents of change: how the law copes with technological change cit., p. 763-794.

⁸⁰⁷ FORD, Cristie. *Innovation and the state: finance, regulation, and justice* cit., p. 7: “To say we live in an age of innovation and rapid change is such a trite and eye-rolling tired observation – and such a true one – that most of the time we can hardly bear to make it. [...] But still, these days, change – particularly human-generated change, and particularly spurred by innovations in computing and communications technology – is clearly moving very quickly. Hot innovation topics over the past last year have included communications and social media technology, artificial intelligence, big data, driverless cars, functional MRI and brain mapping, DNA mapping and CRISPR, the rise of the sharing economy and new financial technology (*fintech*), and cyberterrorism”.

abordagem regulatória mais dinâmica e flexível, adotadas por diversos órgãos reguladores financeiros.⁸⁰⁸

Nesse tipo de abordagem regulatória, é criado um ambiente de teste controlado e supervisionado pelo regulador, que pode verificar e testar quais são os perfis de modelos inovadores que estão surgindo no mercado e, eventualmente, escolher licenciar esses modelos como agentes regulados do setor ou não, e quando fazê-lo, se for o caso.

Dessa forma, se é proposta uma intervenção regulatória logo em seguida ao surgimento da inovação, corre-se o risco de adotar escolhas regulatórias de baixa qualidade, diante da imaturidade do decurso do tempo, e da ausência de informações suficientemente adequadas sobre a inovação naquele momento.⁸⁰⁹

Por outro lado, se o regulador posterga exageradamente uma necessária intervenção, corre-se o risco de intervir quando determinada inovação já estiver sedimentada em determinado mercado e em plena utilização, gerando altos custos para os agentes de mercado

⁸⁰⁸ O experimentalismo regulatório tem ganhado importância dentro do cenário de constante inovação tecnológica, principalmente no mercado financeiro. O uso de sandboxes regulatórias permite ao regulador ter acesso a inovações em seu estágio embrionário de desenvolvimento, dispondo, em tempo real, de informações prestadas pela própria empresa, bem como aos relatórios de acompanhamento inerentes ao programa de testes da sandbox, tornando possível ao regulador aprimorar o arcabouço normativo-regulatório quase que concomitantemente ao lançamento de determinada inovação financeira no mercado, fora do ambiente de testes, reduzindo drasticamente o descompasso regulatório que poderia vir a se configurar. No Brasil, o primeiro ciclo do Sandbox Regulatório, regulamentado pela Resolução BCB nº 50, de 16 de dezembro de 2020, teve início em dezembro de 2021 e duração de um ano, podendo ser prorrogado por igual período. Foram inscritos 52 projetos, dos quais sete foram selecionados, em conformidade com os critérios estabelecidos na regulamentação, tais como enquadramento no conceito de projeto inovador e nas áreas de competência do CMN e do BC. Os sete projetos selecionados foram os seguintes: I) empréstimo com garantia de imóvel, com o pagamento no vencimento e sem amortizações periódicas, conjugado com a contratação de seguros específicos para redução dos riscos pertinentes; II) solução tecnológica para a execução de instruções de pagamentos multimoeda, de uso exclusivo entre instituições autorizadas pelo BC a operar no mercado de câmbio com a finalidade de troca imediata de reservas; III) realização de transações de pagamento com concessão de crédito, rotativo ou parcelado, utilizando funcionalidades do arranjo de pagamento Pix; IV) plataforma para emissão e negociação secundária de títulos de renda fixa privada; V) desenvolvimento de um mercado secundário de Cédulas de Crédito Bancário (CCBs); VI) implementação de uma rede de pontos físicos que ofereça o serviço de aporte de recursos em espécie; e VII) plataforma capaz de movimentar valores entre duas ou mais contas, mediante a transferência de valores para contas temporárias ou de liquidação, sob demanda, para a realização de uma operação sob condições previamente firmadas. Cf: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021 cit., p. 105-106. Para uma visão mais aprofundada das sandboxes regulatórias, vide: BRUZZI, Eduardo. *Regulação das fintechs e sandboxes regulatórias* cit., p. 72.

⁸⁰⁹ KAAL, Wulf. Dynamic regulation for innovation. University of St. Thomas (Minnesota) *Legal Studies Research Paper* v. 16-22. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2831040>. Acesso em: 23 maio 2022.

no sentido de se adaptarem à nova regulação, podendo acarretar desincentivos a inovações futuras.⁸¹⁰

Assim, o que se extrai das diferentes abordagens regulatórias é que, a partir do surgimento de inovações disruptivas dos mercados digitais, abriu-se um novo espectro para o Estado em sua função regulatória, que pode lançar mão da própria tecnologia ao processo de escolhas regulatórias, como um novo ferramental à serviço de uma administração pública digital.⁸¹¹

Nesse sentido, o uso inteligente de dados, por exemplo, é capaz de extrair informação precisa e direcionada ao problema em foco, que, por sua vez, subsidiará a tomada de decisão, direcionando o processo de escolhas regulatórias dentro daquilo que o regulador, e as respectivas políticas públicas atreladas ao subsistema regulado, à exemplo da promoção da concorrência ou da preservação da estabilidade da rede financeira, definirem como prioritário e como o objetivo a ser alcançado.¹⁹²

Com efeito, a informação adequadamente extraída dos dados pode ser utilizada para endereçar as incertezas decorrentes das inovações tecnológicas, transformando-as em risco calculado e possibilitando uma tomada de decisão mais segura, com base em critérios minimamente quantificáveis, dentro de uma abordagem regulatória voltada à análise de risco (*risk-based regulation*), largamente utilizada no mercado financeiro, e, como visto, compatível com a regulação das *fintechs* de pagamento no Brasil.⁸¹²

É digno de nota, contudo, que as escolhas regulatórias realizadas em resposta às inovações tecnológicas fruto dos mercados digitais, se revelam majoritariamente reativas, ou seja, o regulador, em certa medida, é surpreendido por uma demanda regulatória em decorrência de sua incapacidade de prever e se antecipar a tendências inovadoras,

⁸¹⁰ Não pode haver, portanto, o que a literatura denomina de *paralysis by analysis*, isto é, uma paralisia decisória por parte do regulador na tentativa de encontrar o momento adequado para intervir, a depender da verificação das implicações advindas da inovação tecnológica. De acordo com Patrícia Baptista e Clara Keller:

“Agentes de Estado lidando com novas tecnologias correm o risco de *paralysis by analysis* (em tradução livre, ‘paralisia por análise’), que é a possibilidade de a espera pelo momento adequado de intervir acarretar inércia regulatória e consequente omissão. Postergar a intervenção regulatória, ainda que por um prazo determinado, é postergar também seus efeitos benéficos e arriscar a perpetuação de situações de injustiça ou a produção de resultados indesejados ou menos eficientes” (BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara. Por que, quando e como regular as novas tecnologias? Os desafios trazidos pelas inovações disruptivas cit., p. 187-189).

⁸¹¹ *Ibidem*.

⁸¹² BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara. Por que, quando e como regular as novas tecnologias? Os desafios trazidos pelas inovações disruptivas cit., p. 187-189.

notadamente aqui, aquelas decorrentes de novos fenômenos monetários e por novos modelos de intermediação financeira via plataformas digitais.¹⁹³

Em termos de regulação financeira, os grandes desafios tecnocráticos que se apresentam ajudam a explicar o porquê de os formuladores de políticas públicas, muitas vezes, relutarem em repensar as estruturas legais que apoiam e consolidam nosso atual sistema bancário, de crédito e pagamentos.

Com visto, caso os reguladores financeiros e formuladores de políticas públicas não consigam endereçar em tempo hábil os riscos identificados e expandir, rápida e efetivamente, o perímetro de regulação em resposta ao surgimento de novos mercados e agentes econômicos, correm o risco de contribuir para o acúmulo de novas fontes de risco sistêmico.

Da mesma forma, no entanto, se permitem o surgimento desses novos modelos de negócio, ou mesmo os estimulam – em nome, por exemplo, da competição, sem introduzir novas e flexíveis ferramentas regulatórias, de preferência testadas, ou se o fazem a partir de uma regulamentação excessivamente onerosa, correm o risco de minar o potencial transformador dos novos agentes econômicos, de seus modelos de negócios e tecnologias.⁸¹³

Diante de tantos prós e contras, para endereçar o fomento à inovação propiciado pelas *fintechs*, notadamente no setor de pagamentos, o que se advoga no presente trabalho é a necessidade de uma abordagem regulatória mutante e pró-competitiva, sem, no entanto, deixar de privilegiar os instrumentos da regulação que servem para prevenir riscos e preservar a estabilidade financeira.

Para isso, é preciso entender o valor social desses novos entrantes, que não é medido em função de suas capacidades de replicar o relacionamento já existente entre bancos, crédito e sistemas de pagamentos, mas sim seu potencial de desagregá-los, de maneira eficiente, segura, competitiva e mais inclusiva, para além da regulação financeira convencional.⁸¹⁴

⁸¹³ Diante de escolhas difíceis e cheias de prós e contras, os formuladores da política regulatória têm tentado cada vez mais forçar novos entrantes a caber nas estruturas regulatórias existentes. O exemplo mais controverso dessa abordagem é a proposta, defendida pelo OCC, para a criação de cartas de *fintech* para fins especiais. CASINI, Lorenzo. Além do Estado: o surgimento da administração global. *Revista de Direito Administrativo*, v. 267, p. 29-31, 2014; KRISCH, Nico; KINGSBURY, Benedict. Introdução: governança global e direito administrativo global na ordem legal internacional. *Revista de Direito Administrativo*, v. 261, p. 17, 2012.

⁸¹⁴ AWREY, DAN. *Unbundling Banking* cit., p. 61.

Esse novo prisma de análise, contudo, reclama a coordenação de diferentes objetivos para a regulação financeira que não forcem seus formuladores a uma falsa dicotomia entre promover a concorrência e a inovação, ou apenas conter e remediar possíveis riscos sistêmicos.

Nesse sentido, é justamente uma abordagem pró-competitiva da regulação financeira e de pagamentos, com seu caráter dinâmico e flexível, que poderá arrefecer os eventuais dilemas decorrentes de objetivos finais diferentes, tanto para a política de defesa da concorrência, quanto para a regulação setorial, à luz das incontornáveis inovações no mercado de meios de pagamento.

3.7 A necessidade de compatibilização entre regulação prudencial e política de concorrência no mercado de meios de pagamentos

Em seu artigo, “*Fintech and the Innovation Trilemma*”, Chris Brummer e Yesha Yadav demonstram como os reguladores financeiros “ao equilibrar três objetivos políticos concorrentes – promover a inovação, a integridade do mercado e a simplicidade das regras – podem, na melhor das hipóteses, lograr êxito atingindo plenamente apenas dois, em cada três desses objetivos regulatórios.”⁸¹⁵

A conclusão final dos autores é simples, mas um tanto persuasiva: regulamentações que têm múltiplos objetivos, muitas vezes, acabam sacrificando alguns para alcançar outros.

Nesse sentido, argumenta-se que a integridade do mercado (que os autores definem por meio da estabilidade financeira, prevenção efetiva a fraudes e proteção ao consumidor) geralmente requer regras complexas. Esse desejo de integridade de mercado, no entanto, entra em conflito com o desejo de regras simples, se quisermos nos proteger contra a variedade de comportamentos potencialmente indesejáveis em mercados tao dinâmicos quanto os digitais, o que nos leva a precisar de regramentos com múltiplas facetas.

Ao mesmo tempo, essas regras complexas também podem acabar por impedir a inovação – novos entrantes nos mercados podem ser dissuadidos de experimentar novos produtos financeiros, se não conseguirem decifrar o labirinto de regras financeiras.

Assim, a regulação financeira enfrentaria um “trilema”, já que eventuais compensações, aqui e ali, seriam inevitáveis.

⁸¹⁵ BRUMMER, Chris; YADAV, Yesha. *Fintech and the innovation trilemma* cit.

Na contemporaneidade, essas compensações estariam ainda mais exacerbadas em função do surgimento das *fintechs*, sobretudo por conta das características desses mercados e agentes inovadores, incluindo sua dependência de automação, propostas de desintermediação e uso de *big data*.⁸¹⁶

As compensações identificadas por Brummer e Yadav também estariam presentes nos objetivos abrangentes da regulação financeira, agrupados aqui nos valores da eficiência, isonomia e estabilidade.⁸¹⁷

Com efeito, seria impossível que a regulação financeira atinja perfeitamente todos os seus propósitos, pois a busca de alguns desses objetivos públicos pode, simultaneamente, inibir a persiguição de outros.

Assim, mercados eficientes às vezes podem levar a resultados que são percebidos como injustos; regras fortes de proteção ao consumidor podem levar a mercados menos eficientes; a regulamentação destinada a promover a estabilidade, dentro do sistema, pode reduzir, ao mesmo tempo, a eficiência, a competição, ou mesmo os direitos dos investidores no mercado.⁸¹⁸

Logo, fica patente que o processo regulatório deve ser um esforço de maximização de diversas preferências, mas, infelizmente, nenhuma totalmente alcançável.

Essas compensações, vistas em todas as regulamentações financeiras, são particularmente notáveis no caso das *fintechs* e, especialmente, no mercado de meios pagamentos.

Nesse sentido, visto que existe uma amplitude de evidências empíricas correlacionando concorrência, estabilidade e concentração no setor financeiro, ora enfatizando os benefícios em se promover a competição no mercado, ora assinalando a criação de possíveis novas fontes de risco sistêmico, o que parece mais uníssono na literatura contemporânea, é a constatação de que um mercado financeiro e de pagamentos com um grau suficiente de competição é salutar para o equilíbrio das trocas e solidez do sistema.

A dificuldade, contudo, está precisamente em definir quão suficiente é esse grau de concorrência e até que ponto se deve incentivá-la.

⁸¹⁶ BRUMMER, Chris; YADAV, Yesha. Fintech and the innovation trilemma cit.

⁸¹⁷ Ibidem.

⁸¹⁸ Ibidem.

Os benefícios de mercados competitivos são amplamente analisados e apregoados pelo direito antitruste, que se vale das ferramentas microeconômicas de análise e do paradigma da competição perfeita, dentro de uma abordagem neoclássica hegemônica, para cotejar os problemas das estruturas monopolistas ou oligopolistas, sobretudo no tocante aos incentivos às condutas anticompetitivas.

A regulação financeira, por outro lado, tem como foco principal a estabilidade do sistema e a correção de algumas falhas específicas de mercado. Por se tratar de regulação de caráter setorial, acompanha também as vicissitudes das políticas que lhe subjazem, e as constantes mudanças de percepção do mercado, e sobre o mercado.⁸¹⁹

Correlacionando ambos os subsistemas, é sabido que a análise antitruste em setores sujeitos à regulação em sentido estrito, notadamente aqueles submetidos a uma agência reguladora setorial, como mimetiza o Banco Central, possui desafios em pelo menos dois planos.

No plano material, precisa lidar com indústrias complexas, nas quais sempre existem empresas dominantes, monopolistas em certos elos da cadeia ou inseridas em oligopólios bastante cristalizados, cujas atividades reguladas já estão sujeitas à uma série de obrigações de diversas naturezas e múltiplos objetivos.⁸²⁰

No plano institucional, a autoridade concorrencial precisa calibrar potenciais intervenções em mercados que já estão repletos de intervenções regulatórias, e cooperar com agências reguladoras na construção de agendas comuns no que tange à competição.⁸²¹

No tocante ao desafio material, é importante levar em conta que a estrutura de diversos mercados regulados é concentrada em virtude de características próprias e históricas daquela indústria (como no caso dos mercados com monopólios naturais e do próprio setor financeiro, no Brasil, cuja origem da concentração remete à uma postura ativa do Estado, nesse sentido, durante o período militar), com significativas dificuldades para alterar essa estrutura, de forma que, tradicionalmente, as intervenções nesses mercados tendem a ser mais focadas na punição

⁸¹⁹ CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. *Direito societário e estado regulador: a regulação econômica setorial por instrumentos societários*. 2016. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. p. 127.

⁸²⁰ ROSENBERG, Barbara. In: CHIQUITO, Flavio (Org.). *10 anos da Lei de Defesa da Concorrência*. São Paulo: IBRAC, 2022.

⁸²¹ *Ibidem*.

de comportamentos ilícitos e na imposição de obrigações comportamentais complementares à própria regulação.⁸²²

Ademais, a compreensão do contexto regulatório afigura-se essencial para identificar os espaços de competição abertos pelo regulador, como no caso do mercado de meios de pagamentos brasileiro, a fim de se evitar sobreposições de intervenção, sobretudo no que tange à política de defesa da concorrência, duplicando esforços desnecessários ou que afetem negativamente outros objetivos da regulação.⁸²³

Nesse ponto, é preciso entender que a agenda regulatória é muito mais ampla que a agenda concorrencial, incluindo objetivos técnicos (como, por exemplo, a interconexão de redes no setor de telecomunicações, ou a padronização de interfaces tecnológicas para a portabilidade de dados no setor financeiro) objetivos econômicos (como o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão, ou a solvência das instituições financeiras) e objetivos sociais (como a universalização do acesso, a redução de desigualdades regionais, ou a inclusão financeira).⁸²⁴

Assim, por mais importante que seja a competição em setores regulados, a política de defesa da concorrência não pode ignorar essa agenda mais ampla da regulação setorial, definida e conduzida pelos reguladores, os quais assumem certo protagonismo.⁸²⁵

Desse modo, é possível assinalar que a regulação setorial, como é a regulação financeira, tende a privilegiar o regramento sistêmico, priorizando mercados que se estruturam em redes ou sistemas, com padrões complexos e contínuos de relacionamento entre agentes econômicos interdependentes, e muitas vezes organizados em torno de um monopólio natural ou em um mercado oligopolizado, normatizando a promoção de sua estabilidade.⁸²⁶

Por outro lado, a política de defesa da concorrência levada à cabo pelas autoridades antitruste tende a focar em conter os abusos do poder econômico, seja por meio de estruturas empresariais disfuncionais, ou de condutas anticompetitivas promovidas por agentes com

⁸²² ROSENBERG, Barbara. In: CHIQUITO, Flavio (Org.). *10 anos da Lei de Defesa da Concorrência* cit.

⁸²³ Ibidem.

⁸²⁴ Ibidem.

⁸²⁵ Ibidem.

⁸²⁶ Ibidem.

grande poder de mercado, unilateral ou conjuntamente, e, assim, também possui papel fundamental em setores econômicos com estruturas e fortes tendências monopolistas.⁸²⁷

Isso coloca uma série de desafios para ambas as autoridades.

No caso específico do regulador setorial, em geral, os desafios postos consistem em estruturar e equilibrar as trocas no mercado, regrando: a) o acesso à rede; b) o relacionamento entre os seus participantes (de modo a criar condições de confiança e estabilidade, criando incentivos e mecanismos de solução de conflitos e coibindo *free-riders*); c) a governança das economias em rede (particularmente importante no que tange aos mercados digitais das *fintechs*); d) o atingimento de economias de escala, densidade e de escopo (mais de um serviço prestado a partir de uma única infraestrutura, como no caso das grandes instituições financeiras), bem como o aproveitamento das externalidades positivas de rede, e a massificação e universalização dos serviços essenciais.⁸²⁸

No caso das autoridades de defesa da concorrência, os principais desafios estão, sobretudo, em definir os limites de atuação da política de defesa da concorrência no setor – à luz do regime de competência de cada jurisdição, em entender com profundidade as questões estruturais do mercado regulado, dada à atuação transversal do direito antitruste, e coordenar esforços junto às autoridades regulatórias no sentido de coibir condutas ou estrutura lesivas ao processo competitivo (salvo, no caso de estruturas, quando o regulador dispor em sentido contrário, por exemplo, em benefício da estabilidade sistêmica), que, em última instância, são prejudiciais ao consumidor.

