

8

DESAFIOS REGULATÓRIOS NO SETOR FINANCEIRO: UMA ANÁLISE DAS TRANSFORMAÇÕES PROMOVIDAS POR FINTECHS NO MERCADO DE MEIOS DE PAGAMENTO NO BRASIL¹

*Regulatory challenges in the Financial Sector:
An assessment of transformations promoted
by fintechs in the Brazilian Payment Methods
market*

Marcos Filipe Sussumu Ueda²

Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) – Brasília/DF, Brasil

RESUMO ESTRUTURADO

Objetivo: O artigo busca tratar dos desafios regulatórios de promover competitividade e inovação, bem como mitigar riscos sistêmicos do setor financeiro. Nesse contexto, o trabalho busca demonstrar a relevância do surgimento das *fintechs* e da regulação jurídica associada a intervenções de ordem regulatória e concorrencial para o aumento da inovação e da concorrência ao estabelecer segurança jurídica no mercado de meios de pagamento no Brasil. Ao mesmo tempo, o trabalho busca demonstrar como o *sandbox* regulatório surge como resposta institucional aos desafios de equilibrar objetivos de concorrência, inovação e estabilidade financeira, analisando sua aplicação em projetos do setor de pagamentos no Brasil.

Método: Pesquisa bibliográfica, documental e qualitativa.

Conclusões: Além do desenvolvimento tecnológico que proporcionou o surgimento de novos modelos de negócios, a atuação do Cade e Banco Central por meio de mecanismos regulatórios e concorrenciais orientados para o aumento da competitividade, bem como o advento da Lei nº 12.865/2013, como marco regulatório dos arranjos e instituições de pagamento, contribuíram significativamente para aumentar a concorrência do mercado brasileiro de meios de pagamento, sobretudo pela entrada de *fintechs* e a consequente expansão da oferta de serviços financeiros, diminuição de custos e inclusão financeira

Editor responsável: Prof. Dr. Luis Henrique Bertolino Braidó, Fundação Getúlio Vargas (FGV/RJ), Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4648392251476133>. **ORCID:** <https://orcid.org/0000-0001-6085-1446>.

1 **Recebido em:** 24/10/2023 **Aceito em:** 08/12/2023 **Publicado em:** 21/12/2023

2 Assessor no Tribunal Administrativo do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Mestrando em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. As opiniões contidas neste artigo são pessoais e não representam a percepção das instituições às quais o autor está vinculado.

E-mail: mfsueda@gmail.com **Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/3497376293426012> **ORCID:** <https://orcid.org/0009-0004-0794-1652>

de população não-bancarizada. Ademais, o estudo do *sandbox* regulatório aponta que esse instituto tem sido adotado pelos reguladores brasileiros para enfrentar os desafios associados à desconexão regulatória, fomento de inovação, competição e estabilidade sistêmica no setor financeiro, dadas suas características que permitem reduzir mais rapidamente assimetrias de informação e antecipar efeitos e riscos de caráter sistêmico.

Palavras-chave: *fintech*; regulação financeira; concorrência; desconexão regulatória; *sandbox* regulatório; meios de pagamento.

STRUCTURED ABSTRACT

Objective: The paper discusses the challenges of promoting competitiveness, innovation, and mitigating risks in the financial sector. It emphasizes the importance of legal regulation in transforming market structures and facilitating the entry of fintechs into the payment market in Brazil. The introduction of normative guidelines and regulatory interventions has played a role in increasing competition and innovation by providing legal certainty. The paper also explores the concept of a regulatory *sandbox*, as an institutional response designed to balance the objectives of competition, innovation, and financial stability. It examines the application of the regulatory *sandbox* in projects in the Brazilian payments sector. The article highlights the relevance of regulatory measures in creating a conducive environment for competition, innovation, and overall stability in the financial sector.

Method: Bibliographic, documentary and qualitative research.

Conclusions: In addition to technological advancements facilitating the emergence of new business models, the roles played by both CADE – Administrative Council for Economic Defense (Brazilian Antitrust Authority) and the Brazilian Central Bank, through regulatory and competition mechanisms oriented towards increasing competitiveness, as well as the enactment of Law No. 12.865/2013, a regulatory framework for payment arrangements and institutions, have significantly contributed to enhancing competition in the Brazilian payment methods market. This was primarily achieved through the entry of fintechs, expansion of the financial service offerings, cost reduction, and financial inclusion of the unbanked population. In addition, the study of the regulatory *sandbox* points out that this institute has been adopted by Brazilian regulators to address the challenges associated with regulatory disconnection, fostering innovation, competition, and systemic stability in the financial sector, given its characteristics, which make it possible to reduce information asymmetries more quickly and anticipate systemic effects and risks.

Keywords: fintech; financial regulation; competition; regulatory disconnection; regulatory *sandboxes*; payment methods.

Classificação JEL: K21; O16.

Sumário: 1. Introdução; 2. Desafios para equilibrar regulação, concorrência e inovação no mercado financeiro; 3. A relevância das para o aumento da competição no mercado financeiro; 4. A regulação jurídica do mercado de meios de pagamento no Brasil. 5. A transformação na indústria de meios de pagamento no



1. INTRODUÇÃO

As inovações tecnológicas têm transformado significativamente a estrutura de diversos mercados, mas talvez nenhum outro setor tenha sido tão afetado nos últimos anos como o financeiro. O surgimento das *fintechs* que introduziram novos modelos de negócios, por meio dos quais passaram a ofertar produtos e serviços baseados em canais virtuais e de maneira acessível a parcela relevante da população, contribuíram para o aumento da competição e da inclusão financeira em diversos segmentos de mercado (COSTA, 2023, p. 11).

Segundo Ragazzo e Cataldo (2020) essas transformações têm modificado um importante paradigma no acesso de serviços financeiros no Brasil antes pautado pela presença de agências bancárias físicas. Atualmente, o acesso de serviços financeiros, desde os mais simples até mais complexos, está relacionado à existência de uma conta bancária, por meio do qual as instituições financeiras ofertam diversos outros serviços. Os autores sustentam que a evolução da indústria de pagamentos tem indicado que a nova porta de entrada para a oferta de serviços financeiros são os meios de pagamento, sobretudo, pela possibilidade de associar serviços de pagamento e transferência de recursos por meio de aplicativos em telefone celulares de maneira mais barata e rápida.³

A velocidade com que essas mudanças têm se apresentado impõe desafios regulatórios relevantes em razão do rompimento entre padrões normativos e regulatórios existentes em face da realidade que pretendem disciplinar, tornando-os inadequados ou incompatíveis para lidar com problemas e demandas trazidas por essas inovações. Assim, os reguladores têm sido desafiados a encontrar estratégias regulatórias mais efetivas e proporcionais, capazes de enfrentar essas transformações no mercado, sem inibir a inovação e a concorrência do setor, e sem desconsiderar potenciais riscos que a atuação desses novos agentes impõe ao sistema financeiro (RANGEL, 2022, p. 151).

O presente artigo tem como objetivo demonstrar a relevância do surgimento das *fintechs* e da regulação jurídica, associada a intervenções de ordem regulatória e concorrencial, para explicar as transformações do mercado de instrumentos de pagamento brasileiro. A investigação busca abordar a relação entre regulação, concorrência e inovação, buscando evidências de que o advento de orientações normativas específicas e intervenções promovidas por Cade e Banco Central tiveram papel central na abertura do mercado de meios de pagamento que ampliaram a inclusão financeira de população não-bancarizada, além de melhorar a competitividade no setor financeiro. Ademais, o trabalho busca demonstrar como o *sandbox* regulatório surge como resposta institucional aos desafios de equilibrar objetivos regulatórios promover concorrência, inovação e estabilidade financeira, analisando sua aplicação em projetos do setor de pagamentos no Brasil. Com esse propósito, o trabalho foi dividido em cinco partes.

³ Nesse sentido, Ragazzo e Cataldo (2020) argumentam que o caminho para inclusão financeira no Brasil é o mercado de meios de pagamento, a partir da análise de experiências estrangeiras na China e Índia, em contraposição ao modelo tradicional por contas bancárias, que conta com barreiras de difícil transposição.

Na primeira parte do artigo serão apresentados os desafios enfrentados pelos reguladores do setor financeiro para disciplinar as inovações tecnológicas. Na segunda parte do artigo, apresenta-se o conceito de *fintech* e quais fatores podem explicar o seu papel no aumento da concorrência no setor financeiro, tomando como exemplo de caso o mercado de pagamentos brasileiro. Na terceira parte, apresenta-se o marco regulatório do mercado de meios de pagamento brasileiro e a sua relação com o aumento da concorrência no setor. Na quarta parte, busca-se analisar o impacto de ações regulatórias e concorrenciais implementadas pelas autoridades brasileiras para o aumento da concorrência no mercado de meios de pagamento. Na quinta parte, apresentam-se algumas considerações sobre o instituto do *sandbox* regulatório como resposta institucional adotada por reguladores financeiros para enfrentar o problema da desconexão regulatória e a sua implementação no Brasil.

Ao final do trabalho, busca-se contribuir com uma maior compreensão sobre o advento das *fintechs* no mercado financeiro, os desafios que se impõem para a regulação e concorrência e como a regulação jurídica pode contribuir para a estruturação de mercados mais competitivos e inovadores.

2. DESAFIOS PARA EQUILIBRAR REGULAÇÃO, CONCORRÊNCIA E INOVAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO

A relação entre regulação e concorrência no sistema financeiro está pautada pelo binômio estabilidade e concorrência.⁴ Diversas autoridades têm aprofundado suas análises sobre os impactos regulatórios e concorrenciais decorrentes das inovações tecnológicas e o surgimento de novos modelos de negócio, dado seu potencial de transformar o padrão de competição atualmente conhecido, além de impor novos riscos sistêmicos.

Nos últimos anos, as *fintechs* têm sido responsáveis por introduzir esses novos modelos de negócios, ofertar produtos e serviços baseados no uso intensivo de tecnologia a partir de canais virtuais, e aumentar a competitividade do setor financeiro, atendendo demandas de parcela consumidora insatisfeita com os serviços prestados pelos bancos tradicionais, resultando em verdadeira transformação de processos, cadeia de valor, e do relacionamento entre instituições financeiras e clientes e entre as próprias instituições (COSTA, 2023, p. 11-12).

A criação ou o desenvolvimento de uma regulação jurídica adequada para acompanhar a velocidade dessas mudanças torna-se cada vez mais desafiadora. Regular o comportamento de agentes econômicos em um contexto de inovação implica risco e incerteza relacionados ao funcionamento do mercado e ao equilíbrio sistêmico do setor regulado (BCB, 2021, p. 170)⁵.

De um lado, o risco de inviabilizar o desenvolvimento de práticas e tecnologias benéficas ao mercado e à sociedade e impedir a entrada de empresas e modelos capazes de promover a

4 As diversas crises financeiras ao longo da história levaram os governos a estabelecer regras e controles mais rígidos sobre a operação dos bancos, de maneira a impedir ou mitigar os riscos de quebras generalizadas. Entre as exigências, a instituição precisa manter sistemas rígidos de controle interno e gestão de risco, contratar equipes dedicadas para realização de auditorias, elaboração e implementação de *compliance*, prestação de contas aos órgãos reguladores e assegurar que as regras estejam sendo cumpridas. A adequação a esses padrões representa um importante custo, dificultando a entrada de bancos menores, que enfrentam dificuldades para arcar com esses custos e ainda se manterem rentáveis.