Destarte, tanto as autoridades concorrenciais quanto os reguladores setoriais lançam mão de remédios específicos às condições de cada mercado, com intuito de melhor endereçar as falhas encontradas, sendo alguns desses remédios de natureza estrutural (*ex ante* no caso da regulação, majoritariamente, ou *ex post* no caso da análise antitruste de condutas anticompetitivas).⁸²⁹

⁸²⁷ ROSENBERG, Barbara. In: CHIQUITO, Flavio (Org.). *10 anos da Lei de Defesa da Concorrência* cit.

⁸²⁸ CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. *Direito societário e estado regulador: a regulação econômica setorial por instrumento societários* cit.

⁸²⁹ Segundo Ruy Camilo, pode-se organizar um setor conforme as seguintes estruturas: a) desintegração vertical, proibindo-se à empresa mantida no exercício da atividade classificada como de monopólio natural, o uso de seu poder econômico para desvirtuar a concorrência nos mercados à jusante ou à montante; b) integração vertical e monopolística, espalhando-se a atuação da empresa detentora do monopólio natural em todas as fases do serviço; e c) competição entre infraestruturas paralelas, representadas por firmas verticalmente integradas (CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. *Direito societário e estado regulador: a regulação econômica setorial por instrumento societários* cit., p. 131).

É perceptível que a opção por um ou outro formato estrutural de mercado, assim como os incentivos à criação de mecanismos de promoção da competitividade em um setor regulado, não são tarefas simples, tendo cada solução vantagens e desvantagens, dos pontos de vista regulatórios e das eficiências competitivas de mercado.

A desintegração vertical pode, por exemplo, constituir obstáculo à constituição de um mercado competitivo entre empresas verticalmente integradas.

Por outro lado, os custos de duplicação de infraestruturas para estabelecer competição entre elas pode ser inviável em determinado setor. O que também pode ser uma realidade bastante concreta em países com recursos escassos, como o Brasil, ou em momentos de crise, onde o acesso à capital é ainda mais restrito.⁸³⁰

No tocante, especificamente, à regulação setorial, o jogo regulatório de criação de incentivos e desincentivos para o comportamento dos agentes econômicos pode provocar desvios de investimentos de um ramo para o outro, assim como aumento ou redução desses investimentos, por razões estritamente econômicas. Assim, restrições regulatórias em um mercado, e flexibilizações em outro, geram, conseqüentemente, um natural movimento de capitais entre eles, que pode definir o desenvolvimento de determinado mercado ou não.⁸³¹

Essa constatação é particularmente visível no mercado de meios de pagamento brasileiro, cujas flexibilizações regulatórias, ou melhor, cuja abordagem baseada em riscos e a criação de novas licenças de funcionamento, contemplando novos modelos de negócio, permitiu o crescimento do mercado de *fintechs* de pagamento, e que a sociedade colhesse os benefícios advindos das inovações surgida de maneira mais segura, sobretudo no que tange à inclusão financeira, a partir de um olhar mais sofisticado do regulador para as inovações das plataformas financeiras entrantes.⁸³²

⁸³⁰ CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. *Direito societário e estado regulador: a regulação econômica setorial por instrumento societários cit.*, p. 131.

⁸³¹ *Ibidem*, p. 69.

⁸³² Segundo o Banco Central: “A sanção da nova lei de câmbio e capitais internacionais foi a principal medida desenvolvida sob a dimensão Inclusão em 2021.99 Essa legislação tem o objetivo de modernizar, simplificar e consolidar o regimento existente. Entrando em vigor em 31 de dezembro de 2022, consolidará mais de quarenta dispositivos legais que começaram a ser editados há cerca de cem anos, com comandos dispersos que totalizam mais de quatrocentos artigos. [...] Outra ação de destaque no âmbito da Inclusão foi o aprimoramento da regulação dos correspondentes no país. Os principais pontos de alteração foram o reconhecimento formal da possibilidade de o correspondente atuar por meio de plataforma eletrônica e o aprimoramento da gestão dos correspondentes pelas instituições que os contratam. O regulamento anterior se baseava em um modelo de atuação presencial, o qual se mostrava incompatível com as inovações promovidas

Ao analisar o mercado financeiro e de pagamentos, no Brasil e no mundo, uma das mais marcantes falhas de mercado é ampla assimetria informacional existente entre os agentes prestadores de serviços e os consumidores, que se relacionam em uma rede interdependente e desigual, que, por sua vez, também precisa ser calibrada pela regulação, para que não configure, em última análise, como fonte de risco sistêmico.

Com efeito, a proliferação de novos modelos de negócios no setor financeiro brasileiro, propiciados, em grande medida, pela regulação pró-competitiva do CMN e do Bacen, também colaboraram para a redução dessa assimetria informacional, haja vista que o surgimento de novas plataformas de pagamento se baseou no uso intensivo de tecnologia para alcançar consumidores que estavam à margem do sistema financeiro tradicional, com opções mais simplificadas de serviços como a abertura de contas digitais, a oferta de cartões de pagamento e até de crédito.⁸³³

É verdade também que o aumento dessa rede de consumidores, deu azo ao surgimento de novas fraudes e de criminosos oportunistas, que vêm no uso massificado da internet uma chance de lesar pessoas menos letradas digitalmente acerca dos cuidados com senhas, *links*, e dados financeiros, em que pese a maior parte das fraudes ser fruto da chamada “engenharia social”, e menos de deficiências tecnológicas das plataformas prestadoras de serviços financeiros.⁸³⁴

pela regulamentação do Open Finance”. Vide: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021 cit., p. 143-144.

⁸³³ Dados do Banco Central de 2021 aumentam um aumento da oferta de crédito durante a pandemia da COVID-19 fruto da digitalização dos serviços bancários. “O aumento no volume de concessões de crédito para bancos mais digitalizados sugere que o aumento de clientes e do volume de crédito para clientes fora da localidade da agência bancária investigados na Tabela 3 opera como complementação, e não como substituição de clientes locais da agência bancária por clientes mais remotos. Em contraste, bancos mais digitalizados atenuam o aumento do custo marginal durante a pandemia em locais mais afetados pela Covid-19 (Especificação II), o que corrobora a flexibilidade conferida por TI discutida anteriormente. O efeito líquido desses dois canais é que bancos mais digitalizados conseguem capitalizar as vantagens obtidas por sua digitalização no período anterior à pandemia para propulsionar seu posicionamento no mercado de crédito, aumentando seu poder de mercado – mensurado pelo indicador de Lerner – relativamente a bancos menos digitalizados” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021 cit., p. 133).

⁸³⁴ “Segundo a definição de Mitnick, os engenheiros sociais são indivíduos com a capacidade de manipular a confiança de outra pessoa de modo a obter acesso às informações privadas. A disjunção dos termos “engenharia social” nos leva a um conceito literal, no qual, o termo “engenharia” aparece no sentido de construção e “social” por envolver pessoas, atividade realizada ao indivíduo situado em um determinado ambiente. A construção está interligada ao desenvolvimento de táticas que permitam o acesso à informação não disponível naturalmente, mediante a exploração de vulnerabilidades das pessoas, relacionadas às suas características comportamentais. O engenheiro social, portanto, emprega engano, influência e persuasão na coleta de informações comerciais ou pessoais, explorando as fragilidades das vítimas. O principal motivo aqui é adquirir informações relevantes que possam permitir-lhe obter acesso não autorizado a um sistema de valor e às informações que nele residem” (SILVA, Iury Pereira da. *Engenharia social como ameaça ao setor*

Por tudo o exposto é que não se afigura simples a análise de promover uma regulação pró-competitiva em setores regulados, sem que os benefícios e os desafios sejam sempre muito bem desenhados, cotejados e calibrados, continuamente, pelo regulador setorial e acompanhados de perto pelas autoridades de defesa da concorrência.

Nesse contexto, o desafio institucional entre regulador e autoridades concorrenciais também se apresenta, uma vez que a atuação das agências antitruste em setores regulados é apenas uma das forças promotoras do zelo pela competição e contra o abuso do poder econômico, mas não a única, ou mesmo o elemento primordial.

Em contrapartida, zelar pelos objetivos regulatórios, entre eles, promover a competição, tampouco seria o mandato fundamental dos reguladores setoriais, ciosos da amplitude de seu compromisso com o interesse público.

Dessa forma, o exemplo de introdução da competição no mercado de meios de pagamento, trazida para o cerne da regulamentação infralegal, assim como outrora ocorreu no mercado de telecomunicações, evidenciam que as autoridades regulatórias, notadamente aqui o Banco Central e o CMN, possuem um leque de objetivos mais amplo e um ferramental de implementação maior que o CADE para introduzir e ampliar a competição no mercado.

Nessa linha, a possibilidade de uso de regulação assimétrica (como no caso da abordagem baseada em volumetria para as instituições de pagamento, conforme explicado), a imposição de obrigações de contratação, de portabilidade e interoperabilidade, redução de custos de troca (*switching costs*), a criação de espaços de experimentação regulatória (como os sandboxes), e uma abordagem de regulação prudencial proporcional ao risco oferecido, são apenas alguns exemplos do arsenal de instrumentos regulatórios à disposição dos reguladores financeiros para tentar calibrar as falhas de mercado existentes, e ampliar o bem estar agregado e do consumidor.

Com a evolução das inovações tecnológicas no mercado, contudo, outras abordagens regulatórias também devem surgir, privilegiando a introdução do valor da concorrência como um objetivo também importante para o saneamento das falhas de mercado encontradas nos

bancário: uso do phishing para coletar informações dos correntistas e a necessidade de estratégias de segurança. 2019. 77 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Engenharia de Software) – Universidade Federal do Ceará, Campus de Quixadá, Quixadá, 2019. p. 21). Vide também: AMARO, Mariana. Golpes de engenharia social cresceram em 2021. Saiba o que são e como proteger seu dinheiro. *InfoMoney*, nov. 2021. Acesso em <https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/golpes-de-engenharia-social-cresceram-saiba-o-que-sao-e-como-protoger-seu-dinheiro/>. Acesso em 5 dez. 2022.

mercados regulados, nos nichos permeáveis à competição, como foi o caso emblemático do mercado de meios de pagamento brasileiro.

É perceptível, portanto, que o papel das autoridades de defesa da concorrência é complementar ao dos reguladores, seja identificando distorções competitivas que podem inclusive exigir mudanças na regulação setorial, seja protegendo os espaços competitivos abertos pelas autoridades reguladoras, caso tais espaços sejam distorcidos por alta concentração, condutas coordenadas anticompetitivas ou por abusos de posição dominante.⁸³⁵

Destarte, diante de toda investigação feita até aqui, fica patente a ideia de que a regulação do setor financeiro e de pagamentos, notadamente a regulação prudencial à luz da emergência das *fintechs*, deve e pode ser calibrada com instrumentos regulatórios que sejam não apenas mitigadores de riscos, mas também promotores de concorrência, tendo em vista que a competição é também uma ferramenta de disciplina do comportamento dos agentes econômicos e, assim, a abordagem de uma regulação pró-competitiva, é, por tabela, uma abordagem prudencialmente relevante.

Para Xavier Vives, em um mundo ideal, poderíamos regular o dilema entre competição e estabilidade apenas ajustando a regulação para internalizar os efeitos da responsabilidade limitada das instituições financeiras [em caso de quebras sistêmicas] e das externalidades relevantes, com sofisticados impostos baseados em risco e prêmios de seguro, complementados com as exigências de requisitos de capital.⁸³⁶

Neste contexto, a política de defesa da concorrência teria o simples mandato de maximizar a pressão competitiva. Isso porque, resolvida as falhas de mercado decorrentes de informações assimétricas e externalidades no setor financeiro, “tudo seria melhor com mais concorrência”. No entanto, diz o autor, “vivemos em um segundo (ou terceiro) melhor mundo”, e é duvidoso que consigamos eliminar completamente as falhas de mercado derivadas de informações assimétricas e externalidades apenas com uma única abordagem (concorrência ou regulação).⁸³⁷

Dada as enormes falhas regulatórias que a Crise de 2008 revelou, restou evidente a necessidade de uma reforma que forneça os incentivos normativos corretos para os bancos,

⁸³⁵ ROSENBERG, Barbara. *10 anos da lei de defesa da concorrência* cit.

⁸³⁶ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 130.

⁸³⁷ *Ibidem*.

mas ao mesmo tempo que não perca de vista as limitações dos esquemas regulatórios. Logo, a literatura entende que a regulação pode aliviar o *trade-off* entre concorrência e estabilidade, mas não o eliminar, e que a concorrência, por si só, também pode colaborar para os objetivos da regulação.⁸³⁸

Assim é que se entende no presente trabalho que, em benefício da própria estabilidade e solidez do sistema financeiro e de pagamentos, sobretudo em função do crescente volume de inovações financeiras propiciadas pelos mercados digitais, há uma necessidade de compatibilização entre política de defesa da concorrência e regulação prudencial.

Com efeito, certo grau de poder de mercado [das instituições incumbentes integrantes do sistema financeiro] pode até aliviar o problema da externalidade do custo social de falências financeiras, e promover uma estabilidade sistêmica, mas o desenho da regulação ótima deve, contudo, levar em conta, necessariamente, a importância sistêmica também de um certo grau de competição.⁸³⁹

Essa parece ser a conclusão a que chegou o Banco Central do Brasil no mercado de meios de pagamentos, onde todo o arcabouço regulamentar, como visto, buscou privilegiar a importância da concorrência como vetor de desenvolvimento do mercado, e como supedâneo das inovações promovidas pelos entrantes/*fintechs*, pelo menos desde 2013.

Nesse sentido, a regulação prudencial erigida pelo Bacen foi compatibilizada com a agenda de promoção da concorrência (“BC+” e “BC#”), e alinhada com a atuação dos órgãos antitruste, no sentido de coibir estruturas e comportamentos anticompetitivos (pelo menos, desde 2010, com o “Relatório sobre a Indústria de Cartões”, que resultou no fim do duopólio no mercado de aquisição, e demais investigações de condutas anticompetitivas no mercado de pagamentos), ainda que seus objetivos sejam diferentes e as respectivas autoridades regulatórias tenham independência para perseguir outros valores, nos termos da legislação aplicável a cada um.

Assim, a título de exemplo, diversos estudiosos apontam que as exigências de capital dos regramentos prudenciais devem levar em conta o grau de rivalidade no sistema financeiro, com a necessidade de imposição de exigências mais rígidas em situações mais competitivas.

⁸³⁸ Por exemplo, “restrições de atividade na forma de regulamentação de estrutura, como nas reformas de restrições à concentração propostas nos Estados Unidos, Reino Unido e EU, podem ajudar a controlar a tomada de risco do lado dos ativos, mas não ofertam uma solução mágica” (VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 130).

⁸³⁹ *Ibidem*.

Isso significa, por exemplo, que a política de concorrência que facilita a entrada e aumenta a contestabilidade do mercado, reduzindo os custos de transação e melhorando a transparência, ao fornecer mais informações sobre preços e custos aos clientes, pode ter de ser acompanhada de requisitos prudenciais mais rigorosos, a fim de se evitar a criação de riscos para o consumidor.⁸⁴⁰

Com efeito, o grau aceitável de concentração nos mercados relevantes tradicionais do setor financeiro e de pagamentos deverá ser sopesado com razões prudenciais e de concorrência que o justifiquem, uma vez que a concentração também está relacionada com os processos de inovação, com determinado nível de risco sistêmico e a um grau ótimo de competição.⁸⁴¹

Por outro lado, é preciso levar em conta que um mercado financeiro fragmentado, ou mais competitivo, evita o problema “*too big to fail*”, mas não é necessariamente mais seguro, pois pode estar sujeito também a problemas de risco moral.

Se assim for, isso significa que a política de concorrência no setor financeiro deve permitir certo grau de concentração e poder de mercado, dentro dos níveis identificados como salutares, em que pesa a complexidade dessa análise e as diferenciações nos diferentes mercados relevantes no setor financeiro.⁸⁴²

Nesse contexto, existe uma série de situações em que o regulador financeiro impõe diversas restrições prudenciais à atuação dos agentes econômicos integrantes do setor, notadamente os bancos, com o objetivo de tornar a concorrência eficaz na prestação de bem-estar aos consumidores e investidores, em determinados nichos do mercado.⁸⁴³

⁸⁴⁰ Esse também pode ser um caminho para o Open Banking/Open Finance, que irá permitir a compartilhamento de dados financeiros entre as instituições, mediante consentimento do consumidor, e sujeito à regulação do Bacen e intensa autorregulação por parte das instituições membros da estrutura de governança.

⁸⁴¹ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 131.

⁸⁴² Ibidem.

⁸⁴³ “Um primeiro exemplo é o sistema bancário moderno baseado no mercado (market-based), onde o mercado pode ter uma estrutura natural de oligopólio e uma política para estruturá-lo de maneira diversa não seria eficaz. Isso implica que o efeito da concentração no valor do charter é mais limitado nos bancos que estão mais expostos à negociação. Para controlar as atividades de risco são necessárias restrições. Um segundo exemplo é quando os bancos fazem lances por depósitos explorando o seguro de depósito, induzindo outros bancos a responder e aumentando o risco sistêmico. Nesse caso, o regulador financeiro pode limitar essa concorrência excessiva limitando as taxas de depósito. Isso deve ser feito em um esquema de trabalho de ação corretiva imediata, permitindo que o supervisor intervenha assim que a posição de capital de uma instituição for significativamente enfraquecida. Uma medida alternativa, e potencialmente superior, seria impor prêmios de seguro de depósito sensíveis ao risco às entidades. No entanto, esses podem ser difíceis de

De forma consentânea, a política de defesa do consumidor pode restringir a escolha que as instituições financeiras oferecem aos consumidores (limitando, por exemplo, a possibilidade e/ou o valor das taxas de juros rotativo dos cartões de crédito ou o valor do crédito habitacional, de acordo com informações pessoais dos consumidores) e assim, tornar a concorrência também mais efetiva sob o ponto de vista da prestação de bem-estar ao consumidor.⁸⁴⁴

Em situações de crise financeira, a autoridade concorrencial também pode permitir um aumento de poder de mercado temporário, a partir, inclusive, da aprovação de atos de concentração que não seriam permitidos em outras situações, a fim de compatibilizar a regulação prudencial com a estabilidade financeira sob risco, e a defesa da concorrência.

Essa foi, inclusive, a abordagem escolhida pelo CADE e pelo Banco Central do Brasil no Ato Normativo Conjunto n. 1, no tocante à aprovação de atos de concentração que tenham o condão de gerar riscos à estabilidade e solidez do SFN, a critério exclusivo da autoridade monetária.

Ademais, é preciso salientar também que a regulação prudencial não deve se constituir como uma barreira à entrada além das designações restritivas que já encerra, em particular, em relação aos pequenos *players*, com a elevação de custos de conformidade, e se configurando como mais um impeditivo ao florescimento da concorrência.

Por tudo o exposto, afigura-se clara a necessidade de coordenar as políticas de promoção e atuação da defesa da concorrência e a regulação financeira prudencial, bem como compatibilizar a atuação das autoridades competentes por esses regramentos, em prol da própria estabilidade financeira, sendo o mercado de meios de pagamento brasileiro e todo o processo regulatório, refletido nesse trabalho, um símbolo do que ora se apregoa.

calibrar, principalmente se tiverem que incluir um componente que reflita a contribuição para o risco sistêmico da entidade, ou talvez os prêmios possam ser desviados pelas entidades que oferecem produtos que não são formalmente segurados, mas podem estar sob o guarda-chuva do seguro implícito da rede de segurança. Um terceiro exemplo é quando regulador financeiro estabelece um limite ao montante de um crédito à habitação que pode ser concedido em percentagem do valor da habitação, restringindo a concorrência entre os bancos ao mesmo tempo que evita o excesso de oferta de crédito e a acumulação de risco no setor imobiliário” (VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 132).

⁸⁴⁴ Ibidem.

Essa afirmação se aplica tanto às políticas macro como microprudenciais, às quais deve-se acrescentar também a política de defesa do consumidor, ainda que se trate de sistemas independentes e assim devem sê-lo.⁸⁴⁵

Caso contrário, pode acontecer que tanto as políticas quanto as autoridades interfeririam umas nas outras, e o bem-estar do consumidor poderia vir a ser prejudicado. Isso porque, a concorrência produz um resultado eficiente quando as regras prudenciais apropriadas e de proteção ao consumidor estão em vigor, restando, majoritariamente, apenas os desafios institucionais para suas compatibilizações.⁸⁴⁶

Mais recentemente, também a proteção de dados pessoais foi inserida nesse rol de preocupações, dado que os mercados digitais, dos quais fazem parte as *fintechs* e *bigtechs* atuantes no setor financeiro, se baseiam, sobretudo, no uso intensivo de dados como ativos e diferencial competitivo, e em ferramentas de tecnologia da informação ancoradas em modelos de negócio de plataformas, com tendências concentracionistas, que demandam, por si só, esforços de proteção para o uso e compartilhamento de dados pessoais.⁸⁴⁷

Nesse particular, enxerga-se que uma regulação financeira pró-competitiva, à luz da “oportunidade *fintech*”, deve ser guiada por três princípios fundamentais: (i) primeiro, deve-se concentrar em melhorar a qualidade e a quantidade de informações disponíveis sobre produtos e serviços financeiros advindos das plataformas digitais financeiras para os consumidores; (ii) segundo, deve-se enfatizar a centralidade da segurança cibernética para todas as *fintechs*, que também devem ter como objetivo excluir agentes econômicos que não adotem as salvaguardas apropriadas, e (iii) terceiro, deve-se simplificar e centralizar o regulador das atividades desenvolvidas pelas *fintechs*, mas permitindo que outras autoridades regulatórias equilibrem prioridades e objetivos com o regulador principal, notadamente aqui, a autoridades concorrenciais, mas também de proteção do consumidor e de dados.

O desafio institucional para essa compatibilização é grande, e a formulação de políticas compatíveis sempre requerem, até certo ponto, fazer previsões sobre o futuro.

⁸⁴⁵ VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy* cit., p. 133.

⁸⁴⁶ Ibidem.

⁸⁴⁷ Considerando um contexto de Open Banking/Finance, que visa justamente permitir que o compartilhamento de dados financeiros permita o surgimento de novos produtos e serviços que venham a aumentar a competição no setor financeiro, não deve ser descolada da proteção do consumidor e dos dados que lhes pertence.

Isso é particularmente difícil quando o objetivo é regular tecnologias que ainda não foram materializadas ou que estão em processo de transformação.

O desenho de agendas políticas exige, portanto, certa mobilização de uma visão de futuro: quais as ameaças esperadas e qual o resultado desejado.⁸⁴⁸

Quando a formulação de políticas diz respeito a questões científicas complexas ou ao desenvolvimento de tecnologias disruptivas, a moldura desse resultado desejado é altamente dependente da imaginação, de esperanças e receios que estão atrelados, diretamente, às inovações em questão.

No mundo todo, o uso massivo de tecnologia, sobretudo através de *smartphones*, as ferramentas criadas a partir de *big data*, algoritmos complexos, e a inteligência artificial, criaram um novo cenário financeiro, que tem o potencial de conectar bilhões de consumidores desbancarizados e mal atendidos nos sistemas nacionais, e, por conta disso, tanto as instituições tradicionais quanto as plataformas financeiras digitais vêm concorrendo, se adaptando, ou mesmo se beneficiando de suas parcerias.

Apesar de tantos benefícios já mapeados pelo surgimento das *fintechs*, essas inovações também seguem sob escrutínio das autoridades, atentas à possíveis novos tipos de risco, para o sistema e para os consumidores, próprios dos mercados digitais.

Assim, reguladores em todo o mundo estão trabalhando, diligente e cuidadosamente, para evitar a criação de um ambiente superregulado ou subregulado.

E é nesse flanco, que a compatibilização entre a regulação prudencial e a defesa da concorrência podem atuar juntas, em benefício de um mercado financeiro e de pagamentos mais competitivo e eficiente, mas também sólido e seguro do ponto de vista sistêmico, de modo que o equilíbrio de agendas permita a proteção do consumidor e mantenha a estabilidade financeira, ao mesmo tempo em que fornece incentivos suficientes para o florescimento das inovações, e colhe os ganhos sociais propiciados pela competição.

Nesse tocante, a regulação pró-competitiva encabeçada pelos reguladores no setor de meios de pagamentos brasileiro, ao lado da agenda de política pública com foco na

⁸⁴⁸ A título de exemplo, as instituições europeias colocaram a construção de uma infraestrutura europeia de pagamentos digitais no centro da estratégia de finanças digitais da União Europeia, arquitetando um mercado competitivo onde as *fintechs* possam crescer e fornecer aos usuários serviços de pagamento melhores e mais baratos, interoperáveis e acessíveis além das fronteiras nacionais (FERRARI, Valeria. The platformisation of digital payments cit., p. 4).

competição encabeçada pelo Bacen, e descrita nesse trabalho, delineiam um processo regulatório dinâmico e flexível, que pavimentou o caminho para diversas soluções financeiras surgidas na última década, por parte da iniciativa privada, mas também por obra dos formuladores de políticas, que no caso do Brasil, seguem trabalhando *pari passu* com as inovações do mercado, e atentos aos novíssimos arranjos monetários surgidos,⁸⁴⁹ desagregando, ainda mais, os serviços de pagamento das instituições bancárias tradicionais.⁸⁵⁰

Nesse contexto de tanta dinamicidade e constantes desafios regulatórios, os novos fenômenos monetários, propiciados, sobretudo, pelas *fintechs*, são exemplos de novos modelos de desagregação dos serviços de pagamentos, baseados em plataformas digitais, com potencial de gerar benefícios sociais relevantes, modificar, ainda mais a paisagem financeira,

⁸⁴⁹ Algumas iniciativas contemporâneas de destacam, sendo o Banco Central do Brasil um dos atores mais importantes, em nível mundial, com a criação de uma delas: o arranjo de pagamentos instantâneos, nomeado como “Pix”, um importante projeto de *fast payments*, capitaneado pela autoridade monetária brasileira, com uma infraestrutura pública e aberta, regulada pelo Bacen, para pagamentos em tempo real. O surgimento das criptomoedas e *stablecoins*, ambas de emissão privada, como explicado no primeiro capítulo desse trabalho, também estimulou uma série de anúncios de governos e bancos centrais sobre a possibilidade de lançar também suas moedas virtuais lastreadas na própria moeda soberana nacional. Desse modo, surgiram as chamadas moedas digitais de bancos centrais (CBDC), lastreadas em moedas fiduciárias, como é o caso do Dólar ou do Real. Em certo sentido, já encontramos uma variedade de moeda digitais de banco centrais no mundo, considerando o mercado de pagamentos de atacado: os saldos de reserva mantidos pelas autoridades monetárias dentro de seus próprios sistemas, e transacionados apenas com as instituições financeiras no mercado interbancário. O que é novo é a perspectiva de expandir o acesso a essas CBDCs para indivíduos, famílias e empresas, ou seja, para o varejo em geral, e, em seguida, permitir que esse público mais amplo use os CBDCs como uma unidade geral de conta, reserva de valor e meio de pagamento. Como as *stablecoins*, as CBDCs de uso geral ainda estão em sua infância e poderiam, teoricamente, variar em várias dimensões importantes. Questões de desenho tecnológico ainda estão pendentes e incluem saber se uma CBDC deverá ser mantida e transferida em um livro-razão descentralizado (ou “distribuído”) ou em um sistema de registro de livros centralizado mais tradicional, nos próprios bancos centrais; onde estariam custodiadas, em carteiras digitais em contas criadas pelos bancos centrais, ou bancos comerciais; e qual nível de segurança e privacidade oferecer aos usuários da CBDC. No entanto, em dezembro de 2020, o Federal Reserve e vários outros bancos centrais líderes anunciaram que estão explorando a perspectiva de introduzir alguma forma de CBDC, e o Banco Central do Brasil anunciou o lançamento do “Real Digital” em 2023. Para mais informações, vide: THE FUTURE of Money and Payments cit.; e LIFT Challenge – Real Digital dá início à execução dos projetos. Vide também: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/629/noticia>.

⁸⁵⁰ Os autores da proposta nos EUA explicam que conceder às instituições financeiras não bancárias acesso às contas mestras do Federal Reserve abriria as portas para algo semelhante a uma parceria público-privada: com instituições financeiras aproveitando novas tecnologias para fornecer aos clientes novos produtos e serviços valiosos e o Federal Reserve fornecendo a infraestrutura básica – os trilhos – em que esses produtos e serviços são fornecidos. A segunda mudança reflete os riscos potencialmente significativos decorrentes dessa proposta de expansão do acesso às contas mestre do Federal Reserve. Especificamente, para abrir e manter uma conta principal, uma instituição financeira não bancária deve ser obrigada a manter 100% dos depósitos de clientes nessa conta. Assim, para cada dólar, libra, euro que essas instituições aceitam em nome de seus clientes, um valor igual, denominado na mesma moeda, deve ser imediatamente depositado em sua conta máster. Embora essa segunda mudança – o que podemos chamar de regra de não intermediação – possa parecer extrema, certamente não é sem precedentes. Por fim, os debates em torno da possível introdução de CBDCs se concentraram amplamente em seu impacto potencial no domínio da política monetária, entretanto, as CBDCs também tiveram destaque em várias propostas de políticas recentes destinadas a promover maior inclusão financeira e “democratizar” as finanças.

gerando ainda mais competição entre os sistemas de pagamento tradicionais, e demandando também constante escrutínio regulatório, e inteligência de diferentes lados.

Ainda é muito cedo para prever quais serão os contornos de um mercado de pagamentos futuro, essencialmente digital, e quais arranjos irão prevalecer, competir, ou mesmo suplantar a atual sistemática da moeda e dos pagamentos

Para agravar as questões, como visto, o arcabouço regulatório existente, muitas vezes, não consegue lidar com esses desafios, ensejando potencialmente a necessidade de criação de novas regulamentações e mecanismos de supervisão, feitos sob medida e com novas abordagens, mas que ainda não foram testadas e que precisarão sê-lo juntamente com o desenvolvimento do mercado.

Esses desafios podem colocar os novos modelos em desvantagem competitiva em relação aos incumbentes tradicionais, já bastante estruturados e mais previsíveis do ponto de vista dos riscos regulatórios, entretanto, as compensações entre os diferentes modelos de prestação de serviços podem gerar benefícios coletivos ainda não imaginados para o setor financeiro, embora exijam reflexão de um problema político fundamental: forçar os formuladores de políticas a fazer uma escolha, que nos parece falsa, entre concorrência e inovação, de um lado, e estabilidade financeira e monetária, de outro.

Essa lógica reflete o fato de que a sistemática financeira e de pagamentos, historicamente, entrelaçada junto ao sistema bancário, tornou o dinheiro (expresso em diferentes formatos da moeda) e a rede de pagamentos reféns, e amarrados, até aqui, aos riscos assumidos dentro do sistema financeiro tradicional, e, por conseguinte, a uma infraestrutura abrangente e cara, do ponto de vista de regulação e supervisão prudencial.

Segundo diversos autores investigados nesse trabalho, contudo, não é necessário que seja assim, e, felizmente, nessa quadra da história já existe uma saída melhor.

Novos projetos fundamentados na lógica de desagregação vêm surgindo, em que pesem os desafios das arbitragens regulatórias desestabilizadoras, o problema do “grande demais para falir”, ou de um “sistema de pagamentos nas sombras”(*shadow payment system*⁸⁵¹), e para evitá-los e colher os possíveis benefícios sociais advindos, é preciso,

⁸⁵¹ De fato, se o objetivo deles é simplesmente replicar o negócio bancário – apenas sem a regulamentação incômoda – então é difícil entender quais benefícios sociais essas novas instituições poderiam trazer. De outro modo, se os novos entrantes e plataformas financeiras também desejam agrupar empréstimos com

justamente, conjugar esforços regulatórios em busca de soluções que flexíveis, com uma abordagem mais direcionada e sofisticada da regulação financeira, de modo que não se iniba a inovação promovida pela *fintechs*, e reclamando que segurança sistêmica seja tão privilegiada quanto à abertura à concorrência, que disciplina e também promove a estabilidade, e em última análise, privilegia a própria coletividade usuária dos serviços financeiros e de pagamento.

3.8 Conclusões parciais do Capítulo 3

Embora a correlação entre competição e inovação não aponte para uma conclusão unânime, há um entendimento convergente de que as inovações promovem desenvolvimento econômico.

No setor financeiro, contudo, a discussão ganha contornos ainda mais complexos, tendo em vista os riscos próprios da atividade financeira e as peculiaridades de um mercado absolutamente interconectado entre seus agentes, e diretamente relacionado às demais cadeias produtivas da economia.

Considerando as preocupações com corridas bancárias, assimetrias informacionais, e as fragilidades de contágio, decorrentes de quebras financeiras, sobretudo após a Crise de 2008, os reguladores buscaram estar ainda mais atentos quanto às inovações financeiras, que abrangem também aquelas no setor de pagamentos, e a possível criação de novas fontes de risco sistêmico.

Nesse sentido, como sopesar os benefícios trazidos pela inovação nos serviços financeiros e de pagamento nos últimos anos, capitaneadas pelas *fintechs*, e os riscos que elas potencialmente podem engendrar para a estabilidade do sistema como um todo?

Há diferenças em termos de exposição à riscos entre *fintechs* de pagamento e *fintechs* de crédito? E quanto às *bigtechs*? As preocupações seriam as mesmas, considerando que o mercado de *fintechs* tende a ser de pequeno porte e pulverizado? Quais as saídas regulatórias para colher os benefícios das inovações capitaneadas por essas plataformas financeiras sem, contudo, abrir espaço para o risco sistêmico no setor?

dinheiro e pagamentos, uma série de serviços financeiros, funcionalmente falando, não há razão para que não sejam regulados como bancos.

O último capítulo deste trabalho buscou demonstrar como as inovações financeiras propiciadas pelo avanço dos mercados digitais trouxeram desafios, não apenas sob o ponto de vista de desenho regulatório, mas também discussões sobre o eventual dilema entre *fintechs* e risco sistêmico, revisitando o debate clássico sobre promover competição e atrair, por tabela, instabilidade para o setor financeiro.

Em que pese os estudos analisados não terem identificado risco iminente à estabilidade financeira advindo das *fintechs*, por si só, argumenta-se que alguns riscos devem ser sopesados à luz da regulação prudencial, notadamente aqueles referentes a riscos operacionais, de crédito e liquidez, segurança cibernética, prevenção a fraude e lavagem de dinheiro, entre outros.

Contudo, o que se argumentou é que a regulação financeira não deve engessar a concorrência, uma vez que a competição não é, *per se*, responsável pela fragilidade do setor financeiro, muito ao contrário, já que os dados empíricos trazidos apontam que um grau ótimo de concorrência não apenas é bom para a estabilidade financeira, como funciona também como mais um elemento disciplinador da conduta dos agentes econômicos no mercado.

Nessa linha, há um rol de evidências empíricas que demonstram que o aumento da competição leva os consumidores a monitorar suas instituições depositantes mais de perto, a exemplo de bancos, carteiras digitais e *fintechs*, bem como faz com que instituições ineficientes sejam forçadas a sair mercado ou a se tornarem menores, reduzindo flancos de eventual risco sistêmico.

A propósito dessas evidências, os reguladores financeiros ao redor do mundo vêm adotando incentivos para estimular, ainda que com cautela, a concorrência, trazendo seu valor como um dos objetivos primário da regulação, ao lado dos demais.

Esse foi o caso do processo e agenda regulatória desenvolvida pelo Banco Central do Brasil no mercado de meios de pagamento, inicialmente aberto pela intervenção das autoridades antitruste no nicho de aquisição (credenciamento), e, paulatinamente, sendo reforçado por uma regulação pró-competitiva, que trouxe o valor da competição para o cerne da regulamentação infralegal.

As *fintechs* e as inovações deflagradas nos mercados de plataformas digitais desafiaram amplamente o entendimento convencional sobre a direção do mercado, das instituições financeiras e dos sistemas de pagamento, além de ter tensionado quais

devem ser os objetivos diretos da regulação financeira, justamente por conta da emergência de mercados difusos, com tomada de decisão descentralizadas e com poder dissipado entre vários atores, pequenos em sua maioria, mas diversos e relevantes nos novos nichos de mercado criados.

Com efeito, o já tradicional e extenso debate sobre concentração e competição no setor financeiro, ganhou novas cores com a emergência das *fintechs* e, embora diversas construções teóricas deem conta de que a concentração seria benéfica para a solidez e estabilidade do sistema financeiro, elas não são incontestáveis e vêm sendo questionadas, ante os ganhos sociais trazidos pelos novos entrantes.

Além dos benefícios mapeados decorrentes das inovações e da maior competitividade trazida pelos novos agentes econômicos, acredita-se que as estruturas regulatórias importam mais em relação ao nível médio de risco assumido pelo setor financeiro, do que o grau de competição do mercado.

Essa afirmação faz todo o sentido considerando a regulação pró-competitiva estabelecida para as *fintechs* de pagamento e instituições de pagamento no Brasil, sujeitas a uma série de regramentos prudenciais para amarrar a assunção de riscos por parte de seus modelos de negócio, notadamente, em relação aos requisitos de capital e diversas outras amarras regulatórias aplicáveis aos recursos mantidos em contas de pagamento.

Por oportuno, os estudiosos apontam que a liberalização em um ambiente institucional fraco ou com regulação e supervisão inadequadas, desloca os riscos para o cidadão e aumentam a probabilidade de crises sistêmicas.

Ou seja, promover competição em um ambiente regulatório opaco e com fracos mecanismos de controle pode, sim, trazer efeitos negativos para a estabilidade financeira.

Logo, permitir o florescimento da concorrência, sem a calibragem correta dos instrumentos regulatórios pró-competitivos, e com uma abordagem diferenciada de desenho, pode, de fato, gerar instabilidade sistêmica.

Entretanto, como se procurou demonstrar, tanto a concentração agregada, quanto a competição, podem estar positivamente associadas à estabilidade financeira.

Em meio a tantas visões oscilantes, um consenso é certo: a tecnologia financeira utilizadas pelas *fintechs* está transformando as finanças, gerando ganhos de bem-estar social, e desafiando a regulação financeira e de pagamentos de forma inédita no mundo todo.

Se, por um lado, a dinâmica e o racional das plataformas digitais qualificam as *fintechs* como vetores para expansão do acesso a serviços financeiros e de pagamentos a custos baixos, por outro, enseja potenciais riscos, como visto, com desafios próprios dos mercados digitais, gerando também situações de conflitos de interesse entre a plataforma e o provedor do serviço intermediado.

Ante o exposto, novos riscos colocados pelas *fintechs* de pagamento (ou *bigtechs* atuantes no setor financeiro e no mercado de meios de pagamento), uma vez que não se encontram, de saída, dentro do perímetro regulatório, podem e devem ser mitigados por uma abordagem de política pública mais ampla, que combine elementos da regulação setorial e da política de concorrência, assim como a aplicação dos princípios de defesa do consumidor e da proteção de dados pessoais.