5 “É no contexto de inovação rápida e constante que o regulador financeiro procura se posicionar, com foco em uma regulação equilibrada que, de um lado, não iniba as inovações, mas, de outro, não enseje riscos desproporcionais para os usuários e clientes e para a estabilidade do sistema financeiro”.



concorrência nos mercados. Por outro lado, existe o risco sistêmico, ao permitir que a execução de determinadas práticas e modelos de negócio criem um risco elevado de quebra generalizada de empresas ou a criação de condições competitivas assimétricas que resultem na exclusão de empresas e, em última instância, contribuam para a concentração excessiva do mercado, tornando mais difícil fomentar a competitividade e a inovação.

Nesse contexto, um dos principais desafios enfrentados pelos agentes reguladores é reduzir a diferença entre as mudanças que se verificam no mundo dos fatos e o arcabouço normativo-regulatório que disciplina e orienta o comportamento econômico dos agentes regulados. A nova realidade trazida por essas mudanças pode demandar um conjunto regulatório distinto para que os objetivos perseguidos pela atuação estatal sejam alcançados. Esse rompimento entre o arcabouço normativo-regulatório e a realidade é descrito por Vianna como desconexão regulatória, cujo prolongamento que resulta nos dois principais desafios regulatórios à luz das inovações tecnológicas disruptivas: o descompasso e o *timing* regulatórios (VIANNA, 2019, p. 59). Moses (2013, p. 6) ainda acrescenta o problema de ritmo (*spacing problem*) como uma terceira ordem de problemas.

Segundo Vianna (2019, p. 59), o descompasso regulatório se refere “ao intervalo de tempo entre o momento em que se evidencia a desconexão regulatória e a consequente resposta do regulador”, enquanto o *timing* regulatório corresponde à “análise relativa ao momento certo para intervir (caso se decida intervir)”. Já Moses (2013, p. 7) define o problema de ritmo (*spacing problem*) como a dificuldade de acompanhar as mudanças aceleradas das transformações tecnológicas, podendo ser formulado a partir de questões como gerenciamento de novos riscos negativos decorrentes das mudanças, gerenciamento de incertezas da aplicação das leis existentes, e da necessidade de adaptar regimes regulatórios que se mostram inadequados para os novos contextos que se apresentam.

Uma das decisões mais complexas e impactantes sobre a perspectiva da regulação e dos efeitos produzidos sobre o mercado é o *timing* regulatório. Philippon (2019, p. 218) recorre à análise histórica para afirmar que as regulações tendem a ser mais eficientes quando implementadas em estágio de desenvolvimento inicial de uma indústria, uma vez que seria mais difícil alterar padrões estabelecidos quando a indústria apresenta maior consolidação e os valores econômicos envolvidos são mais elevados. Moses (2013, p. 7) também indica um aumento da resistência à mudança quando a tecnologia se encontra consolidada, tornando a sua mudança mais custosa sob a perspectiva regulatória, dada a proporção e a complexidade que adquirem nesse momento.

Por outro lado, Baptista e Keller (2016, p. 145) sustentam que a intervenção regulatória em momento de maior estabilidade institucional pode ser mais adequada, pois, em princípio, atuações mais imediatas apresentam “riscos maiores e mais difíceis de serem revertidos”, além da falta de informações disponíveis para fundamentar uma decisão consistente. Segundo as autoras, uma intervenção precoce ou inadequada pode produzir efeitos adversos, inibindo a inovação tanto em relação ao aprimoramento de fatores já existentes, quanto ao surgimento de tecnologias mais inovadoras, resultando em decisões que levem à normatização desnecessária e desperdício de recursos.

Diante das diversas consequências da atuação regulatória, um dos maiores desafios para o agente regulador é avaliar se a estrutura regulatória vigente é adequada para atender as novas demandas que surgem em decorrência das inovações tecnológicas disruptivas e, caso sejam insuficientes, como enfrentar essa incompatibilidade. Segundo Vianna (2019, p. 16), esse desalinhamento entre normas regulatórias e o efetivo funcionamento do mercado repercutem

diretamente sobre o risco sistêmica do setor financeiro, tendo em vista possibilidade de se negligenciar novos riscos acrescentados por essa dinâmica de mudanças, fenômeno que o autor denomina desconexão regulatória sistematicamente relevante.

Por sua vez, a reconexão regulatória pode ocorrer por meio da acomodação de uma nova demanda regulatória nas normas vigentes, por alteração parcial no regramento ou pela elaboração de uma nova regulação específica. Assim, a atuação regulatória requer uma análise complexa que considere o grau de intervenção nos padrões já estabelecidos para o setor regulado (VIANNA, 2019, p. 59, 61).

Portanto, além de a atuação regulatória ser tempestiva, é necessário que seja adequada. Nesse sentido, o agente regulador precisa identificar o problema, o fenômeno inovador e seu potencial disruptivo, para que seja capaz de adotar as medidas cabíveis ao melhor funcionamento do setor regulado. A atuação do órgão regulador será mais eficiente quanto maior for a capacidade de antecipar tendências e reagir tempestiva e assertivamente às mudanças, mitigando o descompasso regulatório.

Assim, é relevante verificar qual inovação está em curso e quais as consequências relevantes que essa inovação gera para o setor regulado, sobretudo em termos de risco sistêmico. Para enfrentar esses problemas, diversos reguladores financeiros têm reconhecido a insuficiência dos instrumentos regulatórios tradicionais de caráter reativo e adotado o instituto do *sandbox* regulatório, instrumento regulatório de caráter experimental e aberto à cooperação entre regulador e regulados, que proporciona espaço de aprendizado compartilhado e visa permitir uma atuação prospectiva da autoridade reguladora capaz de antecipar tendências (VIANNA, 2019, p. 65-66; RANGEL, 2022, p. 154) e que será abordado adiante no capítulo 5 do presente artigo.

Antes, porém, o próximo capítulo abordará o que são as *fintechs*, em que contexto surgiram, as razões que as levaram se tornarem relevantes a ponto de impactar a dinâmica concorrencial do setor financeiro e os desafios que enfrentam para crescerem no mercado.

3. A RELEVÂNCIA DAS FINTECHS PARA O AUMENTO DA COMPETIÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO

As recentes transformações promovidas no setor financeiro não poderiam ser explicadas sem a compreensão do surgimento das chamadas *fintechs*.⁶ *Fintech* (*Financial Technology*) é um termo amplo e heterogêneo⁷ que congrega as palavras finanças e tecnologia, e, de forma geral, pode ser utilizada para designar empresas que utilizam a tecnologia de forma inovadora para criar e desenvolver produtos e serviços financeiros, estimulando novos modelos de negócios, aplicações,

6 Conceitualmente, existem autores que distinguem as figuras startups das *fintechs*. Hermanson (2011) diferencia as figuras nos seguintes termos: “as startups podem ser definidas como empresas de pequeno porte, recém-criadas, cuja atividade principal são a pesquisa e o desenvolvimento de ideias inovadoras, cujos custos de manutenção sejam baixos e ofereçam a possibilidade de rápida e consistente geração de lucros.” Por sua vez, “embora a palavra *fintech* remeta à ideia de novas empresas, há firmas que surgem com financiamento de grandes instituições financeiras e, desse modo, saltam a etapa em que seriam consideradas *startups*.”

7 Não há um consenso na doutrina ou entre as autoridades reguladoras ou especializadas sobre a definição do termo *fintech*. Para os fins deste trabalho, as definições adotadas serão amplas, não restringindo as *fintechs* em termos de porte, atividade e enquadramento legal, tais como instituição financeira, bancária ou não bancária, seguindo, assim, elementos de identificação considerados pelo BCB.



processos e produtos (BCB, 2021, p. 164).

No Brasil, o Banco Central do Brasil (Banco Central ou BCB) define o termo da seguinte forma:

Fintechs são empresas que introduzem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia, com potencial para criar novos modelos de negócios. Atuam por meio de plataformas online e oferecem serviços digitais inovadores relacionados ao setor (FINTECHS, [2023]).

Da definição adotada pelo Banco Central, verifica-se que além do uso intensivo de tecnologia, as *fintechs* são caracterizadas por promover inovações e pelo potencial de criar modelos de negócios. As *fintechs* encontraram um espaço propício para seu desenvolvimento ao adotarem modelos de negócio e uso mais eficiente das novas tecnologias, permitindo uma melhor adaptação às mudanças promovidas pelas inovações tecnológicas no mercado.

Em geral, as *fintechs* se especializaram em atender determinados nichos com baixa penetração de serviços financeiros tradicionais e alto potencial de crescimento, ultrapassando as atividades típicas de um banco comercial. Contudo, algumas *fintechs* passaram a concorrer diretamente com os bancos tradicionais, a partir de serviços inteiramente prestados por plataformas digitais e sem a presença de agências bancárias, adotando um modelo de negócio altamente dependente de tecnologia.

O surgimento dessas empresas ocorre no contexto da crise financeira de 2008, com o colapso de grandes instituições financeiras e o desenvolvimento de soluções pela internet, criando um cenário propício para o surgimento de alternativas aos bancos tradicionais (VERÍSSIMO, 2019, p. 47). Em relação às empresas tradicionais do setor financeiro, as *fintechs* se caracterizaram por apresentarem uma estrutura de custos com baixa dependência de estrutura física, menor quantidade de funcionários e escopo de atividades e negócios delimitados. Ao contrário das grandes instituições financeiras, grande parte das *fintechs* surgiu na era da economia digitalizada, sem herdar sistemas legados e grandes estruturas corporativas, geralmente caracterizadas pela rigidez e lentidão na tomada de decisões, além do alto custo operacional.

Por outro lado, as *fintechs* apresentaram como principais desvantagens: (i) a ausência de uma base de clientes leais; (ii) acesso limitado às informações provenientes do relacionamento pretérito com o cliente (*soft information*); (iii) ausência de reputação e reconhecimento da marca; (iv) elevado custo de capital e balanço financeiro reduzido; e (v) ausência de experiência no gerenciamento regulatório e administração de risco (OECD, 2020, p. 15).

No Brasil, o impacto gerado pela atuação de *fintechs* tem sido relevante. Muito embora o mercado financeiro brasileiro ainda seja concentrado e imponha altos custos regulatórios a seus participantes, novos agentes têm ingressado em diversos segmentos, a exemplo do crescimento de bancos digitais (Nubank, Banco Inter, C6, Neon, Original), plataformas de crédito (Creditas, Geru), plataformas de planejamento financeiro (PicPay que adquiriu a plataforma Guia Bolso), pagamento de benefícios (Caju, Flash, Méliuz) e meios de pagamento eletrônico (Ebanx, Stone, PagSeguro, MercadoPago).

Não obstante, as *fintechs* têm enfrentado dificuldades para atrair clientes e obter uma participação de mercado significativa (TAKAR, 2017), uma vez que os consumidores têm resistido à ideia de mudar de banco, sobretudo agentes com atuação em segmentos altamente concorridos, como o mercado de empréstimos para empresas de grande e médio portes. Segundo Corrêa (2020, p.

39), esse mesmo padrão se verifica em outras jurisdições como a China, país avançado em termos de ecossistema e tecnologia financeira, no qual as *fintechs* têm alcançado importante espaço, mas que representam apenas 3% de participação no total da oferta de crédito do setor não bancário.

Embora as *fintechs* tenham contribuído para o aumento da competição no setor financeiro, há um movimento crescente de aproximação entre os bancos e *fintechs*, seja por meio de programas de aceleração, parcerias, contratação de serviços e aquisições (DISTRITO, 2021), estabelecendo relações que podem ser alvo de potenciais preocupações regulatórias e concorrenciais.

Segundo a Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), diversas *fintechs* não buscam obter licenças para operar como bancos em razão dos altos custos regulatórios envolvidos e considerando que ainda podem obter receita em segmentos rentáveis nos quais os bancos não operam. A entrada de agentes não-bancarizados e o grau de concorrência exercido no varejo bancário depende da regulação implementada para os agentes envolvidos. Outro fator crucial para a competitividade no mercado depende das características dos mercados envolvidos, uma vez que influenciam as estratégias adotadas por entrantes e incumbentes (OECD, 2020, p. 20-21).