Para os teóricos investigados, as distorções criadas, juridicamente, para entrelaçar bancos, dinheiro e pagamentos, só devem instigar a mudanças, em um contexto onde podemos ter melhores opções, já que essas distorções representam uma barreira saudável à concorrência se houver algo promissor do outro lado: a perspectiva de um sistema financeiro seguro, mais rápido e inclusivo.

Os recentes desenvolvimentos tecnológicos, entretanto, abriram um mundo de novas possibilidades, inclusive, no domínio do dinheiro e dos pagamentos, mas isso não quer dizer que todas essas novas tecnologias necessariamente produzirão benefícios sociais significativos.

No caso do mercado de meios pagamentos essa dificuldade de análise é agravada pela existência de marcos regulatórios que, ao mesmo tempo em que distorcem a concorrência, também desempenham um papel vital na promoção da estabilidade financeira e monetária.

A questão, portanto, passa a ser como as políticas devem equilibrar os objetivos de promover maior competição e inovação no setor financeiro, com o imperativo de proteger a sociedade contra o risco sistêmico e as eventuais condutas anticompetitivas decorrentes de abusos do poder econômico.

No Brasil, o exemplo do duopólio no mercado de meios de pagamentos eletrônico, até 2010, descrito nesse trabalho, e o papel que as *fintechs* de pagamento foram granjeado, paulatinamente, na inclusão financeira e redução da concentração, se tornou um símbolo de como a regulação financeira, privilegiando a competição de maneira inédita, gerou a redução de preços dos serviços de pagamento, eficiências no provimento de contas digitais, e ganhos de bem estar do consumidor, sem comprometer a estabilidade financeira ou gerar novas fontes de risco sistêmico, em que pesem os desafios regulatórios de prevenção à riscos operacionais, fraudes e segurança cibernética.

Nessa toada, é inegável que as inovações e ganhos de eficiência trazidos pelos modelos de negócio baseados em moeda eletrônica (carteiras digitais, entre outras modalidades de instituições de pagamento) conquistaram, de maneira até improvável, parte significativa do mercado consumidor, o que permitiu o arrefecimento de antigos oligopólios e aumento de bem-estar social, com redução de taxas e ampliação da oferta de serviços financeiros.

No que tange às instituições de pagamento, após anos de atuação apenas nesse mercado, o regulador apontou que muitas *fintechs* começaram a expandir suas atividades para outros segmentos do setor financeiro, além dos que originalmente entraram, incluindo o mercado de crédito.

Com efeito, as *fintechs* de pagamento foram crescendo, contínua e vigorosamente, ao longo da última década no Brasil, notadamente após o advento da Lei nº 12.865/2013, formando também seus próprios grupos econômicos, liderados não por instituições financeiras, mas por instituições de pagamento, ensejando novos regramentos prudenciais por parte do Banco Central.

Desse modo, a regulação prudencial assumiu, e assume, papel fundamental no setor, uma vez que determina os requisitos aplicáveis às instituições (financeiras e de pagamento) para mitigar possíveis riscos que venham a vulnerabilizar os sistemas de pagamentos, e causar danos aos consumidores, por meio de uma série de medidas que visam gerenciar esses riscos. Contudo, é preciso que sua abordagem seja, constantemente, calibrada, para que não se torne uma barreira de entrada excessiva ao mercado, ou que, tampouco, não cumpra seu papel de zelar pela idoneidade das instituições.

Nesse sentido, o CMN e o Bacen, ao regulamentar as instituições e arranjos de pagamento, levaram em consideração regramentos prudenciais que atenuassem os eventuais riscos que poderiam surgir, a partir da atuação desses novos entrantes (*fintechs*), buscando equilibrar, como dito, o dilema entre estabilidade e concorrência, a fim de permitir que o mercado de pagamentos florescesse e também beneficiasse a sociedade com uma estrutura mais competitiva.

Destarte, embora os requisitos prudenciais não impeçam necessariamente que uma instituição de pagamento regulada, ou *fintech* de pagamento ainda fora do perímetro regulatório, enfrente problemas financeiros, eles minimizam seus efeitos negativos e de contágio.

Logo, importante levar em consideração que o tratamento prudencial, antes de resguardar a solidez dessas instituições, não deve acabar por elevar demasiadamente os custos regulatórios de entrada, de modo a sufocar a inovação e a competição, que também se configuram como instrumentos disciplinares da conduta dos agentes econômicos no mercado.

A regulação do mercado de meios de pagamentos, proposta pelo Banco Central e CMN é o emblema do que ora se apregoa, onde, a partir de 2013, os reguladores capitanearam o florescimento da concorrência como um dos objetivos primários da regulação, sem abrir mão de determinar obrigações de supervisão dos entrantes, com uma abordagem assimétrica da regulação.

Sob essa perspectiva, o regulador brasileiro permitiu que o aparente dilema entre promover competição e gerar novas fontes de risco sistêmico, fosse parcialmente mitigado e monitorado, ao determinar que o ônus regulatório de determinadas obrigações infralegais fosse exigido somente após o crescimento de determinados provedores de serviços de pagamento.

Ademais, com o advento das *fintechs* e *bigtechs* transformado os contornos tradicionais do setor financeiro, os reguladores também precisaram se atentar ao fenômeno da desconexão regulatória – onde o rompimento entre o arcabouço normativo existente, em face da nova realidade trazida pela inovação, demandou a criação de novas figuras reguladas para as instituições de pagamento e os arranjos que elas fazem parte.

Por conseguinte, novas abordagens regulatórias se fizeram necessárias, seja por entidade ou por atividade, de forma a estruturar e sistematizar processos e métodos de

análise de risco, fazendo com que a incerteza se transformasse em monitoramento calculado, permitindo, com isso, uma melhor tomada de decisões regulatórias, ao mesmo tempo, em que se preservou um grau tal de liberdade, capaz de não inibir a inovação.

Em termos de regulação financeira, os grandes desafios tecnocráticos que se apresentam ajudam a explicar o porquê de os formuladores de políticas públicas, muitas vezes, relutarem em repensar as estruturas legais que apoiam e consolidam o sistema bancário, de crédito e pagamentos.

Já que, caso os reguladores financeiros e formuladores de políticas não consigam endereçar em tempo hábil os riscos identificados e expandir, rápida e efetivamente, o perímetro de regulação em resposta ao surgimento de novos mercados e agentes econômicos, podem ficar sujeito ao perigo de contribuir para o acúmulo de novas fontes de risco sistêmico.

Diante de tantos prós e contras, é preciso endereçar, portanto, o fomento à inovação propiciado pelas *fintechs*, notadamente no setor de pagamentos, por meio de uma regulação flexível e pró-competitiva, sem, no entanto, deixar de privilegiar os instrumentos regulatórios que servem para prevenir riscos e preservar a estabilidade financeira.

Esse novo prisma de análise reclama a coordenação de diferentes objetivos primários para a regulação financeira, que não forcem seus formuladores a uma falsa dicotomia entre promover a concorrência e a inovação, ou apenas conter e remedir possíveis riscos sistêmicos.

Nesse sentido, é justamente uma abordagem pró-competitiva da regulação, com seu caráter dinâmico e flexível, que poderá arrefecer os eventuais dilemas decorrentes de objetivos finais diferentes, tanto para a política de defesa da concorrência, quanto para a regulação financeira e de pagamentos, à luz das incontornáveis inovações.

Considerando a argumentação apresentada, nota-se que não se afigura simples a análise de promover uma regulação pró-competitiva em setores regulados, como é o caso do setor financeiro e de pagamentos, sem que os benefícios e os desafios sejam sempre muito bem cotejados e calibrados pelo regulador financeiro e acompanhados pelas autoridades de defesa da concorrência, no caso concreto, a partir dos modelos de negócios surgidos, inclusive, não apenas por parte de novos entrantes, mas também de agentes econômicos incumbentes interessados nas transformações do mercado.

Nesse contexto, o desafio institucional entre regulador e autoridades concorrenciais também se apresenta, uma vez que a atuação das agências antitruste em setores regulados é apenas uma das forças promotoras do zelo pela competição e contra o abuso do poder econômico, mas não a única, ou mesmo o elemento primordial.

Em contrapartida, zelar pelos diferentes objetivos regulatórios, entre eles, promover a competição, tampouco seria o mandato fundamental dos reguladores financeiros, conscientes da amplitude do seu compromisso com o interesse público.

O exemplo de introdução da competição no mercado de meios de pagamento, trazida para o cerne da regulamentação infralegal, assim como outrora ocorreu no mercado de telecomunicações, evidenciam que as autoridades regulatórias, notadamente aqui, o Banco Central e o CMN, possuem um leque de objetivos mais amplos e um ferramental de implementação maior que o CADE, para introduzir e ampliar a competição no mercado.

Nessa linha, a possibilidade de uso de regulação assimétrica (como no caso da abordagem baseada em volumetria para as instituições de pagamento, conforme explicado), a imposição de obrigações de contratação, de portabilidade e interoperabilidade, redução de custos de troca (*switching costs*), a criação de espaços de experimentação regulatória (como os *sandboxes*), e uma abordagem de regulação prudencial customizada, proporcional ao risco oferecido, são exemplos do arsenal de instrumentos regulatórios à disposição dos reguladores financeiros para tentar calibrar as falhas de mercado existentes, e ampliar o bem estar agregado e do consumidor, entre outros que podem surgir com as constantes mutações do mercado.

Destarte, à luz de todo o exposto nesse trabalho, fica patente a ideia de que a regulação do setor financeiro, notadamente a regulação prudencial à luz das *fintechs* de pagamento, deve e pode ser calibrada com instrumentos regulatórios que sejam, não apenas mitigadores de riscos, mas também promotores da concorrência, tendo em vista que a competição é também uma ferramenta de incentivo e adequação do comportamento dos agentes econômicos e, assim, a abordagem de uma regulação pró-competitiva, é, por tabela, uma abordagem prudencialmente relevante.

Por todo o exposto, afigura-se clara a necessidade de coordenar os esforços de defesa da concorrência e uma regulação prudencial pró-competitiva, bem como compatibilizar a atuação das autoridades competentes, em prol da própria estabilidade financeira e da competição, sendo o mercado de meios de pagamento brasileiro um símbolo do que se argumentou aqui.

4 CONCLUSÕES FINAIS

Na primeira década do século XX, uma política pública criada pelo médico sanitarista Oswaldo Cruz, então Diretor-geral de Saúde Pública do governo do Rio de Janeiro, foi implementada com intuito de erradicar a peste bubônica transmitida, sobretudo, por uma pulga presente nos ratos.

A política estabelecia diversas brigadas “mata-ratos” na cidade do Rio de Janeiro, com metas para cada cidadão voluntário: quem conseguisse capturar até oito ratos por dia, receberia 300 réis do governo por animal acima da cota estabelecida.⁸⁵²

O resultado da mal ajambrada política “Ratos de Ouro” foi que, em pouco tempo, verdadeiros criatórios se espalharam pela cidade, construídos por maus feitores focados na procriação dos camundongos, com objetivo de lucrar com a venda dos ratos ao governo.

A História ilustra bem como o desenho regulatório de uma política pode ser traiçoeira.

Apesar da boa intenção, o efeito alcançado foi inverso ao desejo pretendido, e a lição atravessa os tempos: criar e calibrar a melhor regulação é um esforço de prognose, e como tal, demanda não apenas imaginação criativa, mas constante análise dos incentivos criados, modulação dos efeitos verificados e combinação com outros instrumentos jurídicos-econômicos capazes de alcançar o resultado desejado.

A bem-sucedida regulação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, a partir da Lei nº 12.865/2013, é um símbolo no sentido inverso ao verificado no exemplo histórico acima.

Ao puxar para si e para o Conselho Monetário Nacional, a competência para regulamentar os arranjos e instituições de pagamento, o Banco Central não apenas promoveu os incentivos corretos para aumentar a competição no setor, como o fez, garantindo a segurança jurídica a partir da supervisão dos novos modelos de negócio surgidos, sopesando os ganhos sociais gerados, e arrefecendo antigas ineficiências, sem, no entanto, abrir espaço para novos flancos de risco sistêmico.

⁸⁵² Para mais informações, vide: CHAVES, Ricardo. Da compra de ratos à vacinação: algumas medidas de Oswaldo Cruz contra as pestes do Rio de Janeiro. *GHZ Almanaque*, 25 jul. 2019. Disponível em: <https://gauchazh.clicrbs.com.br/cultura-e-lazer/almanaque/noticia/2019/07/da-compra-de-ratos-a-vacinacao-algumas-medidas-de-oswaldo-cruz-contra-as-pestes-do-rio-de-janeiro-cjyj2fkxp04ul01mskzu6tvo5.html>. Acesso em: 19 dez. 2022.

O desenho regulatório erigido até aqui foi possível graças a uma abordagem diferenciada da regulação que, pela primeira vez, trouxe a competição com um dos objetivos primários da regulação financeira no mercado de meios de pagamento.

A abordagem assimétrica ou customizada dos regramentos, que tratou de diferenciar instituições de pagamento e instituições financeiras, segmentando também os riscos subjacentes a cada uma dessas duas macro-categorias e suas modalidades específicas, foi a grande protagonista responsável pela eficiência da política regulatória em promover competição no mercado de infraestrutura financeira brasileiro.

Sem uma abordagem regulatória pró-competitiva, após a abertura do mercado de pagamentos, corria-se o risco de a regulação prudencial engessar o mercado, ou na melhor das hipóteses, não fomentar o seu crescimento.

Diante do florescimento do mercado e da nova legislação promulgada em 2013, contudo, foi preciso pensar de maneira mais sofisticada o desenho regulatório, criando os incentivos corretos para colher os benefícios desejados, à luz das falhas de mercado existentes, que poderiam ser trazidos pelas *fintechs*, sem abrir mão de um sistema financeiro sólido e confiável.

Nesse sentido, o tráfego eficiente e seguro da moeda nos sistemas de pagamento e de liquidação têm fundamental importância para o sistema financeiro das sociedades, bem como para a manutenção da estabilidade financeira, na medida em que se constituem como os principais canais de transmissão de eventuais choques sistêmicos.

Essa é a razão pela qual o gerenciamento dos riscos no âmbito dos sistemas de pagamento tem ocupado a agenda de discussão dos bancos centrais e dos principais organismos financeiros internacionais, principalmente a partir do início dos anos 90.

A emergência de novos fenômenos monetários e novos modelos de negócio, como visto, abarcados pelo uso da moeda eletrônica e das moedas virtuais, passaram a desafiar os objetivos clássicos da regulação financeira no mundo todo, uma vez que as inovações trazidas por esses entrantes ensejaram a atenção das novidades que poderiam ser desestabilizadores, do ponto de vista operacional, de liquidez e crédito.

Em 2002, a reforma do sistema de pagamentos, como visto, com a implantação do Sistema de Transferência de Reservas (STR), por parte do Banco Central, foi o pontapé para aperfeiçoamentos legais e regulamentares efetuados, inicialmente pela Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, com a institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).

Entre 2005 e 2009, o olhar atento do Banco Central ao mercado de pagamentos eletrônicos contribuiu também para importantes relatórios sobre a indústria, que viriam a subsidiar a atuação dos órgãos de defesa da concorrência no setor, e encerrar, em 2010, o regime de duopólio existente, até então, entre bandeiras e credenciadoras no mercado de adquirência.

Em 2013, a nova Lei de Pagamentos Brasileira foi promulgada, Lei nº 12.865/2013, endereçando algumas das ineficiências identificadas anteriormente pelos relatórios técnicos sobre o setor, e estabelecendo, expressamente, a competição, a interoperabilidade, a inovação e a inclusão financeira como princípios norteadores da regulação do mercado de meios de pagamento.

De 2013 para cá, diferentes normativos permitiram e ampararam o florescimento do mercado, tendo a concorrência como um dos objetivos primários da regulamentação infralegal.

Essa abordagem pró-competitiva da regulação se mostrou inédita nessa indústria, haja vista que atrair competição para o setor financeiro, para a doutrina mais conservadora, sempre foi considerado um fator de atração de instabilidade para o sistema.

Apesar da agenda pública do Banco Central de fomento à competição e de supervisão regulatória sobre os novos entrantes, *fintechs* ou *bigtechs*, atuantes no setor financeiro, de acordo com estudos da autoridade concorrencial brasileira, o mercado de meios de pagamento segue concentrado, mas principalmente, verticalizado junto às instituições bancárias, como em outros países, e sujeito a uma série de novos desafios regulatórios, em geral, por conta da natureza de plataformas dos agentes econômicos, empresas essencialmente digitais.

A combinação da alta adesão social e das contantes inovações trazidas por novos provedores de serviços financeiros, está formando um novo ecossistema de negócios digitais na indústria de pagamentos como um todo, desafiando os reguladores a endereçarem novas questões com diferentes abordagens regulatórias.

A regulação financeira, analisada em sua divisão clássica como regulação sistêmica e prudencial, possui objetivos expressos que se coadunam com a ideia de preservação da estabilidade e da solidez do sistema financeiro, tendo em vista as peculiaridades do setor e da atividade de intermediação, mas partir dos anos 2000, e sobretudo na última década, a proeminência dos mercados digitais foram tensionado seus objetivos primordiais, tendo em vista os ganhos gerados pelo cenário de maior competição, maior oferta de serviços e

produtos a preços mais competitivos, mais inclusão financeira e ganhos de bem estar do consumidor.

Diante desse quadro de intensa transformação no setor, com novos provedores de serviços surgidos fora do perímetro de supervisão das autoridades regulatórias, não apenas os objetivos da regulação financeira passaram a ser questionados, mas também o próprio papel dos reguladores em relação à promoção efetiva da concorrência e da inovação no mercado.

Nesse sentido, o papel da política de concorrência nos setores regulados e o olhar sobre os objetivos do antitruste quando da avaliação dos mercados digitais (notadamente, o mercado de plataformas, modelo de negócio das *fintechs*), também vêm sendo sendo questionados, em função do potencial de condutas anticompetitivas no setor, causados por possíveis abusos de posição dominante por parte de incumbentes, sejam eles instituições financeiras tradicionais ou grandes empresas de tecnologia atuantes no mercado financeiro de pagamentos.⁸⁵³

Com efeito, a reflexão sobre os objetivos da regulação financeira e da política concorrencial, bem como sobre a atuação das autoridades monetárias e das agências antitruste no mercado de meios de pagamento, se mostram muito pertinentes de serem avaliadas, em função da necessidade de alinhamento das agendas, defendida nesse trabalho, em benefício da promoção da competição no setor.

Nessa toada, o processo regulatório capitaneado pela autoridade monetária brasileira pós-2013, e as regulamentações infralegais que se seguiram à legislação, além das Agendas BC+ e BC#, inauguraram, de maneira inédita, um tempo de aproximação de uma agenda pró-competitiva, efetiva, por parte da regulação financeira, levada a cabo pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central, alinhado com os objetivos da política concorrencial, pilotada pelo CADE.

A promoção da concorrência no setor financeiro e de pagamentos, contudo, remete ao clássico debate sobre as implicações de atrair competição para o mercado financeiro, especialmente o mercado bancário, onde haveria um propalado dilema entre estabilidade e concorrência, podendo as *fintechs* se configurarem como novas fontes de risco sistêmico.

⁸⁵³ BLOOMBERG. Apple pay processo antitruste. A ação coletiva foi apresentada nesta segunda-feira em um tribunal federal em San Jose, Califórnia. *Valor*, 18 fev. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/google/amp/financas/noticia/2022/07/18/apple-pay-leva-apple-a-ser-acusada-de-violacao-antitruste.ghtml>. Acesso em: 19 dez. 2022.

Em que pesem as fontes pesquisadas nesse trabalho não terem indetificado risco iminente à estabilidade financeira advindo das *fintechs*, *per se*, buscou-se demonstrar que os ganhos decorrentes das inovações financeiras, mesmo diante dos expressivos e verificáveis benefícios, devem ser monitorados e acompanhados de maneira atenta pelos reguladores, inclusive por meio de regulamentações que incentivem a concorrência, em função dos possíveis riscos operacionais e de segurança cibernética, que sujeitam a todos os participantes dos sistemas de pagamento.

Logo, a regulação financeira não deve temer a competitividade do mercado, uma vez que os dados empíricos apontam que um grau ótimo de concorrência não apenas é bom para a estabilidade financeira, como funciona também como mais um elemento disciplinador da conduta dos agentes econômicos.

Com efeito, o já tradicional e extenso debate sobre concentração e competição no setor financeiro ganhou “novas cores” ante os ganhos sociais trazidos pelas *fintechs*, embora diversas construções teóricas sigando apregoando que tão somente a concentração seria benéfica para a solidez e estabilidade do sistema financeiro e ignorando os ganhos de um mercado financeiro e de pagamentos mais competitivo.

Esse desdobramento é, particularmente, verificado no processo regulatório e agenda institucional desenvolvida pelo Banco Central do Brasil no mercado de meios de pagamento, paulatinamente, estimulado por uma regulação pró-competitiva, que trouxe o valor da competição para o cerne da regulamentação infralegal e contribui, diretamente, para a inclusão financeira e para a oferta de mais serviços e produtos a preços mais competitivos no setor, a exemplo das contas de pagamento digitais e gratuitas.

Além desses benefícios mapeados decorrentes das inovações e da maior competitividade trazida pelos novos entrantes no mercado de meios de pagamento, a tese procurou demonstrar como as estruturas regulatórias importam mais em relação do nível médio de risco assumido pelo setor financeiro, do que o grau de competição do mercado – o que seria mais um elemento justificador da busca pela concorrência por meio da regulação, sopesada com outros mecanismos de supervisão, advindos de outros microssistemas jurídicos.

Essa afirmação, segundo essa pesquisa, parece estar em consonância com regulamentação estabelecida para as *fintechs* de pagamento e instituições de pagamento, proposta pelo Banco Central do Brasil, onde também se impuseram uma série de regramentos prudenciais para amarrar a assunção de riscos por parte dos novos modelos de negócio.

Em meio à complexidade e pluralidade de visões quanto aos benefícios e riscos de um setor financeiro mais competitivo, um consenso é certo: a tecnologia utilizada pelas *fintechs* está transformando as finanças e desafiando a regulação financeira de forma inédita no mundo todo.

Se, por um lado, a dinâmica e o racional das plataformas digitais qualificam as *fintechs* como vetores para expansão do acesso a serviços financeiros e de pagamentos a custos baixos, por outro enseja potenciais riscos, conforme apresentado, com desafios próprios do ecossistema digital.

Por tudo isso, os potenciais “perigos” trazidos pelas *fintechs* de pagamento (ou *bigtechs* atuantes no mercado de meios de pagamento) podem e devem ser mitigados por uma abordagem de política regulatória mais ampla e flexível, além de uma compatibilização da regulação prudencial e da política de defesa da concorrência, sem abrir mão da aplicação dos princípios de defesa do consumidor e da proteção de dados pessoais, subsidiariamente.

A questão, portanto, passa a ser como as políticas públicas devem equilibrar os objetivos de promover maior competição e inovação no setor financeiro, com o imperativo de proteger a sociedade contra o risco sistêmico e as eventuais condutas anticompetitivas, decorrentes de abusos do poder econômico no mercado.

Nesse sentido, o exemplo do duopólio no mercado de meios de pagamentos brasileiro, descrito nesse trabalho, e o papel que as *fintechs* de pagamento foram granjeando, paulatinamente, na inclusão financeira e redução da concentração de mercado, se tornou um símbolo de como a regulação financeira, privilegiando a competição de maneira inédita, gerou eficiências e ganhos de bem-estar do consumidor, sem comprometer a estabilidade financeira ou gerar novas fontes de risco sistêmico.

Desse modo, a regulação prudencial assumiu e assume papel fundamental no setor, uma vez que determina os requisitos aplicáveis às instituições (financeiras e de pagamento) para mitigar possíveis riscos que venham a vulnerabilizar os sistemas de pagamentos e causar danos aos consumidores.

Outrossim, importante levar em consideração que o tratamento prudencial, antes de resguardar a solidez dessas instituições, não deve acabar por elevar demasiadamente os custos regulatórios de entrada, de modo a sufocar a inovação e a competição, que também se configuram como instrumentos disciplinares da conduta dos agentes econômicos no mercado.

Por conseguinte, a regulação do mercado de meios de pagamentos, proposta pelo Banco Central e CMN, teve o condão de estimular concorrência, até aqui, sem abrir mão de determinar obrigações de supervisão dos entrantes, a partir de uma abordagem customizada e assimétrica da norma, permitindo um crescimento amplo, mas seguro do mercado.

Sob esse prisma, o regulador brasileiro endereçou o aparente dilema entre promover competição e gerar novas fontes de risco sistêmico, permitindo que o ônus regulatório de determinadas obrigações infralegais fosse exigido somente após o crescimento de determinados provedores de serviços de pagamento, utilizando uma sistemática proporcional ao risco para a regulação.

Nessa toada, diante de tantos desafios tecnocráticos, o presente trabalho procurou demonstrar que para endereçar o fomento à inovação e os ganhos sociais propiciado pelas *fintechs*, à luz das falhas de mercado existentes no setor financeiro brasileiro, notadamente no mercado de meios de pagamentos, foi preciso adotar uma abordagem regulatória flexível e pró competitiva da norma, sem, no entanto, deixar de privilegiar os instrumentos da regulação que servem para prevenir riscos e preservar a estabilidade financeira.

Como verificado, esse novo prisma de análise, contudo, reclama a coordenação de diferentes objetivos primordiais para a regulação financeira, que não forcem seus formuladores a uma falsa dicotomia entre promover a concorrência e a inovação, ou apenas conter e remediar possíveis riscos sistêmicos.

Nesse sentido, é justamente uma abordagem pró-competitiva da regulação, com seu caráter dinâmico e flexível, bem como com seus desafios de monitoramento e implantação, que poderão arrefecer os eventuais dilemas decorrentes de objetivos finais diferentes, tanto para a política concorrencial no setor, quanto para a regulação prudencial de pagamentos, diante das incontornáveis inovações.

Nesse contexto, o desafio institucional entre regulador financeiro e autoridades concorrenciais também se apresenta, uma vez que a atuação das agências antitruste em setores regulados é apenas uma das forças promotoras do zelo pela competição e contra o abuso do poder econômico, mas não a única, ou mesmo o elemento primordial.

Em contrapartida, zelar pelos objetivos regulatórios, entre eles, promover a competição, tampouco seria o mandato fundamental dos reguladores financeiros, conscientes da amplitude de seus compromissos regulatórios.

Destarte, fica patente a ideia de que a regulação do setor financeiro, notadamente a regulação prudencial à luz das *fintechs* de pagamento, deve e pode ser calibrada com instrumentos regulatórios que sejam, não apenas mitigadores de riscos, mas também promotores da concorrência, de maneira direta, tendo em vista que a competição é também uma ferramenta de incentivo e adequação do comportamento dos agentes econômicos e, assim, a abordagem de uma regulação pró-competitiva, é, por tabela, uma abordagem prudencialmente relevante.

Por fim, diante de toda a construção teórica que se buscou apresentar neste trabalho, afigura-se clara a necessidade de coordenar os esforços da regulação prudencial, orientada de forma a não desincentivar a competição, e a própria política de defesa da concorrência, bem como compatibilizar a atuação das autoridades responsáveis pelas referidas políticas, em prol da própria estabilidade e competitividade do setor financeiro, sendo o mercado de meios de pagamento brasileiro um símbolo do que se argumentou aqui.

REFERÊNCIAS

A POLÍTICA. Um novo perfil de governança. *Política Nacional de Inovação*. Disponível em: <https://inovacao.mcti.gov.br/>. Acesso em: 15 dez. 2022.

ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 18. ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2019.

AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. *La monnaie entre violence et confiance*. Paris: Odile Jacob, 2002.

ALEXIADIS, P.; DE STREEL, A. Designing an EU intervention standard for digital platforms. *EUI Working Papers RSCAS 2020/14*, v. 1, nº 1, p. 9-16, 2020.

ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Competition and financial stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 36, nº 3, Part 2: Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making, A Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Cleveland May 21-23, 2003, p. 466, jun. 2004.

ALVES, Aluísio. XP começa a oferecer crédito a empresas por meio de fundo. *Reuters*, 04.03.2020. Disponível em: <https://br.reuters.com>. Acesso em: 18 mar. 2020.

ALVES, Carlos André de Melo; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basileia: estudo em bancos do país e do exterior. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, nº 2, mar.-abr. 2009.

AMARO, Mariana. Golpes de engenharia social cresceram em 2021. Saiba o que são e como proteger seu dinheiro. *InfoMoney*, nov. 2021. Acesso em <https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/golpes-de-engenharia-social-cresceram-saiba-o-que-sao-e-como-protoger-seu-dinheiro/>. Acesso em 5 dez. 2022.

ANTUNES, José Engrácia. A moeda bancária. Noções, natureza e estatuto jurídico. *Cadernos Jurídicos*, Lisboa, nº 5, p. 45, jul. 2022. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/cadernos_juridicos_5_2022.pdf. Acesso em: 5 dez. 2022.

ANTUNES, José Engrácia. *Cadernos Jurídicos*, Lisboa, nº 5, p. 45, jul. 2022. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/cadernos_juridicos_5_2022.pdf. Acesso em: 5 dez. 2022.

ANTUNES, José Engrácia. E-money. *Revista Eletrônica de Direito*, nº 2, v. 25, p. 11, jun. 2021. Disponível em: https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/34121/1/2_jose_engracia_antunes_1736.pdf. Acesso em: 5 dez. 2022.

ARMOUR, John *et al.* *Principles of financial regulation*. New York: Oxford University Press, 2016.

ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; Enriques *et al.* *Principles of Financial Regulation*. OUP Catalogue. Oxford: Oxford University Press, 2016.

ARNER, D. W.; BARBERIST, J.; BUCKLEY, R. The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? *Geo. J. Int'l L.*, 47, p. 1271-1319, 2015.

ARNER, Douglas *et al.* Fintech and Regtech: enabling innovation while preserving financial stability. *Georgetown Journal of International Affairs*, v. 18, p. 47-58, 2017.

ARROW, K. J. Economic welfare and the allocation of resources for invention. *Readings in Industrial Economics*, p. 609-626, 1962.

ARVIDSSON, Niklas. The future of cash. In *The Rise and Development of FinTech*, 2018, 107-120.

ASCARELLI, Tullio. *Studi giuridici sulla moneta*. Milano: Giuffrè, 1949.

AWREY, Dan. Toward a supply-side theory of financial innovation. *Journal of Comparative Economics*, 41(2), p. 401-419, 2013.

AWREY, Dan. *Unbundling Banking*. Money, and Payments, 2021.

AWREY, Dan; VAN ZWIETEN, Kristin. Mapping the Shadow Payment System. *SWIFT Institute Working Paper*, nº 2019-01, 2019.

AZEVEDO MARQUES, Floriano. Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea. *Revista de Direito Público da Economia*, v. 9, p. 79-94, jan./mar. 2011.

AZEVEDO, Francisco de Paula Vicente de. *Contribuição ao estudo da reforma bancária brasileira*. Separata dos Anais do 1º Congresso Nacional de Bancos, São Paulo, 1960.

BACEN MF MC MAPA MME MDIC. Exposição de motivos Medida Provisória nº 615/2013, p. 2. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/Mpv/mpv615.htm Acesso em: 7 jun. 2021.

- BAER, Mônica. *A internacionalização financeira no Brasil*. Petrópolis: Vozes, 1986.
- BAKER, Jonathan B. The Antitrust Paradigm Restoring a Competitive Economy, p. 1-369, 2019.
- BALDWIN, R.; CAVE, M. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. Oxford: Oxford University Press, 1999.
- BALZ, Burkhard. Fintech and bigtech firms and central banks: conflicting interests or a common mission? Embaixada alemã na Cingapura, novembro de 2019, p. 1. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r191111b.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2022.
- BAMADU, Gbenga. The Regulation of Electronic Money Institutions in the United Kingdom. *Journal of Information Law & Technology*, nº 3, p. 1-30, 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Banco Central divulga as diretrizes gerais de uma moeda digital para o Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17398/nota>. Acesso em: 24 maio 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo no Brasil 2005. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Publicacoes_SPB/Diagnostico%20do%20Sistema%20de%20Pagamentos%20de%20Varejo%20no%20Brasil.pdf. Acesso em: 6 jun. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Cidadania Financeira 2018. p. 63-64. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Nor/releidfin/index.html>. Acesso em: 15 jun. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf. Acesso em: 6 ago. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>. Acesso em: 6 ago. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021.pdf. Acesso em 4 dez. 2022.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária, 2017. p. 128. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf. Acesso em: 6 ago. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira. Nov. 2002. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 4 dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, jun. 1999, p. 87-88. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906P.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN 2.099/1994. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1994/pdf/res_2099_v1_O.pdf. Acesso em: 6 ago. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Financeiro Nacional – 1989 a 2000. Disponível em: www.bcb.gov.br. Acesso em: 2 jun. 2021.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems at 38. mar. 2003. Disponível em: https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf. Acesso em: 1º nov. 2022.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Core Principles for Systemically Important Payment Systems. *Committee on Payment and Settlement Systems*, jan. 2001. Disponível em <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf> . Acesso em: 6 jan. 2021.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Principles for financial market infrastructures. *Committee on Payment and Settlement Systems*. abr. 212. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> . Acesso em: 5 fev. 2022.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *The role of payment systems and services in financial inclusion – the Latin American and Caribbean perspective*. 2017.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Innovation Hub Other. Central bank digital currencies, setembro 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/othp42.htm>. Acesso em: 5 dez. 2022.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. The dawn of fintech in Latin America: landscape, prospects and challenges, p. 9. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap112.htm>. Acesso em: 9 jun. 2021.

BAPTISTA, Patricia. *Transformações do direito administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara. Por que, quando e como regular as novas tecnologias? Os desafios trazidos pelas inovações disruptivas. *Revista de Direito Administrativo*, v. 273, 2016. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/66659>. Acesso em: 20 jan. 2022.

BAPTISTA, Pedro Antônio de Jesus. Tribunal de Contas da União. Agenda BC+ e Agenda BC#: Apontamentos para controle externo da política pública de redução do spread bancário no Brasil, p. 72. Disponível em: <file:///Users/fernandagaribaldi/Downloads/Pedro%20TCC%20ISC%202022%2005%2027%20Completo.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2022.

BARR, Michael S.; JACKSON, Howell E.; TAHYAR, Margaret E. *Financial Regulation: Law and Policy*. 3. ed. University Casebook Series, 2021

BARTH, James R. *et al. Rethinking bank regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Range of practice in the regulation and supervision of institutions relevant to financial inclusion. *BIS: Bank for International Settlements*, jan. 2015, p. 25. Disponível em: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d310.htm>. Acesso em: 20 nov. 2022.

BAXTER, W. F. Bank interchange of transactional paper: legal perspectives. *Journal of Law and Economics*, 26, p. 541-588, 1983

BCB/SEAE/SDE. *Relatório sobre a indústria de cartões de pagamento*. Brasília: Ministério da Fazenda, Ministério da Justiça, 2010.

BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Bank concentration, competition and crises: first results. *Journal of Banking & Finance*, v. 30 (5), p. 1581-1603, 2006.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga; GALÍPOLO, Gabriel. *Dinheiro: o poder da abstração real*. São Paulo: Contracorrente, 2021.

BERGER, Allen; HANNAN, Timothy: The Price-Concentration Relationship in Banking. *The Review of Economics and Statistics*, v. 71, n° 2, p. 291, maio 1989.

BERLE, Adolf. Banking under the anti-trust laws. *Columbia Law Review*, v. 49, n° 5, p. 592, maio 1949.

BERNANKE, Ben S. *Financial Innovation and Consumer Protection*. Discurso na Sixth Biennial Community Affairs Research Conference do Federal Reserve System, Washington, D.C., 17 de abril 2009.

BIBER, Eric *et al.* Regulating business innovation as policy disruption: from the model T to Airbnb. *Vanderbilt Law Review*, v. 70, p. 1561-1626, 2017, p. 1583; RANCHORDÁS, Sofia.

Constitutional sunsets and experimental legislation: a comparative perspective. Northampton, Massachusetts: Edward Elgar, 2014.

BINENBOJM, Gustavo. *Poder de polícia, ordenação, regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador*. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

BINENBOJM, Gustavo; CYRINO, André; VORONOFF, Alice; KOATZ, Rafael L. F. *Direito da regulação econômica: teoria e prática*. Belo Horizonte: Fórum, 2020.

BLOOMBERG. Apple pay processo antitruste. A ação coletiva foi apresentada nesta segunda-feira em um tribunal federal em San Jose, Califórnia. *Valor*, 18 fev. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/google/amp/financas/noticia/2022/07/18/apple-pay-leva-apple-a-ser-acusada-de-violacao-antitruste.ghtml>. Acesso em: 19 dez. 2022.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation*, jan. 2022.

BOMBANA, Lucas. Disputa de mercado entre bancos e fintechs seguirá aquecida em 2022. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/01/disputa-de-mercado-entre-bancos-e-fintechs-seguira-aquecida-em-2022.shtml?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=newsmmercado. Acesso em: 8 nov. 2022.

BORDO, Michael D.; LEVIN, Andrew T. Central bank digital currency and the future of monetary policy. Technical report. National Bureau of Economic Research, 2017.

BORGES, Rodrigo Fialho. *Descontrole de estruturas: dos objetivos do antitruste às desigualdades econômicas*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

BOYD, John; DE NICOLÓ, Gianni. The theory of bank risk taking and competition revisited. *The Journal of Finance*, v. 60, n° 3, p. 1329-1343, jun. 2005.

BOYD, John; DE NICOLÓ, Gianni. The theory of bank risk taking and competition revisited. *The Journal of Finance*, v. 60, n° 3, p. 1329-1343, jun. 2005.

BOYD, John; DE NICÓLO, Gianni; SMITH, Bruce. Crises in competitive versus monopolistic banking systems. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 36, n° 3, Part 2: Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making A Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Cleveland May 21-23, 2003, p. 487-506, jun. 2004.

BRITO, Alan. A reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro e seus impactos nas instituições financeiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, 2011. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rcf/a/RmhLLv8DfCrdW7cTqrGyKNC/?lang=pt>. Acesso em: 4 jun. 2021.

BROLIO, Priscila. O Cade, o Banco Central e a guerra das maquininhas. Não se pode admitir abuso do poder econômico. Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2019/05/o-cade-o-banco-central-e-a-guerra-das-maquininhas.shtml?origin=folha>. Acesso em: 15 jun. 2021.

BROMBERG, Lev; GODWIN, Andrew; RAMSAY, Ian. Cross-border cooperation in financial regulation: crossing the fintech bridge. *Capital Markets Law Journal*, v. 13, p. 59-84, 2018.