Na presença de elevados custos de troca, os incumbentes possuem incentivos para acomodar a entrada de novos agentes, considerando que tendem a manter sua base de clientes, enquanto entrantes tendem a atrair segmentos de clientes não-bancarizados além daqueles insatisfeitos com a prestação dos serviços pelas instituições incumbentes. Adicionalmente, os incumbentes recebem tarifas adicionais pela operação de novos agentes no sistema bancário e que compensam o custo do aumento das transações agregadas no sistema (OECD, 2020, p. 20-21).

Além das condições do mercado, a estratégia dos incumbentes pode variar em função da posição adotada pelos entrantes. Os entrantes podem atuar como uma empresa pequena que atende nichos de mercado, como a população não-bancarizada. Nesse modelo, esses entrantes costumam formar parcerias, inclusive com bancos tradicionais, beneficiando-se da marca estabelecida, de economias de escala e dos canais de distribuição para oferta de seus serviços, de forma que os bancos passam a funcionar como plataformas de serviços financeiros (OECD, 2020, p. 20-21).

É possível ainda que os entrantes adotem a estratégia de expandir sua atuação como banco digital licenciado, acirrando a concorrência com os incumbentes, mas suscitando potenciais preocupações concorrenciais e regulatórias. Os incumbentes tendem a competir e adotar estratégias para dificultar ou impedir a entrada de agentes agressivos, que busquem competir por segmentos rentáveis e consolidados explorados pelos incumbentes (OECD, 2020, p. 20-21). Uma das estratégias possíveis é o fechamento de acesso à infraestrutura existente de serviços financeiros ou a criação do próprio banco digital associado com estratégias anticompetitivas para alavancar a participação da empresa verticalizada nos segmentos em que enfrentam a concorrência desses entrantes.

Além da adoção dessas estratégias, é provável que entrantes com maior potencial de consolidação ou que estejam ganhando participação de mercado sejam alvo de aquisição pelos bancos e grandes instituições financeiras. Nesse cenário, é importante que as autoridades regulatória e concorrencial considerem a natureza e a estratégia dessa aquisição, não se limitando a uma análise estática baseada em participações de mercado, mas buscando compreender fatores como a dinâmica competitiva do mercado, seus movimentos históricos e tendências, o potencial disruptivo da empresa, as estratégias que fundamentam o negócio e o impacto da operação para a rivalidade e custo de entrada no mercado.



Vale destacar ainda que a capacidade financeira e o acesso a fontes de financiamento permanecem sendo importantes barreiras à entrada e crescimento das *fintechs* brasileiras no mercado. O financiamento das *fintechs* é dependente de investidores de capital de risco (DISTRITO, 2021, p. 39-41)⁸, dada a natureza dos riscos atrelados ao investimento aportado, o que torna o custo de capital dessas empresas elevado (PWC, 2019, p. 2-5). Além disso, os modelos de negócios das *fintechs* dependem da obtenção de escala, o que muitas vezes significa suportar prejuízos financeiros no curto e médio prazo até que a operação passe a ser rentável.

Segundo o estudo Pesquisa *Fintechs* de Crédito 2019 elaborado conjuntamente pela PwC Brasil e pela Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD), o crédito é um recurso escasso no Brasil, concentrado em poucos grandes bancos, que emprestam a um custo elevado e com oferta restrita. Nesse contexto, o aumento da concorrência seria essencial para enfrentar esse problema e as inovações tecnológicas estariam contribuindo para a sua implementação, ao viabilizar o surgimento e o crescimento acelerado de novas empresas, que passaram a promover mudanças no mercado (PWC, 2019, p. 2-5).

O último estudo de pesquisa das *fintechs* de crédito em 2023, divulgado pela PWC em parceria com a ABCD, considera a situação específica das *fintechs* de crédito, e revela que o cenário de acesso a financiamento dessas *fintechs* apresentou melhora nos últimos anos. Destaca-se a diversificação das fontes de financiamento, com destaque para as operações com Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs) ou securitizadoras, superando a dependência de capital próprio, que apresentou queda relevante de 14% entre 2021 e 2022. Observou-se ainda aumento da utilização de instrumentos financeiros como emissão de debêntures e ações preferenciais para captação de recursos. Especialmente em 2022, destacou-se significativamente o crescimento de linhas de crédito (empréstimos, financiamentos de bancos e organizações de fomento) como fontes representativas de financiamento das *fintechs* de crédito (PWC, 2023, p. 31-32).

Não obstante, o Relatório de Economia Bancária 2022, elaborado pelo Banco Central, indica que o mercado brasileiro de crédito permanece concentrado. Na modalidade de crédito para pessoas físicas, os cinco maiores bancos (Caixa, BB, Bradesco, Itaú e Santander) concentraram quase 66,9% de participação de mercado no segmento de operações de crédito (incluindo instituições bancárias e não-bancárias), em 2022, com ligeira redução de concentração nos últimos três anos (67,9% em 2021, 68,5% em 2020 e 69,8% em 2019) (BCB, 2022a, p. 216).

Na modalidade de crédito para pessoas jurídicas, os cinco maiores *players* representaram 64,3% de participação de mercado, em 2020⁹, com redução de concentração nos últimos três anos da ordem de 6,5%, em razão da diminuição da participação do Banco Nacional de Desenvolvimento

8 Segundo levantamento do Distrito Fintech Mining Report 2021, de 2012 até os primeiros quatro meses de 2021, cerca de R\$ 4,5 bilhões de reais foram investidos em financiamento de *fintechs* brasileiras, com destaque para os anos de 2019 (R\$ 1,08 bi), 2020 (R\$ 1,88 bi) e 1Q/2021 (R\$ 0,73 bi), que representaram parte relevante dos investimentos aportados nos últimos anos. O relatório também indica que as *fintechs* em estágio de maior maturidade (*late-stages*) concentram a maior parte dos investimentos em *fintechs* brasileiras, tendência que deve se acentuar nos próximos anos. As 10 maiores *fintechs* e *startups* que receberam mais investimentos representam mais de 90% dos investimentos totais aportados.

9 A partir da edição 2021 do Relatório de Economia Bancária, o Banco Central passou a analisar a concentração das operações de crédito segmentada por mercados relevantes: financiamentos rurais e agro (PF+PJ), financiamentos habitacionais (PF+PJ), financiamentos de infraestrutura e desenvolvimento (PJ), operações de aquisição de recebíveis comerciais (PJ), capital de giro (PJ), crédito pessoal com consignação em folha (PF) e cartão de crédito (PF+PJ), mercados que representam conjuntamente 71,8% do total das operações existentes no SFN até 31 dezembro de 2021. A segmentação foi adotada para garantir maior transparência na análise de competição no SFN.

Econômico e Social (BNDES) e do Banco do Brasil (BCB, 2021, p. 132-133).¹⁰

Ainda que se observe uma redução de concentração na concessão de crédito, sobretudo na modalidade de pessoas jurídicas, verifica-se que os resultados ainda não apontam para mudanças significativas na oferta de crédito no Brasil (BCB, 2021, p. 132-133).¹¹

De toda forma, a entrada, o crescimento e o grau de rivalidade exercido por novos agentes no mercado financeiro tendem a ser condicionados pelas escolhas regulatórias adotadas para os diferentes segmentos afetados. No Brasil, o Banco Central tem promovido uma agenda regulatória buscando um aumento da competitividade do setor financeiro. Nesse sentido, o órgão regulador tem se empenhado na adoção de normas e iniciativas que tornem os mercados financeiros mais competitivos, inclusivos e que fomentem a entrada e desenvolvimento de novos agentes econômicos. Contudo, desafios históricos envolvendo o equilíbrio entre estabilidade sistêmica, aumento de competitividade e inovação são enfrentados pelo agente regulador.

Talvez nenhum outro segmento tenha sido tão impactado pelas inovações tecnológicas, mudanças regulatórias e concorrenciais nos últimos anos como o mercado de meios de pagamento. Parte relevante dessas mudanças foram promovidas pela entrada e atuação das *fintechs*, pela introdução de novos modelos de negócios viabilizados pelo avanço tecnológico, que promoveram a inclusão financeira de população não-bancarizada, além de aumentar a oferta e acesso de clientes do segmento de varejo a produtos financeiros antes disponibilizados a consumidores de maior renda.

Não obstante, além do desenvolvimento econômico e tecnológico promovido pelas *fintechs* no mercado financeiro, a atuação dessas empresas foi viabilizada pela atuação regulatória do Banco Central e concorrencial do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) para fomentar a abertura do mercado de adquirência e o advento da Lei nº 12.865/2013, que proporcionou segurança jurídica para realização desses investimentos ao regulamentar arranjos, instituições e contas de pagamento, além de estabelecer a competência do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central para regulamentar este setor.

As instituições de pagamento¹² possibilitaram a realização de pagamentos e transferência de recursos financeiros independentemente de relacionamentos com bancos ou outras instituições financeiras, muito embora sejam impedidos de prestar serviços financeiros específicos como a concessão de crédito e financiamento aos clientes. Os recursos ficam armazenados em contas de pagamento¹³, custodiadas pelo próprio Banco Central, e permitem a movimentação financeira dessas

10 Vale destacar que essa redução na modalidade de pessoas jurídicas é explicada pela diminuição de participação dos dois maiores players: BNDES (de 20,6% para 15,7%) e Banco do Brasil (17,6% para 14,3%). Vale destacar que houve um aumento de participação de outros bancos comerciais e múltiplos (de 21,1% para 25,9%) e cooperativas de crédito (3,2% para 5%), mas também o aumento de participação de outros grandes bancos (Itaú em 2,6% e Caixa em 0,9%).

11 As implicações da elevada concentração bancária podem ser observadas na escassez de acesso ao crédito para viabilizar o crescimento econômico. O acesso ao crédito é altamente dependente de recursos públicos. Os bancos privados possuem baixa participação na concessão de crédito próprio direcionado a políticas específicas, como o agronegócio e habitacional, segmentos dominados pelos bancos públicos. Boa parte dos recursos disponibilizados pelos bancos privados são provenientes de repasse de recursos públicos com origem no BNDES, o FAT ou o FGTS.

12 Segundo o BCB, “instituição de pagamento (IP) é a pessoa jurídica que viabiliza serviços de compra e venda e de movimentação de recursos, no âmbito de um arranjo de pagamento, sem a possibilidade de conceder empréstimos e financiamentos a seus clientes”. Ver (INSTITUIÇÕES DE PAGAMENTO, [2023]).

13 Contas de pagamento são serviços ofertados por instituições financeiras ou instituições de pagamento que permitem unicamente a realização de pagamentos, saques ou transferências. Não necessariamente são isentas de taxas, não possuem agências físicas, mas são mais baratas que as contas bancárias tradicionais e acessadas por via digital.

contas, a partir de cartões pré-pagos ou de um telefone celular, dispensando o uso da moeda em espécie. As contas de pagamento são interoperáveis, permitindo aos seus usuários receber e enviar dinheiro para bancos e outras instituições de pagamento.

Na prática, isso permitiu que instituições não-bancárias (como PagSeguro, Mercado Pago, Stone, Uber, iFood) pudessem ofertar contas para realização de pagamentos e transferências de recursos financeiros como alternativa ao domicílio bancário, a custo muito inferior, o que permitiu a inclusão financeira de desbancarizados, especialmente de estabelecimentos de pequeno porte e prestadores de serviços com baixo faturamento.

Possibilitando o acesso desses segmentos ao sistema financeiro, essas empresas puderem desenvolver produtos e serviços para atender demandas específicas desses segmentos, tradicionalmente de pouco interesse comercial dos bancos. Ao identificar uma parcela significativa de consumidores, com baixa penetração de serviços financeiros, algumas empresas identificaram oportunidades de gerar novas receitas atendendo a essa demanda e desenvolveram modelos de negócio voltados a esses segmentos, a exemplo da empresa PagSeguro.¹⁴

A companhia tem expandido seu portfólio de serviços, investindo no desenvolvimento de um ecossistema financeiro próprio e reduzindo a dependência dos comerciantes aos tradicionais serviços bancários, a partir de soluções como as operações de pré-pagamento.¹⁵ As operações são realizadas sem depender de serviços bancários, reduzindo os custos incorridos no sistema pela eliminação de intermediários na cadeia de pagamento e fornecendo uma alternativa mais barata aos empreendedores. O desenvolvimento desses modelos só foi viabilizado a partir da regulação jurídica do setor de pagamentos no Brasil, atraindo a competência regulatória do Banco Central.

Portanto, as próximas seções têm como objetivo analisar a regulação jurídica do segmento de meios de pagamentos, as atuações de Banco Central e Cade nesse mercado, e investigar a existência de uma relação com o aumento de inovação e competitividade observados na indústria brasileira de meios de pagamento.

4. A REGULAÇÃO JURÍDICA DO MERCADO DE MEIOS DE PAGAMENTO NO BRASIL

Instrumentos de pagamento ou meios de pagamento são dispositivos utilizados para comprar produtos/serviços ou para transferir recursos, como o cartão de débito ou de crédito, o boleto ou o telefone celular (BRASIL, 2019, p. 5). Em última instância, os meios de pagamento viabilizam o relacionamento entre compradores e vendedores no comércio de bens e serviços.

¹⁴ A PagSeguro é uma empresa do grupo Uol que surgiu inicialmente como subcredenciadora (atualmente a PagSeguro atua como credenciadora) habilitando estabelecimentos de pequeno porte e microempreendedores. A empresa inovou no mercado ao trazer o modelo de compra das maquininhas (comercialmente denominada Moderninha) aos estabelecimentos, anteriormente só disponíveis para aluguel e com elevado custo. O equipamento disponibilizado pela PagSeguro apresentava tamanho e custos menores comparados aos modelos oferecidos pelos concorrentes, o que resultou na expansão acelerada da empresa, especialmente entre os pequenos comerciantes.

¹⁵ As operações de pré-pagamento permitem a movimentação de recursos financeiros alocados nas contas criadas pelas instituições de pagamento, a partir do uso de cartão pré-pago ou aplicativo de telefone celular, permitindo que a receita obtida com a venda de produtos ou serviços, mediante a utilização de algum meio de pagamento eletrônico, seja depositada na conta de pagamento e o comerciante possa utilizar o saldo para realização de suas próprias compras.

Os meios de pagamento eletrônico¹⁶ são aqueles que dispensam um meio físico tradicional como dinheiro ou cheque para a consumação da transferência de valores do consumidor para o estabelecimento comercial ou para o prestador de serviço (CAVALCANTI; SANTOS, 2020, p. 15). Atualmente, os cartões de pagamento (crédito, débito e pré-pago) representam a principal modalidade de pagamento eletrônico. É preciso destacar, contudo, o crescimento de outras modalidades como as carteiras digitais ou eletrônicas (*wallets*)¹⁷ e, mais recentemente, o surgimento dos pagamentos instantâneos nas compras físicas ou *online*, que tem transformado o mercado por meio da desintermediação da cadeia de pagamento.

A transação de pagamento eletrônica é resultado de uma relação complexa que envolve vários agentes para a sua concretização. A atuação desses agentes é estruturada em forma de rede, que compõe um sistema de pagamento eletrônico ou rede de pagamento. Os organizadores dessa rede são denominados bandeiras, agentes que estruturam arranjos de pagamento.

Os arranjos de pagamento consistem em conjunto de regras e procedimentos que disciplinam a prestação de serviços de pagamento ao público.¹⁸ As transações realizadas em função das operações de compra e venda entre estabelecimentos comerciais ou prestadores de serviços e consumidores ocorrem em plataformas eletrônicas administradas pelos instituidores desses arranjos, que fornecem a rede de tecnologia que sustenta o sistema de pagamento. Existem dois tipos de arranjos de pagamento: aberto e fechado.

Os arranjos de pagamento aberto ou arranjo de quatro partes são aqueles em que qualquer banco ou instituição financeira podem se juntar à bandeira instituidora do arranjo mediante livre negociação, a exemplo dos arranjos instituídos por Visa e MasterCard. Os principais participantes do arranjo aberto são: os emissores¹⁹ (e.g. Itaú, Bradesco, Santander, BB, Nubank), as bandeiras²⁰ (e.g. Visa, MasterCard, Cielo, Hiper) e as credenciadoras ou adquirentes²¹ (e.g. Cielo, Rede, Stone, GetNet, PagSeguro).

Já no denominado arranjo fechado, ou arranjo de três partes (por ser formada por bandeira, estabelecimento e consumidor), uma única entidade presta os serviços de emissão e credenciamento. Algumas das entidades que atuam nesse modelo são American Express, Elo, Ticket e VR, estes últimos

16 Para os fins deste artigo, apenas os meios de pagamento eletrônicos serão abordados, uma vez que as principais transformações e tendências de mudança no mercado podem ser observados nessa modalidade de pagamento. Não se ignora, por outro lado, que os meios de pagamento eletrônicos representam um estágio da evolução do mercado alcançado mediante inovações tecnológicas que indicam o potencial transformador e conformador desse fator no mercado.

17 Carteiras digitais são meios de pagamento que permitem acesso a contas relacionados ao cartão de crédito ou débito para pagamentos e transferências em compras presenciais ou online, além de armazenar dados de pagamento, dispensando o uso do cartão de plástico. Diversas empresas de tecnologia passaram a oferecer esse produto, a exemplo da Apple Pay, Samsung Pay, Google Wallet, carteiras digitais disponíveis no mercado.

18 Art. 6º, inc. I, Da Lei nº 12.865/2013 (BRASIL, 2013).

19 Emissores são instituições financeiras habilitadas por bandeiras para emitir cartões das respectivas marcas. São responsáveis pela liberação do crédito aos portadores, efetuam a cobrança dos valores gastos e assumem o risco de crédito do portador perante o credenciador garantindo o pagamento. Cobram taxa das credenciadoras (determinada pela bandeira, conforme tipo de cartão, segmento do estabelecimento comercial e riscos de fraude).

20 Bandeiras são empresas que conectam credenciadores e emissores de cartão, autorizando transações e garantindo sua efetivação. São responsáveis pela definição e gestão das regras gerais de funcionamento do sistema de cartões de pagamento. Cobram taxa dos emissores e das credenciadoras.

21 Credenciadoras ou adquirentes são empresas responsáveis pela habilitação de estabelecimentos comerciais para aceitação dos cartões como meio de pagamento e a captura, processamento e liquidação das transações por meio dos terminais de vendas (maquininhas). Cobram taxa dos estabelecimentos pela prestação dos serviços.

que atuam no segmento de vouchers de alimentação. Portanto, a diferença em relação ao arranjo aberto é que no esquema fechado o agente intermediador entre bandeira e os consumidores finais (portador do cartão e estabelecimentos comerciais) é feita por um mesmo agente, eliminando a tarifa de intercâmbio repassada pelo emissor ao credenciador (BRASIL, 2019, p. 15). Além da quantidade de agentes envolvidos, há diferentes estruturas de precificação para operação dessas redes.²²

Com a expansão do comércio *online* (*e-commerce*), novas figuras passaram a integrar a cadeia de pagamentos, como os subadquirentes²³ (e.g. Sumup) ou facilitadores de pagamento²⁴ (e.g. Paypal). Esses agentes passaram a aumentar sua presença e relevância, sobretudo junto aos estabelecimentos de pequeno porte, em razão de sua maior acessibilidade, dada as menores exigências para prestação do serviço ao estabelecimento em comparação com as exigidas pelas credenciadoras (BRASIL, 2019, p. 15-16).

As subcredenciadoras exercem a função de intermediar as transações entre estabelecimentos e portadores em substituição das credenciadoras, trazendo vantagem aos estabelecimentos ao facilitar a comunicação com as credenciadoras sem necessidade de assumir uma relação contratual com estas, ao mesmo tempo que assumem as responsabilidades por repassar os valores de remuneração ao credenciador (BRASIL, 2019, p. 17-18).

Esses agentes têm desempenhado papel fundamental para viabilizar transações realizadas no contexto dos negócios de pequeno e médio porte. Nesse contexto, além das facilitadoras/subcredenciadoras, empresas não-financeiras que atuam na emissão de cartões surgiram com o avanço tecnológico dessa indústria, e passaram a atender esse segmento de consumidores ofertando novos produtos antes destinados a clientes corporativos de maior faturamento. Tais empresas são denominadas instituições de pagamento (IPs) e têm chamado a atenção pelo expressivo crescimento apresentado nos últimos anos e consequente pressão competitiva que tem gerado sobre os bancos no setor de emissão (BRASIL, 2019, p. 17-18).

Para o propósito deste artigo, destaca-se que muitas dessas IPs são classificadas como *fintechs* em razão dos modelos de negócios inovadores baseados no uso de tecnologia intensiva que impactaram significativamente o setor financeiro, incluindo o de meios de pagamento.

Embora o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) tenha como marco legal a Lei nº 10.214/2001, que permitiu a utilização das modalidades de pagamento via boleto, DOC, TED e DDA, o desenvolvimento das IPs se tornou possível a partir de 2013, quando entrou em vigor a Lei nº 12.865/13, que estabeleceu a competência de regulação do setor de meios de pagamento ao CMN e ao Banco Central, e regulamentou o funcionamento dos arranjos (conjunto de regras que disciplina o funcionamento do instrumento de pagamento) e instituições de pagamento (entidades que participam dos arranjos de pagamento), integrando-os ao SPB.

A definição do Banco Central como órgão regulador e a edição de normas para regulamentação do setor trouxe segurança jurídica ao mercado, atraindo mais investimentos e consolidando a

22 Para maiores informações cf. (BCB, 2010).

23 Subadquirentes são empresas que atuam na captação de transações e habilitação de pequenos lojistas e profissionais liberais. Conectam o estabelecimento e o setor de credenciamento. Não possuem contrato com as bandeiras, apenas com os credenciadores (Sumup, PinPag, Tecpay).

24 Facilitadores são agentes que possibilitam que os usuários cadastrados nos sites dessas empresas realizem suas operações financeiras sem repassar seus dados financeiros às lojas virtuais nas quais estão efetuando uma compra de bem ou serviço. O exemplo mais proeminente de facilitador é o Paypal.

participação de grupos, que passaram a captar recursos no mercado de capitais nacional e no exterior, para desenvolver novos modelos de negócios e expandir sua atuação no Brasil. Vale destacar que até então, somente instrumentos de pagamento emitidos por instituições financeiras estavam sujeitas à supervisão do Banco Central, além de não existirem regras específicas sobre o tema, o que resultava em limitação dos agentes que atuavam nesse segmento.

Nesse contexto, uma das medidas mais importantes para a transformação do mercado foi a regulamentação das instituições e contas de pagamento (contas de registro detidas em nome do usuário final de serviços de pagamento), por meio da Circular 3.680/2013, que viabilizaram a atuação de agentes não-bancarizados na oferta de alternativas aos serviços bancários, como a oferta de contas e operações de pré-pagamento.