BRUMMER, Chris; YADAV, Yesha. Fintech and the innovation trilemma. *Georgetown Law Journal*, 2018 (forthcoming). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3054770>. Acesso em 12 maio 2018.

BRUNNERMEIER, Markus K.; JAMES, Harold; LANDAU, Jean-Pierre. The Digitalization of Money. *NBER Working Paper* nº 26300, 2019. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/pri/econom/2019-13.html>. Acesso em 8 nov. 2022.

BRUZZI, Eduardo. *Regulação das fintechs e sandboxes regulatórias*. Dissertação (Mestrado) – FGV Rio de Janeiro, 2019.

BUCHAK, Greg; MATVOS, Gregor; PISKORSKI, Tomasz; SERU, Amit. Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banks. Technical report. National Bureau of Economic Research, 2017.

CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Ata da 3ª Audiência Pública/2018. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQA8mpB9yPnyS6wTBQrUvtntEhjVVvTGNEGujG_C7_ou-dvOkj4xvLIBb6T9b57teDthLSMnRho7EvQFjy2KqfYHUXt2OIQ. Acesso em: 4 out. 2021.

CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Cadernos do Cade: Mercado de Instrumentos de Pagamento*. Brasília: Ministério da Justiça, 2019. Disponível em: http://en.cade.gov.br/cade/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/publicacoes-dee/Cadernodeinstrumentosdepagamento_27nov2019.pdf. Acesso em: 6 ago. 2021.

CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal. Julho, 2016. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>. Acesso em: 9 jun. 2021.

CALDEIRA, Jorge. *Mauá: empresário do império*. Companhia das Letras, 1995.

CALÓGERAS, J. Pandiá. *A política monetária do Brasil*. São Paulo: Companhia Editorial Nacional, 1960.

CAMILLO JUNIOR, Ruy. *Direito societário e regulação econômica*. Barueri-SP: Manole, 2018.

CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. *Direito societário e estado regulador: a regulação econômica setorial por instrumento societários*. 2016. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

CAMINHA, Lucas. *Novo mercado de crédito: concorrência, regulação e novas tecnologias*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

CAMPBELL-VERDUYN, Malcolm (ed.). *Bitcoin and beyond: cryptocurrencies, blockchains, and global governance*. New York: Routledge, 2018.

CAPUTO, Ana C.; MELO, Hildete P. A industrialização brasileira nos anos de 1950: uma análise da Instrução 113 da Sumoc. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 39, nº 3, p. 513-538, 2009.

CARBÓ, S.; PEDAUGA, L. E.; RODRIGUEZ-FERNANDEZ, F. Another Look at Bank Consolidation and Financial Stability. *Mimeografado*, 2013.

CARLETTI, Elena; HARTMANN, Philipp. Competition and stability: what's special about banking? *European Central Bank Working Paper Series, Working Paper nº 146*, p. 19, maio 2002.

CARLETTI, Elena; SMOLENSKA, Agnieszka. *10 years on from the Financial Crisis: cooperation between competition agencies and regulators in the financial sector*. OCDE, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, Competition Committee. Paris, OECD, 2017.

CARNEIRO, Lucianne. 34 milhões de brasileiros ainda não têm acesso a bancos no país. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/04/27/34-milhoes-de-brasileiros-ainda-nao-tem-acesso-a-bancos-no-pais.ghtml>. Acesso em: 27 abr. 2021.

CARNELL, Richard Scott; MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P.; CONTI-BROWN, Peter. *The Law of Financial Institutions*. Aspen, 2021.

CARNEY, John. Lending Club's Same Old Scene. *Wall Street Journal*, 28.08.2014. Disponível em: www.wsj.com/articles/lending-clubs-same-old-scene-heard-on-the-street-1409261326. Acesso em: 16 jun. 2022.

CARNEY, Mark. Speech. The promise of FinTech Something New under the Sun? 25 de janeiro de 2017, p. 4. Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/The-Promise-of-FinTech-%E2%80%93-Something-New-Under-the-Sun.pdf>. Acesso em: 6 ago. 2021.

CASINI, Lorenzo. Além do Estado: o surgimento da administração global. *Revista de Direito Administrativo*, v. 267, p. 13-39, 2014.

CBNINSIGHTS. Here's why Amazon is no shoo-in to win the \$513B global cloud market. Disponível em: <http://bit.ly/2BfkoHb>. Acesso em: 4 mar. 2022.

CHANG, E. J.; GUERRA, S. M.; LIMA, E.J.; TABAK, Benjamim. The stability–concentration relationship in the Brazilian banking system. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, v. 18, Issue 4, p. 396, out. 2008.

CHANG, Felix B. The Systemic Risk Paradox: Banks and Clearinghouses Under Regulation, *Colum. Bus. L. Rev.*, n. 747, 2014.

CHANG, Ha-Joon. The Economics and Politics of Regulation. *Cambridge Journal of Economics*, n. 21, p. 703-728, 1997.

CHAUM, David. *Blind Signatures for Untraceable Payments*. University of California, 1982.

CHAVES, Ricardo. Da compra de ratos à vacinação: algumas medidas de Oswaldo Cruz contra as pestes do Rio de Janeiro. *GHZ Almanaque*, 25 jul. 2019. Disponível em: <https://gauchazh.clicrbs.com.br/cultura-e-lazer/almanaque/noticia/2019/07/da-compra-de-ratos-a-vacinacao-algumas-medidas-de-oswaldo-cruz-contras-pestes-do-rio-de-janeiro-cjyj2fkxp04ul01mskzu6tvo5.html>. Acesso em: 19 dez. 2022.

CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

CHIRICO, Antonio. *E-Commerce – I sistemi di pagamento via internet e la moneta elettronica*. Napoli, Edizioni Giuridiche Simone, 2006.

CHIU, Iris H-Y. *Regulating (from) the inside: the legal framework for internal control in banks and financial institutions*. London: Bloomsbury, 2018.

CHRISTENSEN, Clayton M.; RAYNOR, Michael E.; MCDONALD, Rory. Harvard Business School. What is disruptive innovation? 2015. Disponível em: <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation>. Acesso em: 6 ago. 2021.

CHUEN, David Lee Kuo. *Handbook of digital currency: bitcoin, innovation, financial instruments, and big data*. San Diego: Elsevier, 2015.

CLAESSENS, Stijn; LABVEN, Luc. What Drives Bank Competition? *Some International Evidence*. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 36, n° 3, Part 2: Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making A Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Cleveland May 21-23, 2003, p. 563-583, jun. 2004.

COGLIANESE, Cary. The challenge of regulatory excellence. In: COGLIANESE, Cary (Org.). *Achieving regulatory excellence*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2017

COGLIANESE, Cary; MENDELSON, Evan. Meta-regulation and self-regulation. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin (Org.). *The Oxford handbook of regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

COHEN, Benjamin J. *The future of money*. Princeton University Press, 2006. Livro digital.

COMMITTEE on Payments and Market Infrastructures. *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement*. Na analytical framework. fev. 2017. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf> [<https://perma.cc/K6H9-X4GP>]. Acesso em: 5 dez. 2022

COMMITTEE on Payments and Market Infrastructures. Survey of Electronic Money Developments. *BIS: Bank for International Settlements*, n° 38, maio 2000. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d38.htm>. Acesso em: 20 nov. 2022.

CONSTÂNCIO, Vitor. *The future of finance and the outlook for regulation*. In remarks at the Financial Regulatory Outlook Conference, Rome, 2017. v. 9.

CONTEL, Fábio B. *Técnicas, normas e topologias bancárias no Brasil*. Tese (Doutorado) – São Paulo: Universidade de São Paulo, 2006.

COOTER, Robert, *et al.* The importance of law in promoting innovation and growth. In: LITAN, Robert E. *et al.* *Rules for growth: promoting innovation and growth through legal reform*. Missouri-EUA: Ewing Marion Kauffman Foundation, 2011.

CORTEZ, Nathan. Regulating disruptive innovation. *Berkeley Technology Law Journal*, v. 29, p. 175-228, 2014.

COSTA NETO, Yttrio Corrêa da. *Bancos oficiais no Brasil: origens e aspectos do seu desenvolvimento*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Brasil dos Bancos*. São Paulo: Edusp, 2014.

COUTINHO, Diogo R.; KIRA, Beatriz. Vinhos novos em garrafas velhas. *Jota*, 2 jul. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/regulacao/vinhos-novos-em-garrafas-velhas-03072018>. Acesso em: 4 abr. 2022.

COZER, Cristiano *et al.* Perfis de atuação do Banco Central do Brasil no segmento de pagamentos de varejo. In: COHEN, Gabriel (org.). *Direitos dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 35-59.

CPI dos Cartões de Crédito 2018. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/comissoes/comissao?codcol=2171>. Acesso em: 4 out. 2021.

CRÉMER, Jacques; MONTJOYE, Yves-Alexandre de; SCHWEITZER, Heike. Competition policy for the digital era. European Union, April 2019. Disponível em: <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419345enn.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2022.

CROCE, Marcus Antônio. Crises financeiras na primeira década republicana e os bancos em Minas Gerais (1889-1903). Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/AMSA-97GK2M/1/tese_geral___marcus_antonio_croce.pdf, pág. 65. Acesso em: 17 nov. 2020.

CROXSON, Karen; FROST, Jon; GAMBACORTA, Leonardo; VALLETTI, Tommaso. Platform based business models and financial inclusion. *BIS Working Paper* nº 986, 2022.

CUBILLAS, E.; GONZALÉZ, F. Financial liberalization and bank risk-taking: international evidence. *Journal of Financial Stability*, p. 32-48, 2014.

CUNNINGHAM, Colleen; EDERER, Florian; MA, Song. Killer Acquisitions. *Journal of Political Economy*, v. 129, nº 3, p. 649-702, 2021.

DAROLLES, S. The rise of fintechs and their regulation. *Financial Stability Review*, Banque de France, issue 20, p. 85-92, 2016.

DE FILIPPI, Primavera; WRIGHT, Aaron. *Blockchain and the law: the rule of code*. Cambridge and London: Harvard University Press, 2019.

DE REUVER, M., VERSCHUUR, E., NIKAYIN, F., CERPA, N. *et al. Collective Action for Mobile Payment Platforms: A Case Study on Collaboration Issues Between Banks and Telecom Operators*, *Electronic Commerce Research and Applications* 14(5): 331-344, 2015.

DESAN, Christine. *Making money: coin, currency, and the coming of capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2014.

DIAMOND, Douglas W.; DYBVIK, Philip H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, 91 *J. Pol. Econ.* 401, 1983.

DIDENKO, Anton. Regulating FinTech: lessons from Africa. *San Diego International Law Journal*, v. 19, p. 311-370, 2018.

DRECHSLER, Itamar; SAVOV, Alexi; SCHNABL, Philipp. *Banking on Deposits: maturity transformation without interest rate risk*. National Bureau of Economic Research, New York: University Stern School of Business, 2018.

DUFF, Schan. The new financial stability regulation. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, v. 23, p. 46-111, 2018, p. 48-49.

DURAN, Camila Villard. O momento “Bretton Woods” da Covid-19 e a cooperação monetária por bancos centrais. *Estudos Avançados* [online], v. 34, nº 100, p. 117-140, 2020.

DURAN, Camila Villard; SALAMA, Bruno Meyerhof. O que faz algo se tornar uma moeda? O que o direito tem a ver com isso? *Jota*, 18.09.2019. Disponível em: [https://www.jota.info/paywallPredirect_to=s//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-que-faz- -algo-se-tornar-uma-moeda-o-que-o-direito-tem-a-ver-com-isso-18092019](https://www.jota.info/paywallPredirect_to=s//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-que-faz--algo-se-tornar-uma-moeda-o-que-o-direito-tem-a-ver-com-isso-18092019). Acesso em: 5 dez. 2022.

DURAN, Camila. *A moldura jurídica da política monetária: um estudo do BACEN, BCE e FED*. São Paulo: Saraiva, 2013.

ELLEINER, Eric. *The making of national money: territorial currencies in historical perspective*. Ithaca: Cornell University Press, 2003.

ENGRACIA, Jose Ignacio. *A moeda: estudo jurídico e econômico*. Coimbra: Almedina, 2021.

ERLING, Marlos Lopes. *Regulação do Sistema Financeiro Nacional: desafios e propostas de aprimoramento institucional*. São Paulo, Almedina, 2015.

ESPIR, Barbar Cabrera; STEINBERG, Daniel. O direito e os novos fenômenos monetários. *In: QUIROGA, Roberto; EROLES, Pedro. Criptoativos: estudos regulatórios e tributários*, 2021.

ESRB. European Systemic Risk Board. Systemically important institutions. Disponível em: https://www.esrb.europa.eu/national_policy/systemically/html/index.en.html. Acesso em: 7 dez. 2022.

EVANS, David. *Two-Sided Market Definition*. University of Chicago Law, 2009.

EVANS, David S.; NOEL, Michael D. *Defining Markets That Involve MultiSided Platform Businesses: An Empirical Framework With An Application To Google's Purchase Of Doubleclick*. *In: EVANS, David; SCHMALENSEE, Richard. The industrial organization of markets with two-sided platforms, National Bureau of Economic Research*. Cambridge, MA, nº 11603, set. 2005.

EVANS, David S.; SCHMALENSEE, Richard. *Matchmakers: the new economics of multisided platforms*. Boston: Harvard Business Press Review, 2016.

FAORO, Raymundo. *Os donos do poder*. 5. ed. Porto Alegre: Globo, 2012.

FARACO, Alexandre Ditzel. *Regulação e direito concorrencial: as telecomunicações*. São Paulo: Livraria Paulista, 2003.

FEDERICO, Giulio; MORTON, Fiona Scott; SHAPIRO, Carl. Antitrust and Innovation: Welcoming and Protecting Disruption. *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, nº 26005, p. 2, 2019. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w26005>. Acesso em: 7 jul. 2022.

FERNANDES, Victor. *Direito da concorrência das plataformas digitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022.

FERRARI, Valeria. The platformisation of digital payments: The fabrication of consumer interest in the EU FinTech agenda. Institute for Information Law (IViR), UvA: Universiteit van Amsterdam, the Netherlands. *Computer Law & Security Review*, v. 45, jul. 2022. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0267364922000346?via%3Dihub>. Acesso em: 11 dez. 2022.

FERREIRA, Alexandre. Arranjo Pix: regulação e concorrência em pagamentos digitais. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, v. 16, n. 1, p. 2, 2022.

FESTRÉ, Agnès; NASICA, Eric. Schumpeter on money, banking and finance: An institutionalist perspective. *European Journal of the History of Economic Thought*, Taylor & Francis (Routledge), 2009, 16 (2), p. 325-356. ff10.1080/09672560902891101ff. fffalshs-00272405f.

FGV. CPDOC. Programa de ação econômica do Governo. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/programa-de-acao-economica-do-governo-paeg>. Acesso em: 2 maio 2021.

FIGUEIREDO, Alcio Manoel de Souza. *Cartão de crédito: questões controvertidas*. Curitiba: Juruá, 2001.

FIGUEIREDO FILHO, João S. *Políticas monetária, cambial e bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da Sumoc de 1945 a 1955*. Dissertação (Mestrado) – Niterói: UFF, 2005.

FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000. *UK Public General Acts*, 2000. Chapter 2, section 2.H. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/243>. Acesso em: 20 nov. 2022.

FINANCIAL STABILITY BOARD. *BigTech in finance: market developments and potential financial stability implications*, 2019. Disponível em: <https://www.fsb.org/2020/10/bigtech-firms-in-finance-in-emerging-market-and-developing-economies/>. Acesso em: 6 jun. 2020.

FINANCIAL STABILITY BOARD. *Financial Stability Implications from FinTech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities “Attention”*. 2017. Disponível em: <http://www.fsb.org/2017/06/financial-stability-implications-from-fintech/>. Acesso em: 17 out. 2019.

FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech credit: market structure, business models and financial stability implications*, 2017. Disponível em: <http://bit.ly/2zidJe6>. Acesso em: 14 abr. 2022.

FINTECH: *The Impact on Consumers and Regulatory Responses*. Julapa Jagtania, Kose Johnb. A Federal Reserve Bank of Philadelphia. New York University Stern School of Business.

FINTECHLAB. Edição 2020 do Radar FintechLab detecta 270 novas *fintechs* em um ano. Disponível em: <https://fintechlab.com.br/index.php/2020/08/25/edicao-2020-do-radar-fintechlab-detecta-270-novas-fintechs-em-um-ano/>. Acesso em: 15 jun. 2021.

FINTECHS reduziram a concentração bancária de 81% para 71% em 10 anos, diz presidente do BC. *Fintechs Brasil Notícias e Negócios*, jun. 2022. Disponível em:

<https://fintechsbrasil.com.br/2022/06/02/fintechs-reduziram-a-concentracao-bancaria-de-81-para-71-em-10-anos-diz-presidente-do-bc/>. Acesso em: 12 dez. 2022.

FORD, Cristie. *Innovation and the state: finance, regulation, and justice*. New York: Cambridge University Press, 2017.

FORD, Cristie. *Systemic risk regulation in comparative perspective*. University of British Columbia Faculty of Law, 2016. Disponível em: <https://bit.ly/2Jo2V4b>. Acesso em: 22 maio 2022.

FOX, David. *Property rights in money*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

FRAJHOF, N. *Mercado de dois lados: o mercado de cartões de pagamento no Brasil*. Monografia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2015.

FRANCO, Gustavo H. B. Encilhamento. Disponível em: <http://cpdoc.fgv.br/sites/default/files/verbetes/primeira-republica/ENCILHAMENTO.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2020.

FRANCO, Gustavo. *A moeda e a lei*. Rio de Janeiro: Zahar, 2013.

FREIXAS, Xavier; ROCHET, Jean-Charles. *Microeconomics of banking*. The MIT Press, 1997.

FREIXAS, Xavier; ROCHET, Jean-Charles. *Microeconomics of banking*. The MIT Press, 1997. p. 286-287; BOYD, John; DE NICOLÓ, Gianni. The theory of bank risk taking and competition revisited. *The Journal of Finance*, v. 60, nº 3, p. 1329-1343, jun. 2005.

FRISON-ROCHE, Marie Anne; PAYET, Marie Stéphane. *Droit de la Concurrence*. Paris: Dalloz, 2006.

FROST, Jon; GAMBACORTA, Leonardo; HUANG, Yi; SONG SHIN, Hyun; ZBINDEN, Pablo. BigTech and the changing structure of financial intermediation. *BIS Working Papers*, 2019. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work779.htm>. Acesso em: 20 nov. 2022.

GAO, Haoyu; RU, Hong; TOWNSEND, Robert; YANG, Xiaoguang. Rise of Bank Competition: evidence from banking deregulation in China. *NBER: National Bureau of Economic Research*, p. 4-7. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w25795>. Acesso em: 10 out. 2022.

GAVALDA, Christian; STOUFFLET Jean. *Droit Bancaire*. 7. ed. Paris: Litec, 2008.

GERDING, Erik F. Bank Regulation and Securitization: how the Law improved transmission lines between real estate and banking crises. *Georgia Law Review*, Atenas, University of Georgia, v. 50:1, 2015.

GIDDENS, Anthony. *The nation-state and violence*. Volume two of a contemporary critique of historical materialism. Cambridge: Polity Press, 1985.

GIMIGLIANO, Gabriela (ed.). *Bitcoin and mobile payments: constructing a European Union framework*. London: Palgrave Macmillan, 2016.

GOLDFARB, A.; TUCKER, C. Digital economics. *Journal of Economic Literature*, v. 57, nº 1, p. 3-4, 2019.

GOMES, Fernando Mirandez Del Nero; MARTINS, Alessandra Carolina Rossi. A Súmula STJ 283: a caracterização de administradoras de cartão de crédito como instituições financeiras e o novo arcabouço regulatório de meios de pagamento. In: COHEN, Gabriel (org.). *Direitos dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GONÇALVES, Priscila Brolio; COUTINHO, Diogo R.; KIRA, Beatriz. Vírus e Telas: o direito econômico das plataformas digitais na pandemia de Covid-19. *Direito e Práxis*, Rio de Janeiro, v. 13, nº 1, p. 44-68, 2022.

GOOD, B. Ann. *The Changing Face of Money: Will Electronic Money Be Adopted in the United States?* New York/London: Garland Pub., 2000.

GOODHART, C. The Boundary Problem in Financial Regulation. *National Institute Economic Review*, 206, p. 48-55, 2008.

GOODHART, Charles *et al*. *Financial Regulation: why, how and where?* London: Routledge, 2001.

GORDON, Jeffrey N.; MULLER, Christopher. Confronting Financial Crisis: Dodd- Frank's Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund, *28 Yale J. Reg.*, n. 151, p. 154-55, 2011.

GRAEBER, David. *Debt: the first 5,000 years*. Melville House Publishing, 2011.

GRAU, Eros. *A ordem econômica na constituição de 1988*. 13. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

GRAU, Eros. *O direito posto e pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 2014.

GUARINI, Cosimo Pietro. *Contributo allo studio della regolazione “independente” del mercato*. Bari: Cacucci, 2005.

GUERRIERI, Gianluca. *La Moneta Elettronica*. Torino: Il Mulino, 2016.

GUIMARÃES, Gabriella. Concorrência no mercado de meios de pagamento: uma abordagem regulatória e concorrencial. In: COHEN, Gabriel (org.). *Direito dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

HAAN, Jakob de; OOSTERLOO Sander; SCHOENMAKER, Dirk. *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*. 3. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.

HADDAD, Christian, and Lars Hornuf. The emergence of the global fintech market: Economic and technological determinants. 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2830124. Acesso em: 14 mar. 2019.

HALABURDA, Hanna; SARVARY, Miklos. *Beyond bitcoin: the economics of digital currencies*. London: Palgrave Macmillan, 2016.

HALDANE, Andy. Bank of England. Seizing the Opportunities from Digital Finance. Speech. 18 de novembro de 2020. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2020/seizing-the-opportunities-from-digital-finance-speech-by-andy-haldane.pdf?la=en&hash=508F4972D17DE5A6DE3E0A1439A284BE904AC1C5>. Acesso em: 13 dez. 2022.

HENDRY, Scott; ZHU, Yu. A framework for analyzing monetary policy in an economy with E-money. 2017. Disponível em: https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=mmmspr2017&paper_id=104. Acesso em 22 nov. 2019.

HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o “milagre econômico” (1964-1973). In: GIAMBIAGI, Fábio *et al.* (org.). *Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 49-72.

HERNÁNDEZ, J. Mateo. *El dinero electrónico en internet – Aspectos técnicos y jurídicos*. Granada: Comares, 2005.

HOCHSTEIN, Marc. Fintech (the word, that is) evolves. *American Banker* (05.10.2015). Disponível em: <https://www.americanbanker.com/opinion/fintech-the-word-that-is-evolves>. Acesso em: 9 jun. 2021.

HOROWITZ, Jeff; SCRO, Eric. Creating an Open Financial System and Why Institutionalization is Key, in *KPMG, Institutionalization of Cryptoassets* 11, nov. 2018.

Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/us/pdf/2018/11/institutionalization-cryptoassets.pdf>; <https://perma.cc/SCU4-DA2C>. Acesso em: 21 jul. 2019.

HOVENKAMP, H. J. Antitrust and innovation: where we are and where we should be going. *Antitrust Law Journal*, v. 77, p. 749-756, 2011.

HOVENKAMP, Herbert. Distributive Justice and the Antitrust Laws. *George Washington Law Review*, 1, 1982-1983.

HOVENKAMP, Herbert. Is Antitrust's Consumer Welfare Principle Imperiled? *Journal of Corporation Law*, v. 45, nº 18-15, p. 101, 2019.

INNES, Mitchell A. The credit theory of money. *Banking Law Journal*, p. 151-168, 1914.

INNES, Mitchell A. What is money. *Banking Legal Journal*, 30, p. 377-408, 1913.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Fintech and financial services: initial considerations. Staff Discussion Note, 2017. Disponível em: <http://bit.ly/2JQCFxq>. Acesso em 25 set. 2022.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Initial Lessons of the Crisis. Fev. 2009. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>. Acesso em: 6 ou. 2022.

IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech), Report of the Board of IOSCO, fevereiro, 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em 4 abr. 2022.

IPEA. História Encilhamento: crise financeira e República. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2490:catid=28&Itemid=23. Acesso em: 17 nov. 2020.

JIMENEZ, Gabriel; LOPEZ, José A.; SAURINA, J. How does competition affect bank risk-taking?. *Journal of financial stability*, v. 9, p. 185-195, 2013.

JOVANOVIC, Boyan; ROUSSEAU, Peter L. General-purpose technologies (Chapter 18). In: AGHION, Philippe; DURLAUF, Steven N. (ed.). *Handbook of Economic Growth*. Part B. Science Direct, 2014. v. 1, p. 1184. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/handbook/handbook-of-economic-growth>. Acesso em: 5 dez. 2022.

KAAL, Wulf. Dynamic regulation for innovation. University of St. Thomas (Minnesota) *Legal Studies Research Paper* v. 16-22. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2831040>. Acesso em: 23 maio 2022.

KAAL, Wulf A.; VERMEULEN, Erik P. M. How to regulate disruptive innovation – from facts to data. *Jurimetrics*, v. 57, p. 169-210, 2017, p. 13.

KAHN, Alfred E. *The economics of regulation*. Principles and institutions. Hardcover, 1991.

KAHN, Alfred E. *Whom the god would destroy or how not to deregulate*. American Enterprise Institute, 2001.

KHAN, L. The new Brandeis movement: America's antimonopoly debate. *Journal of European Competition Law & Practice*, v. 9, n° 3, p. 131-132, 2018.

KING, M. R.; NESBITT, R. W. *The technological revolution in financial services: how banks, Fintechs, and Customers Win Together*, University of Toronto Press, 2020.

KNAPP, Georg F. *The state theory of money*. London: Macmillan & Company, 1924.

KRISCH, Nico; KINGSBURY, Benedict. Introdução: governança global e direito administrativo global na ordem legal internacional. *Revista de Direito Administrativo*, v. 261, p. 13-32, 2012.

KRISHNAMURTHY, Prasad. Regulating Capital. *4 Harv. Bus. L. Rev.* 1, 1, 2014.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., e SHLEIFER, A. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), p. 1113-1155, 1998.

LAEVEN, L.; LAVINE, R. Bank governance, regulation and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, n° 93, p. 259-275, 2009.

LAGARDE, Christine. Central Banking and Fintech: a brave new world. *Innovations* 12 (1/2), 2018.

LAGUERRE, Odile Lakomski. Joseph Schumpeter's Credit View of Money: A Contribution to a “Monetary Analysis” Of Capitalism. *History of Political Economy*, 48 (3): 489-514, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1215/00182702-3638655>. Acesso em: 5 dez. 2022.

LANGLEY, Paul; LEYSHON, Andrew. The Platform Political Economy of FinTech: Reintermediation, Consolidation and Capitalisation. *New Political Economy*, v. 26, issue 3, p. 376-388, 2021.

LENARDÃO, Elsio. Gênese do clientelismo na organização política brasileira. *Lutas Sociais*, PUC-SP, nº 11/12, p. 109-120, 2004.

LEVY YEYATI, Eduardo; MICCO, Alejandro. Concentration and foreign penetration in Latin America banking sectors: impact on competition and risk. *Journal of Banking and Finance* 31 (6), p. 1633-1647, nov. 2003.

LILIENTHAL, Julian Friedrich. *Peer to peer lending and financial inclusion in Brazil: a case study*. São Paulo: FGV – Fundação Getulio Vargas, 2016.

LIMA, Douglas Miranda. *Reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro: o caso da Clearing de câmbio da BM&F*. Dissertação (Mestrado) – Escola Superior de Agricultura. Piracicaba, 2002.

LIMA, Marcelo Padua. Instituições de pagamento – Regime jurídico e desafios (Payment Institutions – Legal Regime and Challenges). In: COHEN, Gabriel (org.). *Direitos dos meios de pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

MACEY, Jonathan; O'HARA, Maureen. The corporate governance problems of banks: a proposal. *The Banking Law Journal*, v. 120, n. 4, p. 97, abr. 2003.

MACEY, Joshua. *The payments trilemma*. Chicago University, 2022. [No prelo.]

MAGNUSON, William J. Financial regulation in the bitcoin era. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, v. 23, nº 2, 2018. Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper nº 18-21, 50 p.

MAGNUSON, William. Regulating Fintech. *Vanderbilt Law Review*, v. 71, p. 1167-1226, 2018, p. 1171.

MANKIW, N. Gregory. *Introdução à economia*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2009.

MANNE, Geoffrey A.; WRIGHT, Joshua D. Innovation and the limits of antitrust. *Journal of Competition Law and Economics*, v. 6, n. 1, p. 176, 2010.

MATTILA, Juri; SEPPALA, Timo; LAHTEENMAKI, Ilkka. Who Holds the Reins? – Banks in the Crossfire of Global Platforms, nov. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3456922> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3456922>. Acesso em: 10 dez. 2022.

MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2015.

MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2014.

MAZZUCATO, Mariana. *O Estado empreendedor*. Desmascarando o mito do setor público vs. setor privado. Tradução Elvira Serapicos. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

MAZZUCATO, Mariana. *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*. Allen Lane, 2018. Livro digital.

McKENDRICK, Ewan (ed.). *Goode on Commercial Law*. London: Penguin, 2010.

MELAMED, A. D.; PETIT, N. The misguided assault on the consumer welfare standard in the age of platform markets. *Review of Industrial Organization*, v. 54, nº 4, p. 741-774, 2019.

MIRAGEM, Bruno. *Direito bancário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

MISHKIN, Frederic S. 2000. Prudential Supervision: Why Is It Important and What are the Issues?, *NBER Working Papers 7926*, National Bureau of Economic Research, Inc.

MODRALL, J. Big data and merger control in the EU. *Journal of European Competition Law & Practice*, v. 9, nº 9, p. 569-578, 2018.

MORRISON, Edward R. *Is The Bankruptcy Code an Adequate Mechanism for Resolving the Distress of Systemically Important Institutions?* p. 82.

MOSES, Lyria Bennett. Agents of change: how the law copes with technological change. *Griffith Law Review*, v. 20, p. 763-794, 2011, p. 767-768.

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

MULLER, Bianca Abbott. *Concorrência no setor bancário brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

NADAL, Martínez. *El dinero electrónico*. Madrid: Civitas/Thomson, 2003.

NAKAHARA, Patricia. *Subcredenciadores: regime jurídico aplicável e principais questões deste participante dos arranjos de pagamento*. São Paulo: Dialética, 2021.

NEW YORK TIMES. U.S. Revives Facebook Suit, Adding Details to Back Claim of a Monopoly. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2021/08/19/technology/ftc-facebook-antitrust.html>. Acesso em: 19 ago. 2021.

NEWMAN, John M. Antitrust in zero-price markets: foundations. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 164, 2015.

NÓBREGA, Maílson da. A vida difícil do Banco do Brasil. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/opiniaao/2020/08/a-vida-dificil-do-banco-do-brasil.shtml>. Acesso em: 1º fev. 2020.

NUNES, Conceição. As instituições de moeda electrónica e a crise do conceito legal de instituição de crédito. In: *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Pitta e Cunha*. Coimbra: Almedina, 2010. p. 117-132.

OCDE. An Introduction to Online Platforms and Their Role in the Digital Transformation. 2019. Disponível em: <https://www.oecd.org/innovation/an-introduction-to-online-platforms-and-their-role-in-the-digital-transformation-53e5f593-en.htm>. Acesso em: 6 ago. 2021.

OCDE. Digital Disruption in Financial Markets. 05 de junho de 2019, p. 2. Disponível em: www.oecd.org. Acesso em: 9 jun. 2021.

OCDE. Executive Summary of the roundtable on Digital Disruption in Financial Markets. Março de 2020. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M\(2019\)1/ANN4/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M(2019)1/ANN4/FINAL/en/pdf). Acesso em: 15 jun. 2021.

OCDE. Hearing On Disruptive Innovation. 19 de junho de 2015. p. 3. Disponível em: [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP/wd\(2015\)48&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP/wd(2015)48&docLanguage=En). Acesso em: 9 jun. 2021.

OCDE. The digital economy. *Hearings on the digital economy held at the competition committee sessions*, v. 1, p. 5, 2012.

OCDE; EUROSTAT. *Oslo Manual: guidelines for collecting and interpreting innovation data: a joint publication of OECD and Eurostat*. Paris: OECD Publishing, 2005.

OECD. Enhancing the role of competition in the regulation of Banks. *Series Roundtables on Competition Policy*, 1998.

OECD. Rethinking antitrust tools for multi-sided platforms. 2018. Disponível em: www.oecd.org/competition/rethinking-antitrust-tools-for-multi-sided-platforms.htm. Acesso em: 6 dez. 2022.

OLIVEIRA, Gesner. *Concorrência: panorama no Brasil e no mundo*. São Paulo: Saraiva, 2001.

OLIVEIRA, Gesner. Defesa da concorrência e regulação no setor bancário. In: *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

OMAROVA, Saule T. New tech v. new deal: fintech as a systemic phenomenon. *Yale Journal of Regulation*, v. 36, p. 37, p. 780, 2019 (forthcoming). Disponível em: <http://bit.ly/2SVpHT0>. Acesso em: 9 nov. 2018.

ORNELAS; José Renato; SILVA, Marcos Soares; VAN DOORNIK, Bernardus. *Informational Switching Costs, Bank Competition and the Cost of Finance*. p. 10. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/informational-switching-costs-bank-competition-and-the-cost-of-finance>. Acesso em: 5 dez. 2022.

ORNELAS; José Renato; SILVA, Marcos Soares; VAN DOORNIK, Bernardus. *Informational Switching Costs, Bank Competition and the Cost of Finance*. p. 10. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/informational-switching-costs-bank-competition-and-the-cost-of-finance>. Acesso em: 5 dez. 2022.

PACHECO, Lucia. Implementing the principle of “same activity, same risk, same regulation and supervision”: activity vs entity-based frameworks. *BBVA Research*. Economic Watch. 2021, p. 1-11. Disponível em: <https://www.bbvaresearch.com/en/publicaciones/global-implementing-the-principle-of-same-activity-same-risk-same-regulation/>. Acesso em 10 dez. 2022.

PAIXÃO, Ricardo Fernandes. *Regulação de pagamentos pelo Banco Central do Brasil*. Monografia (Bacharel em Direito) – Universidade de Brasília (UnB), Brasília, 2019. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/24441/1/2019_RicardoFernandesPaixao_tcc.pdf. Acesso em: 12 dez. 2022.

PARANÁ, Edemilson. *A finança digitalizada: capitalismo financeiro e revolução informacional*. Florianópolis: Insular, 2016.

PARANÁ, Edemilson. A finança digitalizada: informatização a serviço da globalização financeira. *Nova Economia*, [S. l.], v. 28, nº 1, 2018

PARANÁ, Edemilson. *Bitcoin: a utopia tecnocrática do dinheiro apolítico*. São Paulo: Autonomia Literária, 2020.

PARDO, José Esteve. El encuadre de la regulación de la economía em el derecho público. In: MUÑOZ MACHADO, Santiago; PARDO, José Esteve (Dirs.). *Fundamentos e instituciones de la regulación*. Iustel, 2009.

PARKER, D.; KIRKPATRICK, C. Economic regulation in developing countries: a framework for critical analysis. In: COOK, P.; KIRKPATRICK, C.; MINOGUE, M.; PARKER, D. (Eds.). *Leading Issues in Competition, Regulation and Development*. The CRC Series on Competition, Regulation and Development, 2004. p. 92-113.

PAULANI, Leda. P. *Do conceito de dinheiro e do dinheiro como conceito*. Tese (Doutorado) – IPE – Universidade de São Paulo, 1992.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Clearing houses: aspectos jurídicos relevantes e seu papel no mercado de capitais e no sistema de pagamentos brasileiro*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 27, p. 64-83, 2005.

PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva (Org.). *Defesa da concorrência em plataformas digitais*. São Paulo: FGV Direito SP, 2020. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/30031>. Acesso em: 5 dez. 2022.

PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade. *Revista Direito GV*, v. 12, n. 2, jan.-abr. 2016, p. 24. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/rYXW89P9nrzqL8QWqMSnbhC/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 12 des. 2022.

PEREIRA NETO, Caio Mario; PRADO FILHO, José Inacio. Espaços e interfaces entre regulação e defesa da concorrência: a posição do Cade. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 12, nº 1, p. 13-48, jan.-abr. 2016.

PEREZ, Adriana Hernandez; BRUSCHI, Claudia. *A indústria de meios de pagamento no Brasil: movimentos recentes*. CeFi e CENeg / Insper, 2018.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Defesa da concorrência e bem-estar do consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Digital Economy, Big Data and Competition Law. *Market and Competition Law Review*, v. III, nº 1, p. 53-89, 2019.

PHILIPPON, Thomas. *The fintech opportunity*. Stern School of Business. New York: New York University, 2016.

PHILIPPON, Thomas. *The Great Reversal: how America gave up on free markets*. Belknap Press, 2019.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. *Microeconomia*. 8. ed. São Paulo: Pearson Universidades, 2013.

PINHO DE MELLO, João Manoel. *Competição e meios de pagamento*. Instituto de Estudos de Política Econômica. Rio de Janeiro: Casa das Garças, 2019.

PINHO DE MELLO, João Manoel. Estrutura, concorrência e estabilidade. In: GARCIA, Marcio; GIAMBIAGI, Fábio (Org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial*. Rio de Janeiro: Releitura Livros, 2010.

PINHO DE MELLO, João Manoel. *Fintechs e Blockchain: oportunidades para os mercados financeiros*. FGV EPGE, evento realizado em 09.11.2019.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro*. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011.

PIRES, Florbela. Moeda eletrônica e cartões de pagamento restrito. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 15, p. 353-362, 2003.

PIRES, Roberto. Beyond the fear of discretion: Flexibility, performance, and accountability in the management of regulatory bureaucracies. *Regulation & Governance*, n. 27, p. 17, 2010.

PISTOR, Katharina. *The code of capital*. How law creates wealth and inequality. New Jersey: Princeton University, 2019.

PISTOR, Katharina. Towards a Legal Theory of Finance. *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 196, p. 12, 2013

POSSAS, M. Concorrência Schumpeteriana. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

PRADO JR., Caio. *Evolução política do Brasil e outros estudos*. São Paulo: Brasiliense, 1966.

PROCTOR, Charles. *Mann on the legal aspect of money*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

RAGAZZO, Carlos. *Regulação de meios de pagamento*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020.

RANDALL WRAY, L. The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. *Journal of Economics*, Cambridge, v. 33, p. 807-828, 2009.

REALFONZO, Riccardo; BELLOFIORE, Riccardo. Money as finance and money as general equivalent: re-reading Marxian monetary theory. In: ROSSI, Sergio; ROCHON, Louis Philippe (eds.). *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2003.

RELATÓRIO GRUPO DE TRABALHO COMISSÃO DE ASSUNTOS ECONÔMICOS. Inovação e competição: novos caminhos para redução dos spreads bancários (custos e margens da intermediação financeira). Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7891618&ts=1544031889113&disposition=inline>. Acesso em: 4 out. 2021.