Posteriormente, diversos atos normativos expedidos pelo Banco Central reforçaram princípios constantes na Lei nº 12.865/2013 para o orientar a supervisão e o funcionamento dos arranjos de pagamento.²⁵ Nesse sentido, vale destacar a previsão de interoperabilidade dos arranjos de pagamento (no próprio arranjo ou entre arranjos diferentes), a não discriminação no acesso de infraestruturas necessárias para a operação desses arranjos²⁶, além de medidas para reduzir barreiras à entrada e estimular a concorrência na antecipação de recebíveis²⁷ (BRASIL, 2019, p. 18-20).

Em 2014, a partir da Circular nº 3.721/2014, o Banco Central buscou implementar a padronização da agenda de recebíveis que permitisse a captura e o compartilhamento de informações sobre pagamentos entre credenciadores e bancos, contribuindo para a redução das barreiras à entrada no mercado de pagamentos.

Em 2015, destaca-se a Circular nº 3.765/2015 que determinou a centralização da liquidação dos arranjos de pagamento, contribuindo para a abertura do mercado de credenciamento, a partir do aumento da interoperabilidade e eficiência da gestão de riscos do mercado de pagamentos.

Em 2017, a promulgação da Lei nº 13.455/2017 e atos normativos regulamentadores fomentaram a concorrência entre diferentes instrumentos de pagamento, ao autorizar a diferenciação de precificação entre as diferentes modalidades e prazos de pagamento, estimulando especialmente o uso do cartão de débito (Circular nº 3.887/2018), a partir da imposição de teto para tarifa de intercâmbio de operações realizadas nessa modalidade (BRASIL, 2019, p. 20-21).

Em 2018, o CMN editou a Resolução nº 4.707/2018 para aperfeiçoar o mecanismo de trava bancária e a utilização dos recebíveis como garantias nas operações de crédito. A regra estabeleceu que o limite utilizado como garantia em operação de crédito contratado via antecipação de recebíveis não poderia exceder o saldo devedor, além de permitir que o remanescente pudesse ser empregado em novas operações de crédito, contribuindo para enfrentar a prática da trava do domicílio bancário. Ademais, a regulamentação facilitou a portabilidade de crédito e flexibilidade para que os estabelecimentos comerciais escolhessem os credenciadores e bancos na contratação de crédito via antecipação de recebíveis, fomentando esse tipo de operação no mercado.

O Banco Central regulamentou a utilização dos recebíveis como garantia de crédito por meio da Circular nº 3.928/2018, além da Circular nº 3.952/2019, estabelecendo que os recebíveis dos

25 Para uma análise das principais inovações regulatórias sob perspectiva normativa cf. NEASF (2019a) e NEASF (2019b).

26 Ver Resolução nº 4.282/2013, Circular nº 3.885/2018, 3.683/2013 e 3.721/2014.

27 Ver Resolução nº 4.707/2018, Circular n 3.928/2018 e Circular 3.854/2017.



varejistas fossem registrados em câmara registradora, independentemente do uso, com o objetivo de viabilizar a existência de garantias robustas que, por outro lado, não prejudicassem as condições de financiamento dos estabelecimentos comerciais.

Digno de nota ainda a Circular nº 3.854/2017 que estabeleceu a implantação efetiva da liquidação centralizada de arranjos de pagamento na Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP), eliminando tratamento discriminatório na cobrança pela liquidação de valores praticada anteriormente pelos agentes incumbentes que detinham câmaras próprias e praticavam preços diferentes para concorrentes, o que acabava gerando custos diferenciados para os participantes do sistema.

Ainda em 2018, vale destacar a assinatura do Memorando de Entendimentos entre Cade e Banco Central estabelecendo uma agenda de cooperação entre as autarquias, para regulamentar de forma conjunta regras para análise de atos de concentração e apuração de infrações à ordem econômica envolvendo entidades sujeitas à regulação do Banco Central. A principal novidade trazida pelo memorando dizia respeito à prioridade do Banco Central para decidir atos de concentração considerados sistematicamente relevantes.

Como fruto deste memorando, as autarquias aprovaram conjuntamente o Ato Normativo Conjunto nº 1/2018 (BRASIL, 2018) estabelecendo procedimentos para coordenação das ações na defesa da concorrência do Sistema Financeiro Nacional, a partir do compartilhamento de informações, realização de reuniões entre os órgãos, regulamentação de procedimentos previstos para análise de atos de concentração e investigação de condutas anticompetitivas.

A atuação regulatória do Banco Central a partir das normas expedidas teve efeitos importantes no aumento da competitividade do setor. Nesse sentido, podem ser mencionados a ampliação dos agentes não verticalmente integrados no mercado, a redução do prazo e do custo para antecipação de recebíveis pelos estabelecimentos comerciais, com aumento da concorrência pela oferta desse serviço, além da introdução de novos modelos de negócios pelas *fintechs* como a oferta de contas de pagamento com cartões pré-pago, que contribuíram para a inclusão financeira de desbancarizados e atendimento de varejistas com menor porte financeiro.

Além da regulação jurídica por meio de atividade normativa, as atuações de Cade e Banco Central colaboraram para a abertura desse mercado ao intervir em práticas e políticas comerciais com potencial anticompetitivo adotadas por agentes com poder econômico, contribuindo de forma significativa para o aumento da competitividade do setor, tal como indicado pelos exemplos mencionados. O próximo capítulo tem como objetivo destacar algumas dessas importantes atuações a partir da descrição de casos analisados pelas autoridades.

5. A TRANSFORMAÇÃO NA INDÚSTRIA DE MEIOS DE PAGAMENTO NO BRASIL: A ATUAÇÃO REGULATÓRIA E CONCORRENCIAL

No Brasil, o mercado de meios de pagamento eletrônico passou por profundas transformações até que chegasse ao atual estágio. Embora desde 1954 o cartão de crédito estivesse disponível no país, foi a partir da estabilização econômica decorrente da implementação do Plano Real que se observou uma expansão dessa indústria, com crescimento do número de emissores de crédito aos portadores via cartão e aceitação dos cartões de crédito no varejo (CAVALCANTI; SANTOS, 2020, p. 22-25). Vale destacar, no entanto, que até 2010, o mercado de credenciamento era formado por um

duopólio entre Redecard (atual Rede) e Visanet (atual Cielo).

A Redecard, empresa que tinha como principais acionistas as empresas Citibank, Itaú, e Unibanco, era a credenciadora exclusiva para captura de transações realizadas por cartões com a bandeira MasterCard, enquanto a Visanet, empresa que tinha como principais acionistas o Bradesco, Banco do Brasil, ABN e Visa, tinha uma relação de exclusividade com a bandeira Visa, tornando a estrutura de arranjos de pagamento verticalizada e criando barreiras à entrada para concorrentes no segmento de credenciamento e bandeira (BCB, 2010).

Na prática, isso significava que cada estabelecimento comercial precisava contratar os serviços de credenciamento e alugar os equipamentos de captura (popularmente chamadas maquininhas) de Redecard e Visanet, para que pudesse aceitar cartões das bandeiras Master e Visa, respectivamente. No contexto brasileiro, diversos estabelecimentos não tinham recursos para contratar os dois serviços e o consumidor passava a ter menos opções para a realização de pagamentos utilizando o cartão como meio de pagamento. Isso também implicava o fechamento do mercado de credenciamento, uma vez que não havia outras bandeiras com capacidade para contestar Visa e Mastercard, o que impedia o surgimento de concorrentes para Redecard e Visanet.

Em dezembro de 2009, a Visanet celebrou um Termo de Compromisso de Cessação (TCC) com o Cade no âmbito do Processo Administrativo nº 08012.005328/2009-31, comprometendo-se a encerrar a prática de exclusividade contratual existente com a bandeira Visa, de modo que outros credenciadores pudessem aceitar a bandeira Visa e a Visanet aceitasse acordos com outras bandeiras. Na oportunidade, a Mastercard já havia encerrado sua relação contratual de exclusividade junto à Redecard, embora na prática ainda existisse uma exclusividade de fato (FROUFE, 2009).

A partir dessas investigações e elaboração de relatório conjunto entre Banco Central, Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) sobre a indústria de cartões de pagamento (2010), o Banco Central reconheceu diversos entraves concorrenciais no setor, incluindo os acordos de exclusividade do segmento. Ainda assim, na oportunidade, o Banco Central não supervisionava os arranjos de pagamento instituídos pelas bandeiras e instituições de pagamento, por não serem enquadradas como instituições financeiras, sujeitas à sua regulação, que somente veio a ocorrer com a promulgação da Lei nº 12.865/2013.

Por meio da Lei nº 12.865/2013, o Banco Central passou a exigir divulgação das regras elaboradas pelas bandeiras na estruturação de seus arranjos de pagamentos. Desse modo, com o fim da exclusividade contratual, a obrigação de multiadquirência e o aumento da transparência exigida pelo Banco Central, estabeleceram-se as condições para abertura do mercado de credenciamento, resultando na entrada de novas empresas, como a Stone, o PagSeguro e a GetNet²⁸.

Não obstante, investigações posteriores conduzidas pelo Cade no mercado de meios de pagamentos revelou que práticas comerciais anticompetitivas relacionadas aos acordos de exclusividade, recusa de contratar, tratamento discriminatório e venda casada poderiam estar sendo exercidas por empresas incumbentes e que deveriam ser objeto de maior aprofundamento (BRASIL, 2019).

O Caderno de Instrumentos de Pagamento elaborado pelo Cade (BRASIL, 2019, p. 102-138) apresenta diversos exemplos de condutas anticompetitivas investigadas relacionadas a essas práticas entre 1995 e 2019. Embora não tenham sido identificados casos de condenação nas 14 investigações

instauradas, a maioria resultou em acordos administrativos por meio de TCCs, que incluíam dentre outros compromissos, a cessação das práticas que estavam sendo investigadas, ainda que sem confissão de culpa. Esses resultados indicam que a atuação da autoridade concorrencial foi relevante para a disciplina de comportamentos dos agentes do setor, embora existam críticas relacionadas à ausência de decisões de mérito finais que apresentassem com maior clareza e detalhamento o entendimento que o Cade possui sobre as práticas investigadas.

A maioria das práticas investigadas tinha como ponto comum o tratamento discriminatório baseado na existência de verticalização de alguns agentes econômicos, geralmente associados a conglomerados financeiros de agentes incumbentes, que se utilizavam de sua estrutura e poder financeiro para beneficiar empresas do seu próprio grupo a partir de condições comerciais mais benéficas em comparação às condições aplicadas a seus concorrentes, que acabava por aumentar seus custos de operação e/ou criavam incentivos econômicos para que os agentes da cadeia de serviço e consumidores permanecessem contratando com as empresas verticalmente integradas dos agentes incumbentes.

Em última análise, observa-se que essas práticas tinham como aspecto principal dificultar que os clientes migrassem entre diferentes instituições bancárias e financeiras, criando mecanismos que tornasse mais vantajoso contratar os produtos financeiros, sobretudo operações de crédito, com as empresas de um mesmo grupo econômico, fenômeno viabilizado e reforçado pela atuação verticalizada desses grupos na indústria dos instrumentos de pagamentos.

Como exemplos, é possível mencionar investigações que tiveram como objeto a operação de antecipação de recebíveis, ativos oferecidos como garantias para contratação de operações de crédito, sobretudo como capital de giro, mediante o pagamento de uma taxa de desconto incidente sobre o valor antecipado. Com o encerramento da exclusividade entre bandeiras e credenciadoras, estabeleceram-se condições para uma disputa entre credenciadoras com a diminuição das taxas para antecipação de recebíveis, bem como problema de fragilização das garantias pela troca de adquirentes pelos estabelecimentos comerciais, que foram enfrentadas por meio de autorregulação a partir de mecanismos como a trava bancária. Nesse contexto estão inseridas as investigações conduzidas pelo Cade.

No âmbito do Procedimento Preparatório nº 08700.000018/2015-11 instaurado em 2015, o Cade investigou a imposição de dificuldades praticadas pelos principais bancos para impedir a leitura da agenda de recebíveis (registro das vendas realizadas por operações de créditos pelos estabelecimentos comerciais) de credenciadores menores não integrantes de seus grupos econômicos, informação necessária para que os lojistas pudessem ter acesso a linhas de crédito mais baratas junto a outras instituições. Assim, esses estabelecimentos que contratavam com credenciadores menores não conseguiam antecipar seus recebíveis junto aos principais bancos, o que criava incentivos para que contratassem serviços de credenciamento das empresas integrantes do grupo econômico desses bancos, criando barreiras à entrada de concorrentes no segmento de adquirentes.

O procedimento acabou sendo arquivado por meio de TCCs firmados com as investigadas Itaú Unibanco S.A. e Hipercard Banco Múltiplo S.A., Elo Participações S.A. e Elo Serviços S.A., estabelecendo a proibição de relações de exclusividade que inviabilizassem a participação de credenciadoras concorrentes na captura de transações das bandeiras desses grupos, além de a obrigação de não discriminar credenciadoras concorrentes para captura de transações realizadas com cartões de

créditos nos arranjos estruturados pelas bandeiras desses grupos.

Não obstante, considerando as informações recebidas no âmbito desse procedimento, o Cade instaurou o Inquérito Administrativo nº 08700.001860/2016-51 em 2016, com o objetivo de investigar outras práticas anticompetitivas voltadas ao fechamento do mercado de credenciamento, a partir de práticas discriminatórias e recusa de contratar com credenciadoras concorrentes dos grupos econômicos dos principais bancos.

As condutas investigadas tratavam da trava de domicílio bancário (como mecanismo de impedir a migração de fluxo de recebíveis a outras instituições, mesmo sem operações de créditos ativas a justificar sua utilização); práticas de retaliação (elevação de taxas de desconto e para operações de crédito, aplicações de penalidades em caso de contratação de serviços com concorrentes) e venda casada (obrigatoriedade de abertura de contas correntes como condição para aceitação de bandeiras); discriminação da cobrança de tarifas de liquidação e de trava bancária (cobranças discriminatórias baseadas em representatividade de volume transacionado que aumentava os custos incorridos pelos agentes de menor porte); e contratos de incentivo (condições que aumentam os custos de saída dos estabelecimentos comerciais).

O inquérito foi arquivado em razão da celebração de TCCs pelos grupos investigados, que resultaram no recolhimento de contribuições pecuniárias, cessação das práticas investigadas, combinado com compromissos de natureza comportamental, que visavam coibir práticas discriminatórias e exclusionárias, para viabilizar a migração do fluxo de recebíveis entre diferentes instituições, permitindo o desenvolvimento de agentes não verticalizados e oferecendo alternativas de escolha aos estabelecimentos comerciais, além de estabelecer balizas fundadas em racionalidade econômica e proporcionalidade relativamente às políticas comerciais sobre trava de domicílio bancário, contratação conjunta de produtos e incentivos para fidelização do cliente.

Mais recentemente, em 2020, vale destacar a parceria comercial entre o Facebook (Meta)/ WhatsApp e a Cielo na plataforma WhatsApp que permite o pagamento de bens e serviços, bem como a transferência de recursos entre usuários de WhatsApp, bastando a existência de uma conta bancária atrelada a um cartão de débito, crédito ou múltiplo das bandeiras MasterCard ou Visa vinculada a um dos bancos parceiros.²⁹

Na oportunidade, a parceria comercial chamou a atenção do Cade³⁰ e do Banco Central³¹,

29 O WhatsApp informa a seguinte lista de bancos parceiros: Banco BRB (débito Mastercard); Banco do Brasil (Visa); Banco Inter (Mastercard); Banco Original (Mastercard); Bradesco (Visa); BTG+ (Mastercard); Caixa (débito virtual Visa); Itaú (débito Mastercard e Visa); Mercado Pago (Visa); Neon (Visa); Next (Visa); Nubank (Mastercard); San-tander (Mastercard e Visa); Sicoob (Mastercard); Sicredi (Mastercard e Visa); Woop (conta digital da Sicredi, Visa). Para mais informações sobre a funcionalidade ver https://www.whatsapp.com/payments/br?lang=pt_br. Acesso em 22 nov. 2023.

30 O Cade divulgou comunicado informando sobre a imposição de medida cautelar para suspender a parceria anunciada no Brasil, reproduzindo os seguintes fundamentos da decisão: "A despeito do estágio inicial de apuração dessa operação, há potencialmente consideráveis riscos à concorrência que merecem ser mitigados ou evitados via inter-venção deste Conselho, considerando que os efeitos podem derivar da operação em questão e causar danos irreparáveis ou de difícil reversibilidade nos mercados afetados. Ainda que não se tenha uma certeza sobre os efeitos, pelo dever de cautela, cabe adoção de ações para resguardar a coletividade de possíveis efeitos negativos". Ver (CADE SUSPENDE..., 2022).

31 O Banco Central divulgou nota sobre a decisão de suspensão dos efeitos da parceria nos seguintes termos: "A motivação do BC para a decisão é preservar um adequado ambiente competitivo, que assegure o funcionamento de um sistema de pagamentos interoperável, rápido, seguro, transparente, aberto e barato. A medida permitirá ao BC avaliar eventuais riscos para o funcionamento adequado do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e verificar a observância dos princípios e das regras previstas na Lei nº 12.865, de 2013. O eventual início ou continuidade das operações sem a prévia análise do Regulador poderia gerar danos irreparáveis ao SPB notadamente no que se refere à competição, eficiência e privacidade de dados". Ver

que suspenderam os efeitos da parceria anunciada em 15 de junho de 2020³², diante de potenciais preocupações concorrenciais e regulatórias que poderiam decorrer desse acordo.

Embora posteriormente, Cade³³ e Banco Central³⁴ tenham autorizado o início da parceria com a prestação da solução de pagamentos WhatsApp Pay (atual Meta Pay), vale destacar que as motivações indicadas pelas autoridades indicaram preocupações com a preservação da estrutura e condições competitivas do mercado de meios de pagamento, seja pela potencial produção de danos irreversíveis ou de difícil reversibilidade nos mercados afetados, seja pela necessidade de preservar um sistema de pagamento competitivo, interoperável, aberto, barato, seguro e transparente.

A medida cautelar imposta pelo Cade se baseou nos potenciais riscos concorrenciais decorrentes da ausência de informações detalhadas sobre a operação, o porte e poder de mercado das empresas envolvidas – parceria abrangia a líder do mercado de credenciamento no Brasil e uma empresa com extensa base de clientes (120 milhões de usuários) – o histórico de investigações sobre práticas anticompetitivas no mercado de meios de pagamento envolvendo a Cielo e a possível existência de exclusividade contratual ou de fato que poderia resultar em condutas discriminatórias e fechamento de mercado.³⁵

O comunicado do Banco Central que informou a suspensão da parceria anunciada para análise, embora não mencione expressamente a preocupação com o início da vigência do Pix³⁶ – sistema de pagamentos instantâneos desenvolvido pelo Banco Central –, que ocorreria em novembro de 2020 (de 4 a 5 meses após o anúncio oficial da parceria entre Meta/Facebook e Cielo), fundamenta a necessidade de preservar um sistema de pagamentos aberto e competitivo. Além das questões concorrenciais, o Banco Central parece ter tido uma preocupação regulatória com a estrutura do mercado de meios de pagamentos, sobretudo em razão das mudanças promovidas pelos instrumentos de pagamento instantâneos e o seu potencial transformador na indústria (KIRA; GONÇALVES; COUTINHO, 2020).

A criação de um sistema controlado por agentes privados, que concorresse com o Pix poderia frustrar a implementação do modelo de sistema aberto concebido pelo Banco Central para aumentar a concorrência do mercado brasileiro.³⁷ Considerando os efeitos de rede decorrentes da adesão dos

(NOVA SOLUÇÃO..., 2020).

32 Cf. comunicado de mercado divulgado pela Cielo, disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d1ebe-73-b068-4443-992a-3d72d573238c/1e563289-a09a-e72a-ac1d-3ef76b1849b7?origin=1>. Acesso em 22 nov. 2023.

33 Em 30/06/2020, o Cade divulgou comunicado esclarecendo que revogou a medida cautelar que suspendeu os efeitos da parceria para operação do WhatsApp Pay diante das informações prestadas pelas empresas, que afastaram as preocupações concorrenciais identificadas num primeiro momento, como a possível existência de exclusividade entre as empresas e o fato de a operação associar a líder do mercado de credenciamento no Brasil (Cielo) com a base de usuários do WhatsApp no Brasil (120 milhões, a segunda maior do mundo), que poderia resultar em preocupações de fechamento de mercado de credenciamento e captura de transações. O Cade informou que ainda analisa a necessidade de as empresas notificarem a operação para análise prévia. Ver (CADE REVOGA..., 2022).

34 Em 30/03/2021, o Banco Central divulgou nota informando a autorização para funcionamento da solução What-sApp Pay, ressaltando, contudo, que os arranjos de compra, com a função de pagamentos de bens ou serviços em compras junto aos estabelecimentos comerciais pela plataforma WhatsApp, ainda estão suspensos e se encontram sob análise do Banco Central. Ver (BC AUTORIZA..., 2021).

35 Para mais detalhes ver Nota Técnica nº 6/2020/ SG (SEI 0770967) no âmbito do APAC nº 08700.002871/2020-34.

36 O Banco Central estabeleceu que a adesão ao Pix será obrigatória para as maiores instituições financeiras e de pagamentos (instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen e que tenham mais de 500 mil contas de clientes ativas), com o objetivo de que o Pix seja efetivamente ofertado a grande parcela da população. Ver (O QUE É PIX?, [2023]).

37 Conforme indicado pelo Banco Central (O QUE É PIX?, [2023]).

usuários a uma das plataformas, é provável que o Banco Central tenha se preocupado em garantir que o Pix tivesse uma adesão grande por parte dos usuários brasileiros, evitando que sistemas de pagamento fechado dominassem o mercado de pagamentos digitais.

Considerando o momento em que a operação do WhatsApp Pay (atual Meta Pay) foi autorizada (4 meses após início de funcionamento do Pix), é razoável assumir que o Banco Central teve uma preocupação quanto ao possível efeito dessa solução de pagamento na implementação do Pix, dentre outras preocupações regulatórias como a segurança e o tratamento dos dados financeiros e o grau de interoperabilidade da plataforma.

No cerne dessas preocupações, vale observar a experiência da China, em que o uso do dinheiro físico migrou rapidamente para os pagamentos digitais por aplicativos de smartphones e captura de transações por QR Code. O mercado de pagamentos digitais chinês é formado por um duopólio no qual dois grandes conglomerados chineses controlam cerca de 92% do mercado de pagamentos digitais. O Alipay, segmento financeiro do grupo Alibaba, lidera o mercado de pagamentos corporativo, enquanto o WeChat Pay, empresa do grupo Tencent, lidera o mercado de transferências entre usuários. Em conjunto, as carteiras digitais dessas empresas representam metade dos pagamentos realizados nas lojas e quase três quartos das vendas *online* na China (THE FINANCIAL, 2020).

Assim, não é sem razão que Mazzucato (2018) adverte que a dinâmica expressa com a inovação nos mercados, a partir da adoção antecipada de padrões e efeitos de rede que tendem para o domínio de mercado, tem impactos significativos sobre como o valor criado é compartilhado e mensurado. A autora entende o papel da regulação como um processo que deve ser conduzido no sentido de produzir os melhores resultados para a sociedade. Verifica-se, portanto, um elemento valorativo importante na decisão regulatória, que no caso dos meios de pagamento instantâneos, indica a preferência regulatória por um sistema de pagamentos aberto e interoperável, privilegiando a entrada de diferentes agentes e o aumento da competitividade no setor (KIRA; GONÇALVES; COUTINHO, 2020)³⁸.