RENZETTI, Bruno Polonio; PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva. Big data entre três microssistemas jurídicos: consumidor, privacidade e concorrência. In: PEREIRA NETO, Caio Mario da Silva (Org.). *Defesa da concorrência em plataformas digitais*. São Paulo: FGV Direito SP, 2020.

REUTERS. Cade pede explicações ao Itaú Unibanco após Rede zerar taxa da antecipação de recebíveis. *Reuters* (18.04.2019). Disponível em: <https://br.reuters.com>. Acesso em: 10 mar. 2020.

REYES, Carla L. Moving Beyond Bitcoin to an Endogenous Theory of Decentralized Ledger Technology Regulation: An Initial Proposal. *Vill. L. Rev.*, n. 61, p. 191, 2016.

RIBEIRO DE OLIVEIRA, M. T.; FALCÃO SILVA, M. L. O Brasil no padrão-ouro: a Caixa de conversão de 1906-1914. *História Econômica & História de Empresas*, v. 4, nº 1, 18 jul. 2012; MAPA – Memória da Administração Pública Brasileira. Disponível em: <http://mapa.an.gov.br/index.php/dicionario-primeira-republica/752-caixa-de-conversao>. Acesso em: 7 jun. 2021

RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos de crédito bancário*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

ROCHA, Fernando Alberto Sampaio. Evolução da concentração bancária no Brasil (1994-2000). *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, Brasília: Banco Central, nº 11, p. 11, 2011.

ROCHA, Jean Paul C. Veiga da. Autonomia e accountability no sistema financeiro: notas para uma agenda de pesquisa jurídica (Autonomy and accountability in the financial system: some preliminary thoughts for a Legal Research Agenda). January 1, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2630722>; e <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2630722>. Acesso em: 6 out. 2022.

ROJAS-SUÁREZ, L. Financial inclusion in Latin America: facts, obstacles and central banks' policy issues. *IDB Discussion Paper*, nº 464, 2016.

ROQUE, Pamela. *A governança corporativa interna de instituições bancárias: o estímulo propiciado pela crise financeira mundial de 2008*. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2017.

ROSENBERG, Barbara. In: CHIQUITO, Flavio (Org.). *10 anos da Lei de Defesa da Concorrência*. São Paulo: IBRAC, 2022.

ROUTLEDGE. *FinTech and the future of financial services: What are the research gaps?* Anil S. Kavuri and Alistair Milne.

RYAN-COLLINS, Josh; GREENHAM, Tony; WERNER, Richard. *Where does money come from?* London: New Economics Foundation, 2011.

SADDI, Jairo. *Crise e regulação bancária*. São Paulo: Textonovo, 2001.

SADOWSKI, Jathan. When data is capital: Datafication, accumulation, and extraction. *Big Data & Society*, 6(1). 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/2053951718820549>. Acesso em: 10 dez. 2022.

SALAMA, Bruno. Como interpretar as normas emitidas pelo Bacen e CMN? Uma resposta a partir da evolução do modelo de estado brasileiro. *Direito GV*, São Paulo, nº 52, p. 19, 2010.

SALAMA, Bruno. Rumo a uma teorização jurídica da inovação financeira: os negócios bancários indiretos. *Revista da PGBC*, 4(1), p. 225-245, 2010.

SALGADO, Lucia Helena. Análise da concentração bancária sob o prisma da concorrência. In: *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

SALIM, Jean Jacques. Moeda, bancos e atividade econômica. *ERA – Revista de Administração de Empresas*, v. 38, nº 1, 1998. Disponível em:

<https://www.fgv.br/rae/artigos/revista-rae-vol-38-num-1-ano-1998-nid-46483/>. Acesso em: 10 jun. 2020.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial: as estruturas*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. São Paulo: Malheiros, 2001.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

SALOMÃO, Calixto. Regulação e antitruste: fronteiras e formas de interação no setor financeiro. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga da; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. (Coord.). *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

SALOMÃO, Calixto. *Teoria crítico-estruturalista do direito comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SCHAECK, Klaus; CIHAK, Martin; WOLFE, Simon. Are competitive banking systems more stable? *Journal of money, credit and banking*, 41 (4), p. 711-734, maio 2009. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1538-4616.2009.00228.x>. Acesso em: 5 dez. 2022.

SCHAWARCZ, Lilia; STARLING, Heloisa. *Brasil: uma biografia*. São Paulo: Companhia das Letras, 2015.

SCOTT, Hal. Research on this paper was supported by MasterCard. The Importance of the Retail Payment System. *Harvard Law School*, 16, dez. 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2539150. Acesso em: 5 dez. 2022.

SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA. Câmara de Recursos da Previdência Complementar – CRPC. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/conselhos-de-recursos/camara-de-recursos-da-previdencia-complementar-2013-crpc>. Acesso em: 10 jun. 2020.

SECRETARIA ESPECIAL DA FAZENDA. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados-dome/crsfn>. Acesso em: 10 jun. 2020.

SECRETARIA ESPECIAL DA FAZENDA. Conselho de Recursos do Sistema Nacional de Seguros Privados, de Previdência Aberta e de Capitalização. Disponível em:

<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados-do-me/crsnsp>. Acesso em: 10 jun. 2020.

SHAPIRO, Carl. Antitrust: What Went Wrong and How to Fix It. *Antitrust*, v. 35, nº 3, p. 33-45, 2021.

SILVA, Iury Pereira da. *Engenharia social como ameaça ao setor bancário: uso do phishing para coletar informações dos correntistas e a necessidade de estratégias de segurança*. 2019. 77 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Engenharia de Software)-Universidade Federal do Ceará, Campus de Quixadá, Quixadá, 2019.

SPRAGUE, Irvine. *Bailout. An Insider's Account of Bank Failures and Rescues*. Hardcover, 2000. STACEY, Helen. Relational sovereignty. *Stanford Law Review*, v. 55, p. 2029, 2003.

STEINBERG, Daniel. *A qualidade jurídica da moeda: uma análise das moedas paralelas*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2021.

STIGLER, Joseph. A teoria da regulação econômica. In: MATTOS, P. (Ed.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Editora 34, 2002.

STORRER, Pierre. *Droit de la Monnaie Électronique*. Paris: Revue Banque, 2014.

STREECK, Wolfgang. Taking Crisis Seriously: Capitalism on Its Way Out. *Stato marcatoi*, nº 100, p. 45-67, abr. 2014.

SUSTEIN, Cass. *Free markets and social justice*. New York: Oxford University, 1997.

SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre estabilidade e risco*. São Paulo: Elsevier, 2010.

TAIAR, Estevão. Pix superou TEDs, DOCs, cheques e boletos somados, diz Campos Neto. *Valor Econômico*, 1º.07.2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/07/01/pix-superou-teds-docs-cheques-e-boletos-somados-diz-campos-neto.ghtml>. Acesso em: 1º jul. 2021.

TAVARES, Maria da Conceição. Império, território e dinheiro. In: FIORI, José Luis (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

THE FUTURE of Money and Payments. *Report Pursuant to Section 4(b) of Executive Order 14067*, p. 3, set. 2022.

THIEL, Peter. *Zero to One Notes on Startups. Or How to Build the Future*. Abod Verlag GmbH Audio, out. 2014. Livro digital.

- TROSTER, Roberto Luis. *Overbanking no Brasil*. São Paulo: Makron Books, 1996.
- TRUBEK, David M.; TRUBEK, Louise G. New Governance and Legal Regulation: Complementarity, Rivalry or Transformation. *SRRF*, p. 13-36, 2006.
- TU, Kevin V.; MEREDITH, Michael W. Rethinking Virtual Currency Regulation in the Bitcoin Age, *Wash. L. Rev.*, n. 90, p. 271, 2015.
- TUCH, Andrew F. Financial Conglomerates and Information Barriers. *J. Corp. L.*, n. 39, p. 563, 2014.
- TUCH, Andrew F. The Fiduciary Dilemma in Large-Scale Organizations: A Comparative Analysis. *Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg.*, may 17 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/the-fiduciary-dilemma-in-large-scale-organizations-a-comparative-analysis/>. Acesso em: 12 dez. 2022.
- TURCZYN, S. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.
- U.S. Department of the Treasury Report. *The Future of Money and Payments Report Pursuant to Section 4(b) of Executive Order 14067*, set. 2022.
- UTSET, Manuel. Complex Financial Institutions and Systemic Risk, *Ga. L. Rev.*, 45, 779, 2011.
- VALENTINI, Stelio. *Diritto e istituzioni dela regolazione*. Milano: Giuffrè, 2005.
- VAN LOO, Rory. Making Innovation More Competitive: the case of fintech. *U.C.L.A. Law Review*, v. 65, p. 232-279, 2018.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Considerações sobre o Sistema Financeiro. Crises. Regulação e re-regulação. *Revista de Direito Mercantil*, nº 149/150.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros; PACHECO, Alexandre Sansone. Assimetria Regulatória no mercado financeiro – como equalizar as diferenças regulatórias entre bancos, Fintechs e Big Techs. *Migalhas*, 10 mar. 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/361126/assimetria-regulatoria-no-mercado-financeiro>. Acesso em: 27 out. 2022.
- VIANA, Victor. *O Banco do Brasil: sua formação, seu engrandecimento, sua missão nacional*. Rio de Janeiro: Typ do Jornal do Comercio de Rodrigues e Silva, 1926.

VICUÑA, Sáinz de. An Institutional Theory of Money. *In: GIOVANOLI, M.; DEVOS, D. International Monetary and Financial Law: The Global Crisis.* Oxford: Oxford University Press, 2010.

VIEIRA, Dorival Teixeira. *Evolução do sistema monetário brasileiro.* São Paulo: IPE-USP, 1981.

VISCONTI-CAPARRÓS, José María; CAMPOS-BLÁZQUEZ, Juan Ramón. *O desenvolvimento de métodos alternativos de pagamento e seu impacto no comportamento do cliente: o caso Bizum na Espanha.* Previsão Tecnológica e Mudança Social. São Paulo: Elsevier, 2022. v. 175(C).

VIVES, Xavier. *Competition and Stability in Banking: the role of Regulation and competition policy.* Princeton: Princeton University Press, 2016.

WAKED, Dina I. Antitrust Goals in Developing Countries: Policy Alternatives and Normative Choices, 38. *Seattle university. L. Rev.* 945, 2015.

WALD, Arnaldo. A evolução do conceito de instituição financeira. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 8, nº 28, p. 211-229, abr.-jul. 2005.

WALD, Arnaldo. O futuro do direito bancário e a regulação. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 17, v. 64, p. 13-73, abr.-jun. 2014.

WALD, Arnaldo. O papel pioneiro do direito bancário. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 29, p. 359-371, jul.-set. 2005.

WEBER, Max. *Economy and society.* Berkeley and Los Angeles: University of California Press, 1978.

WESTERMEIER, Carola. Money is data – the platformization of financial transactions. *Information, Communication & Society*, v. 23, n. 14, p. 2047-2063. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/1369118X.2020.1770833?needAccess=true>. Acesso em: 5 nov. 2022.

WHITE, Lawrence. *Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money.* New York University Press, 1992.

WHO Declares Covid-19 a Pandemic, 2020. Disponível em: https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/transcripts/who-audio-emergencies-coronavirus-press-conference-full-and-final-11mar2020.pdf?sfvrsn=cb432bb3_2. Acesso em: 6 jul. 2020.

WRIGHT, J. D. Antitrust, multi-dimensional competition, and innovation: do we have an antitrust-relevant theory of competition now? *In: Regulating innovation: competition policy and patent law under uncertainty*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

WU, T. Taking innovation seriously: antitrust enforcement if innovation mattered most. *Antitrust Law Journal*, v. 78, n. 2, p. 313-328, 2012.

WU, T. *The curse of bigness: antitrust in the new gilded age*. Nova Iorque: Columbia Global Reports, 2018.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Elsevier, 2009.

ZETZSCHE, Dirk; BUCKLEY, Ross; ARNER, Douglas; BARBERIS, Janos. From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance. European Banking Institute Working Paper Series 2017 n° 6, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2959925>. Acesso em: 10 out. 2022.

Legislação

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular n° 3.590, de 26 de abril de 2012. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2012/pdf/circ_3590_v1_O.pdf. Acesso em: 2 dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular n° 3.681, de 4 de novembro de 2013. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2013/pdf/circ_3681_v2_P.pdf. Acesso em: 10 nov. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular n° 3.885, de 26 de março de 2018. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50554/Circ_3885_v1_O.pdf. Acesso em: 2 dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Instrução Normativa BCB n° 181, de 28 de outubro de 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-bcb-n-181-de-28-de-outubro-de-2021-355827536>. Acesso em: 2 dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB n° 150, de 6 de outubro de 2021. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=150>. Acesso em: 2 dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 80, de 25 de janeiro de 2022. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadVoto.asp?arquivo=/Votos/BCB/2022/15/Voto_do_BC_15_2022.pdf. Acesso em: 2 dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 4.656, de 26 de abril de 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4656>. Acesso em: 16 jun. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 4.658, de 26 de abril de 2018. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50581/Res_4658_v1_O.pdf. Acesso em: 16 jun. 2022.

BOMBANA, Lucas. Disputa de mercado entre bancos e *fintechs* seguirá aquecida em 2022. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/01/disputa-de-mercado-entre-bancos-e-fintechs-seguira-aquecida-em-2022.shtml?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=newsmercado. Acesso em: 8 nov. 2022.

BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm. Acesso em: 16 abr. 2021.

BRASIL. Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-complementar-n-179-de-24-de-fevereiro-de-2021-305277273>. Acesso em: 10 dez. 2022

BRASIL. Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110214.htm. Acesso em: 20 jun. 2022.

BRASIL. Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência;. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm. Acesso em: 16 jun. 2022.

BRASIL. Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013. Lei Brasileira de Pagamentos. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112865.htm. Acesso em: 20 jun. 2022.

BRASIL. Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018. Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/113709.htm.

BRASIL. Lei nº 14.041, de 28 de julho de 2020. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/114031.htm#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20o%20tratamento%20tribut%C3%A1rio,exterior%3B%20altera%20a%20Lei%20n%C2%BA. Acesso em: 10 dez. 2022.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 18 jun. 2022.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. Medida Provisória n. 615/2013, transformada na Lei Ordinária 12.865/2013. Poder Executivo. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=577468>. Acesso em: 10 dez. 2022.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html>. Acesso em: 15 dez. 2022.

Directiva 2009/110/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativa ao acesso às atividades das instituições de moeda eletrônica, ao seu exercício e à sua supervisão prudencial, que altera as Diretivas 2005/60/CE e 2006/48/CE e revoga a Diretiva 2000/46/CE.

Diretiva (UE) 2015/2366 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de novembro de 2015, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, que altera as Diretivas 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e o Regulamento (UE) 1093/2010, e que revoga a Diretiva 2007/64/CE.

Diretiva (UE) 2018/843 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 30 de maio de 2018, que altera a Diretiva (UE) 2015/849 relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo e que altera as Diretivas 2009/138/CE e 2013/36/EU.

EMI nº 0083-A/2013 BACEN MF MC MAPA MME MDIC. Exposição de motivos Medida Provisória 615/2013, p. 2. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/Mpv/mpv615.htm Acesso em: 23 jun. 2021.

Jurisprudência

Ato de Concentração nº 08700.003969/2020-17. Partes: STNE Participações S.A. e Linx S.A. Aprovado sem restrições em 16 de junho de 2021.

BRASIL. STF, AgRg no RE 664189/DF, Segunda Turma, Relator Ministro Nunes Marques, julgamento em: 05.10.2022. Disponível em: https://portal.trt3.jus.br/internet/jurisprudencia/repercussao-geral-e-controle-concentrado-adiadc-e-adpf-stf/downloads/repercussao-geral/Acordao_Tema_1066_RG.pdf. Acesso em: 9 dez. 2022.

BRASIL. STF, Tribunal Pleno, ADIn 2.591, Relator: Ministro Carlos Velloso, Relator para Acórdão: Ministro Eros Grau, j. 07.06.2006, *DJ* 29.09.2006.

BRASIL. STF, Tribunal Pleno, RE 478.410, Rel. Min. Eros Grau, j. 10.03.2010, *DJe* 13.05.2010. Disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/RE478410.pdf>. Acesso em: 2 dez. 2022.

BRASIL. STJ, Primeira Turma, REsp 614.048, Relator Ministro Luiz Fux, j. 15.03.2005, *DJ* 02.05.2005.

BRASIL. STJ, Segunda Turma, REsp 507.123, Relatora Ministra Eliana Calmon, j. 01.09.2005, *DJ* 19.09.2005.

CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Processo Administrativo nº 08012.005328/2009-31. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZDAXAO1tMiVcL9FcFMR5UuJ6rLqPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCOR9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBccbxIYO0CeA1H523pItubReJZCr0MT6LxMmVGBByLhRE6. Acesso em: 6 jun. 2021.

Outros sites consultados:

<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/consultas/fundos.html>

http://www.mpf.mp.br/pgr/documentos/ParecernoAgRegnoRE664189_Cade.pdf

http://www.mpf.mp.br/pgr/documentos/ParecernoAgRegnoRE664189_Cade.pdf

<https://context.reverso.net/traducao/portugues-frances/C%C3%B3digo+Monet%C3%A1rio+e+Financeiro>

<https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/correspondentes>

<https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/correspondentes>

<https://fintechlab.com.br/index.php/2020/08/25/edicao-2020-do-radar-fintechlab-detecta-270-novas-fintechs-em-um-ano/>

https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/202253/VOTO_DO_BC_53_2022-BCB_Dinor-Numerado_Manualmente.pdf

https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/202253/VOTO_DO_BC_53_2022-BCB_Dinor-Numerado_Manualmente.pdf

https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/202253/VOTO_DO_BC_53_2022-BCB_Dinor-Numerado_Manualmente.pdf

https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZDAXAO1tMiVcL9FcFMR5UuJ6rLqPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCOR9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBccbxIYO0CeA1H523pItubReJZCr0MT6LxMmVGBByLhRE6

<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/07/18/apple-pay-leva-apple-a-ser-acusada-de-violacao-antitruste.ghtml>

https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/perguntasfrequentes-respostas/faq_fg

<https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/629/noticia>

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/arranjospagamento>

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=29>

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=257>

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=257>

<https://www.bcb.gov.br/lid/caresp/introcaresp.asp?idpai=LIQEXTO&frame=1>

<https://www.bcb.gov.br/pec/NotasTécnicas/Port/2002nt23spbriscosbcp.pdf>

<https://www.bcb.gov.br/pre/historia/sumoc/historiasumoc.asp?frame=1>

https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf

<https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?m=2266>

<https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf> [<https://perma.cc/K6H9-X4GP>]

<https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.htm>

https://www.federalreserve.gov/payment-systems/files/psr_policy.pdf

<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/The-Promise-of-FinTech-%E2%80%93-Something-New-Under-the-Sun.pdf>

<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/cmn>

<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-bcb-n-80-de-25-de-marco-de-2021-310910168>

<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-bcb-n-81-de-25-de-marco-de-2021-310910454>

<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.865-de-26-de-outubro-de-2020-285019649>

<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.866-de-26-de-outubro-de-2020-285010937>

https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/01/disputa-de-mercado-entre-bancos-e-fintechs-seguira-aquecida-em-2022.shtml?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=newsmercado

[https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/01/disputa-de-mercado-entre-bancos-e-fintechs-seguira-aquecida-em-2022.shtml?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=newsmercado.](https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/01/disputa-de-mercado-entre-bancos-e-fintechs-seguira-aquecida-em-2022.shtml?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=newsmercado)