Assim, a atuação do Cade e do Banco Central no mercado brasileiro de meios de pagamento são exemplos de como estruturas de mercado concentradas podem ser modificadas para aumentar a competitividade do setor e fomentar o desenvolvimento de inovações tecnológicas na indústria. A entrada de agentes econômicos, dispostos a investir em novas tecnologias, expansão de seus negócios no Brasil e que tenham efetiva capacidade de acirrar a concorrência no mercado brasileiro, precisam contar não apenas com segurança jurídica das regras do jogo, mas com a atenção e atuação dos órgãos de regulação e concorrência acerca das estruturas de mercado em que se observam o desenvolvimento das inovações.

Não é sem razão que o Banco Central tem se empenhado na implementação do Pix. O potencial transformador do Pix é significativo, pois tende a modificar a indústria dos meios de pagamento, promovendo novos modelos de negócios, a redução de custos da intermediação financeira, a redução da dependência de serviços bancários tradicionais, os custos associados com a

38 Ao analisar a parceria entre Facebook e Cielo, os autores Kira, Gonçalves e Coutinho (2020) destacam dois princípios regulatórios importantes para análise de mercados em que atuam grandes plataformas digitais. Primeiro, a garantia de interoperabilidade que permita a concorrentes oferecer seus serviços na plataforma, além de contratar com ela, impedindo que os proprietários da infraestrutura estabeleçam unilateralmente os padrões de interoperabilidade. Em segundo, o princípio da neutralidade tecnológica, impedindo que a regulação esteja orientada por um tipo particular de tecnologia e que direcione o mercado para um modelo de negócios específico. Na opinião dos autores, o Pix seria “um instrumento fomentador da interoperabilidade e neutralidade tecnológica no sistema brasileiro de pagamentos”, sendo um bom exemplo de infraestrutura desenvolvida e administrada a partir da regulação estatal.

circulação da moeda física, bem como tende a substituir modalidades de pagamento e transferência de recursos populares como boleto, cartão de débito, TED e DOC.

Com efeito, desde seu lançamento em novembro de 2020, o Pix tem sido amplamente adotado no Brasil, especialmente pelas pessoas naturais, como meio de pagamento e transferência de recursos. Segundo Relatório de Economia Bancária do Banco Central (BCB, 2022, p. 181), em 2022, o Pix superou a marca de R\$ 24,1 bilhões de transações (ante R\$ 9,4 bilhões em 2021), com volume de R\$ 10,9 trilhões (ante R\$ 5,2 trilhões em 2021). Ainda segundo o Relatório (BCB, 2022, p. 191), a utilização do Pix para recebimento de recursos por parte de empresas, negócios informais e entes governamentais apresentou crescimento expressivo em 2022, representando 57% das transações recebidas e liquidadas, e tendo como maior adesão os empreendimentos de pequeno porte, especialmente do comércio varejista e de alimentação. Em termos regionais, a região Norte, seguida pela Centro-Oeste, apresentaram maior crescimento na utilização do Pix para recebimento de recursos relativamente à população.

A atuação do Banco Central tem indicado uma crescente convergência entre a regulação e a concorrência, no sentido de que a implementação de políticas regulatórias com fomento da concorrência, diminuição de barreiras à entrada e concentração bancária podem implicar maior estabilidade financeira ao sistema. Interessante notar que essa aproximação diverge historicamente da associação entre concentração bancária e estabilidade financeira (TAKAR, 2017).³⁹

Não obstante, embora as *fintechs* tenham promovido maior competitividade, inclusão financeira e acesso ao crédito atendendo diferentes perfis de consumidores e introduzindo novos modelos de negócios, produtos e serviços, também é verdade que impõem novos riscos e incertezas que podem vir a impactar a estabilidade financeira do sistema no futuro, devendo ser objeto de análise prospectiva da regulação prudencial e sistêmica (VIANNA, 2019, p. 93-94). Especificamente no mercado de instrumentos de pagamento, a regulação setorial⁴⁰ exige que o SPB observe parâmetros de segurança, integridade e confiabilidade das câmeras e dos prestadores de serviços das atividades de compensação e liquidação, no qual:

[...] deve, assim, haver um necessário equilíbrio entre todos os princípios aplicáveis ao setor, o que pode significar, na prática, a aceitação de um nível menor de concorrência em relação às infraestruturas de pagamento, para não se colocar em risco sua segurança, integridade e confiabilidade (HELLWIG, 2023, p. 408).

Assim, com o objetivo de prevenir riscos de caráter sistêmico, diversas autoridades passaram a instituir ferramenta regulatória denominado *sandbox* regulatório, dada seu caráter experimentalista, que confere flexibilidade para permitir a adaptação do arcabouço normativo regulatório em face das mudanças promovidas pela tecnologia, de maneira a mitigar a ocorrência de desconexão regulatória e, por conseguinte, reduzir riscos sistêmicos, enquanto fomenta a inovação tecnológica e a competitividade no mercado (VIANNA, 2019, p. 119). O próximo capítulo tem com objetivo abordar como essa ferramenta tem sido utilizada no Brasil como forma de enfrentar o

39 “A concentração aumenta o nível de segurança do sistema bancário porque minimiza principalmente o risco de pequenas instituições quebrarem em momentos de crise ou de grande desconfiança no mercado. Por outro lado, uma menor quantidade de bancos restringe as opções para empresas e pessoas conseguirem empréstimos para consumir ou investir na produção”.

40 Art. 3º da Resolução CMN nº 4.952/2021.

desafio de equilibrar concorrência, inovação e estabilidade sistêmica, tomando como análise de caso projetos relacionados ao setor de instrumentos de pagamento.

6. O USO DO SANDBOX REGULATÓRIO NO SETOR DE PAGAMENTOS NO BRASIL

O Banco Central tem adotado o *sandbox* regulatório como parte das iniciativas adotadas para fomentar a competitividade do setor financeiro, conforme previsto no planejamento estratégico indicado na Agenda BC #. Adicionalmente, na dimensão de competitividade da agenda, outras duas iniciativas em curso, o Pix e *Open Finance*, estão sendo implementadas.

O instituto do *sandbox* tem sido adotado como instrumento regulatório por diversas jurisdições⁴¹, sobretudo no mercado financeiro, justamente pela capacidade de antecipar tendências, identificar perfis de modelos inovadores que estão surgindo no mercado, bem como monitorar o seu funcionamento, fornecendo informações para um processo fundamentado de escolhas regulatórias (FCA, 2015, p. 2)⁴².

O *sandbox* é um conceito apropriado da ciência da computação, que tem como premissa o experimentalismo regulatório e implica a criação e utilização de um ambiente controlado para a realização de testes, protegendo o sistema dos potenciais danos decorrentes da implementação de novas soluções no ambiente. O *sandbox*, como instrumento de regulação no setor financeiro, tem como principal objetivo fomentar a inovação financeira e aumentar a competitividade, ao mesmo tempo em que assegura a estabilidade financeira e o equilíbrio sistêmico do setor⁴³.

Na prática, trata-se de uma ferramenta regulatória que viabiliza experimentos, como permitir a oferta de produtos e serviços ao público, por período limitado (caráter temporário), sem que as empresas estejam expostas às restrições e consequências da regulamentação vigente (isenção regulatória temporária). Esse modelo tem sido utilizado para testar o uso de novas tecnologias e soluções de produtos e serviços desenvolvidos e seus impactos em um cenário controlado (monitoramento constante e delimitação do escopo e exigência de salvaguardas), que permita aos agentes privados e ao agente regulador aprender mais rapidamente com os eventuais fracassos, as tendências de mercado e riscos regulatórios e sistêmicos decorrentes, reduzindo o tempo para compreensão, maturação e implementação das soluções desenvolvidas no mercado (VIANNA, 2019, p. 128-133).

A utilização do *sandbox* regulatório cria um espaço de colaboração entre os agentes

41 Além do Reino Unido, onde o *sandbox* regulatório teve sua origem, esse instrumento regulatório é utilizado na Austrália, Canadá, e em alguns países da África e do Oriente Médio. Ver (SANDBOX REGULATÓRIO, [2023]).

42 O Reino Unido foi a primeira jurisdição a implementar o *sandbox* regulatório. Em 2015, o *Financial Conduct Authority (FCA)*, órgão regulador financeiro do Reino Unido, publicou um estudo denominado “*Regulatory Sandbox*”, que definiu o *sandbox* nos seguintes termos: “A regulatory sandbox is a ‘safe space’ in which businesses can test innovative products, services, business models and delivery mechanisms without immediately incurring all the normal regulatory consequences of engaging in the activity in question” (FCA, 2015, p. 1).

43 “É no contexto de inovação rápida e constante que o regulador financeiro procura se posicionar, com foco em uma regulação equilibrada que, de um lado, não iniba as inovações, mas, de outro, não enseje riscos desproporcionais para os usuários e clientes e para a estabilidade do sistema financeiro. No rol de alternativas do regulador diante desse desafio destacam-se, dentre outras, a constituição de ambientes controlados para testes no mercado de modelos de negócio inovadores também do ponto de vista normativo (*Sandbox* regulatório), integração do menu de licenças para funcionamento aos modelos de negócio efetivamente praticados, criação de licenças específicas, regulação de parcerias entre *fintechs* e instituições financeiras e a adaptação das normas gerais de funcionamento e de atendimento e relacionamento com os clientes e usuários para o ambiente digital e virtual” (BCB, 2021, p. 170).



envolvidos, proporcionando benefícios para as empresas, agentes reguladores e, indiretamente, aos consumidores, sob a forma de produtos e serviços melhores. Sob a perspectiva das empresas, o instrumento resulta em significativa redução de custos e riscos empresariais e regulatórios, uma vez que as empresas podem testar provisoriamente produtos e serviços, sem se sujeitar imediatamente às limitações e burocracias das normas vigentes, bem como obter orientações a respeito da regulamentação da atividade que, em tese, tende a diminuir os riscos relacionados à insegurança jurídica e pode facilitar a captação de investimentos por essas empresas no mercado (RANGEL, 2022, p. 157; MOURA; COSENTINO, 2019;).

Esse modelo favorece especialmente empreendedores que assumem o risco atrelado ao investimento em inovação e precisam validar o modelo de negócio por meio de sua implementação efetiva, fornecendo produtos e serviços temporariamente a clientes reais, como é o caso de diversas *fintechs*. Para o agente regulador, o uso do *sandbox* permite o acesso antecipado à tecnologia em sua fase de desenvolvimento, permitindo compreender melhor o modelo de negócios, antecipar os potenciais riscos no mercado, fornecendo informações para o processo de decisão regulatória, seja pela necessidade de mudanças, adaptações ou manutenção das normas vigentes (RANGEL, 2022, p. 157; MOURA; COSENTINO, 2019).

Ao fomentar a inovação, a cooperação entre agentes públicos e privados, além de prover um ambiente para o monitoramento de riscos sistêmicos, o modelo do *sandbox* regulatório tem sido adotado por outras jurisdições como resposta aos desafios impostos pelas constantes transformações observadas nos mercados financeiros, uma vez que ajuda a mitigar a diferença entre as mudanças decorrentes das inovações tecnológicas e as escolhas regulatórias adotadas.

No Brasil, a implementação e fiscalização das normas regulatórias no setor financeiro compreende diferentes agentes reguladores especializados, como o Banco Central (sistemas financeiro e de pagamentos), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (mercado de capitais) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) (seguros privados). Assim, no contexto brasileiro, um dos principais desafios é o desenvolvimento de um ambiente regulatório do mercado financeiro que seja integrado e não resulte em regras, exigências e diretrizes conflitantes, que aumentem a insegurança jurídica do setor e dificultem o desenvolvimento de uma abordagem regulatória flexível, uniforme, de integração e equidade para aplicação da regulamentação (BARBOSA, 2019 apud RANGEL, 2022, p. 159).

Ao que tudo indica, os agentes envolvidos estão atuando para atender a esse desafio, a exemplo do comunicado conjunto assinado em 13 de junho de 2019, pela Secretaria da Fazenda do Ministério da Economia, o Banco Central, a CVM e a SUSEP, tornando pública a intenção de implementar um modelo de *sandbox* regulatório no Brasil. Cada um dos órgãos reguladores é responsável por avaliar projetos que estão sob sua competência regulatória, havendo previsão de coordenação de projetos que tratem de produtos ou serviços que afetem a esfera regulatória de mais de um dos agentes reguladores mencionados.⁴⁴ O instituto do *sandbox* foi previsto na Lei Complementar 182/2021 que estabeleceu os parâmetros legais para implementação de ambiente regulatório experimental no Brasil⁴⁵ e, para essa finalidade, permitiu que entidades reguladoras afastassem a incidência de

⁴⁴ Esses programas foram estruturados a partir de relatório contendo diretrizes gerais elaborado pelo grupo de trabalho sobre *fintechs* do Laboratório de Inovação Financeira (LAB), projeto envolvendo a Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a CVM. O relatório foi apresentado em 2019 e está disponível em (LAB, 2019).

⁴⁵ Art. 2º Para os efeitos desta Lei Complementar, considera-se: II - ambiente regulatório experimental (sand-box

normas sob sua competência relativamente às entidades reguladas⁴⁶.

Especificamente no caso do Banco Central, o *sandbox* regulatório teve início em 2021⁴⁷ e contou com um total de 52 projetos inscritos no primeiro trimestre do ano, que serão analisados e selecionados por um Comitê Estratégico de Gestão⁴⁸, a partir de parâmetros definidos pelo Banco Central.⁴⁹ No relatório de gestão da 1ª edição do *sandbox*, o Banco Central selecionou sete projetos que se enquadravam nos temas prioritários estabelecidos pela autarquia voltados para oferta de crédito, mercado de capitais, inclusão financeira, câmbio, Pix, *Open Finance*, finanças sustentáveis e aumento de competição no SPB e no SFN (BCB, 2022b, p. 6)⁵⁰.

Dentre os projetos autorizados a participar do *sandbox* regulatório relacionados a experimentalismos no setor de pagamentos, destaca-se aplicação destinada a realizar operações de pagamento na modalidade crédito, à vista ou de forma parcelada sem juros, utilizando as funcionalidades do Pix, viabilizando a aquisição de bens e serviços com a utilização do cartão de crédito mediante leitura de QR Code gerado por aplicativo de smartphone (BCB, 2022b, p. 12).

A solução permitirá que o estabelecimento comercial receba os recursos de forma simultânea e à vista o que tende a reduzir custos para estabelecimentos que realizam a antecipação de recebíveis das vendas realizadas na modalidade crédito e que necessitam dos recursos em conta para financiar suas operações, tornando essa operação mais competitiva no mercado.

Outro projeto selecionado consiste em plataforma para movimentação de valores entre duas ou mais contas, mediante a transferências de recursos para contas temporárias ou de liquidação para realização de pagamentos diferidos, condicionadas por cláusulas suspensivas, a partir do desenvolvimento de soluções que aumentam a segurança para realização desse tipo de transações (BCB, 2022b, p. 14).

regulatório): conjunto de condições especiais simplificadas para que as pessoas jurídicas participantes possam receber autorização temporária dos órgãos ou das entidades com competência de regulamentação setorial para desenvolver modelos de negócios inovadores e testar técnicas e tecnologias experimentais, mediante o cumprimento de critérios e de limites previamente estabelecidos pelo órgão ou entidade reguladora e por meio de procedimento facilitado.

46 Art. 11. Os órgãos e as entidades da administração pública com competência de regulamentação setorial poderão, individualmente ou em colaboração, no âmbito de programas de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório), afastar a incidência de normas sob sua competência em relação à entidade regulada ou aos grupos de entidades reguladas

47 Os requisitos para instauração e execução pelo Bacen do Ciclo 1 do *Sandbox* Regulatório foram regulamentados pela Resolução nº 50/20. Ver [Resolução BCB nº 50 de 16/12/2020](#). Acesso em 22 nov. 2023.

48 O Comitê foi instituído pela Resolução nº 77/21 e é formado por diferentes chefes de departamento do Bacen. Entre as competências consta a autorização para participação de entidades no projeto; a requisição de informações complementares dos projetos inscritos; deliberação sobre adoção ou alteração de requisitos técnicos, operacionais, ou de negócios dos projetos selecionados e organizacionais dos participantes; elaborar relatório com o resumo das deliberações adotadas e o desempenho dos projetos em curso; decidir sobre o cancelamento de projetos. Ver (SANDBOX REGULATÓRIO, [2023]).

49 Diversas entidades, ainda que não reguladas pelo Banco Central, como associações, cartórios, empresas estatais e privadas podem inscrever projetos. Contudo, é necessário que esses projetos se enquadrem dentro do conceito de projeto inovador definido pelo Banco Central e estejam compreendidos na competência regulatória do Banco Central ou do CMN, entre outros requisitos. No decorrer do ciclo de acompanhamento dos projetos, o Banco Central avaliará se os resultados são satisfatórios, podendo ainda determinar ajustes e impor limites à execução, a partir da avaliação da complexidade e dos riscos de cada projeto. Ao final do ciclo, os participantes terão a chance de obter autorização definitiva para operação e os projetos desenvolvidos serão utilizados para aprimoramento da regulamentação do Banco Central e do CMN. Ver (SANDBOX REGULATÓRIO, [2023]).

50 Os temas prioritários incluem fomento ao mercado de capitais relaciona ao mercado de crédito; oferta de crédito para microempreendedores e empresas de pequeno porte; soluções para o mercado de câmbio, *Open Finance*; Pix ou para mercado de crédito rural; soluções para aumento de competição no SFN e no SPB; soluções financeiras e de pagamento com estímulo à inclusão financeira; fomento às finanças sustentáveis.



Destaca-se ainda projeto estruturado por instituição de pagamento, mediante a qual serão implementadas rede de pontos físicos relativos a parceiros comerciais para recepção de recursos em espécie de titulares de contas de pagamento, que atualmente não é permitido pela regulamentação vigente (BCB, 2022b, p. 12).

A solução tende a promover inclusão financeira e acesso, especialmente para pequenos comerciantes e empresas de pequeno porte que costumam trabalhar com dinheiro em espécie e são titulares de contas de pagamento. Atualmente, o aporte de recursos em espécie em conta de pagamento somente pode ser realizado mediante quitação de boleto bancário na rede de agências ou em correspondentes bancários. O projeto prevê a atuação de varejistas físicos e similares como receptores desses recursos, o que tende a aumentar a capilaridade e acesso dessas operações para esses agentes, além de prover fontes adicionais de renda a estabelecimentos comerciais físicos.

Esses projetos constituem exemplos de iniciativas em fase experimental que estão sendo supervisionadas pelo Banco Central. Caso essas soluções se mostrem efetivas sob orientações do Banco Central é possível que sejam implementadas em caráter permanente pelos participantes do mercado.

Interessante notar como o instituto do *sandbox* regulatório permite com que soluções não permitidas ou não previstas pela regulamentação aplicável, sejam testadas em ambiente controlado, sem que seja necessário aguardar os procedimentos de discussão e aprovação de novas regulamentações, além de diminuir os custos regulatórios incorridos pelos agentes econômicos.

Abre-se a possibilidade de obter uma visão prospectiva sobre tendências de mercado e antecipar riscos regulatórios decorrentes das soluções em desenvolvimento, permitindo melhor entendimento e escolhas regulatórias mais céleres pelo regulador ao avaliar a suficiência do arcabouço normativo-regulatório, ao mesmo tempo em que se mitigam os riscos à estabilidade financeira e equilíbrio sistêmico dado o escopo limitado dos testes e constante supervisão e monitoramento realizados sobre os comportamentos da atividade.

No âmbito dos meios de pagamento, ainda é cedo para avaliar se os resultados decorrentes da implementação do *sandbox* regulatório são satisfatórios, mas o cenário é promissor e se espera que o amadurecimento da iniciativa gere resultados que levem à aprimoração da legislação e ao aumento de participação de mais interessados. Caso bem-sucedido é possível pensar na aplicação dessa abordagem regulatória experimental em outros âmbitos no Brasil como ferramenta de fomento de inovação e cooperação público-privada.

CONCLUSÃO

Nos últimos anos, diversos segmentos do mercado financeiro, caracterizados por elevadas barreiras à entrada, experimentaram a entrada de agentes inovadores, capazes de introduzir novos modelos de negócio e acirrar a concorrência. O surgimento e crescimento das chamadas *fintechs* têm contribuído significativamente para transformações observadas no setor financeiro e de pagamentos.

Considerando as razões que levaram o sucesso de diversas *fintechs*, verificou-se que essas empresas conseguiram identificar oportunidades comerciais que não estavam sendo devidamente aproveitadas pelos bancos tradicionais, em função de sua estrutura, porte e sistema, que tornaram a adaptação mais difícil às constantes mudanças observadas no setor financeiro. Dessa forma,

diversos bancos têm optado por adquirir *fintechs* e *startups* de tecnologia ou estabelecer parcerias ao invés de criar uma estrutura do início ou alterar significativamente sua atual estrutura bancária, de maneira a se adaptar mais rapidamente a essa nova realidade.

Nesse cenário, um movimento de aproximação entre as *fintechs* e os bancos por meio de parcerias, contratação de serviços e aquisições pode suscitar preocupações regulatórias e concorrenciais, especialmente nas situações em que estejam envolvidos entrantes que apresentam maior potencial de consolidação e crescimento em segmentos mais rentáveis aos bancos. Por outro lado, altos custos regulatórios e a presença de incumbentes fortemente estabelecidos apontam dificuldades para expansão e aumento da representatividade das *fintechs* em diversos segmentos do mercado financeiro.

A estrutura concentrada de crédito no Brasil, em torno dos incumbentes que atualmente têm suas posições contestadas por novos agentes e o alto custo de capital para financiamento das *fintechs* apontam para potenciais linhas de investigação, sobretudo para identificar se existe alguma relação entre a dificuldade de crescimento das *fintechs* e a alta concentração bancária, se as incumbentes podem limitar a concessão do crédito como mecanismo de impedir o crescimento de rivais ou estabelecer condições que permitam exercer algum tipo de influência sobre esses agentes, por exemplo.

Além disso, as complexas e aceleradas mudanças desencadeadas pelas inovações tecnológicas no setor financeiro têm apresentado novos desafios aos reguladores do mundo todo, de modo a fomentar um ambiente competitivo e inovador sem comprometer a estabilidade sistêmica. A utilização do *sandbox* regulatório tem se mostrado um instrumento promissor para o exercício de uma regulação dinâmica. A isenção temporária ao cumprimento das normas vigentes reduz importantes custos regulatórios de entrada e de conformidade, sobretudo para empresas voltadas para a inovação de produtos, com exposição relevante ao risco e ainda não consolidadas no mercado, como é o perfil da maioria das *startups* financeiras e *fintechs*, que podem testar produtos com maior segurança jurídica, além de facilitar a obtenção de financiamento (*funding*) para projetos inovadores.

Por derradeiro, a análise do mercado de meios de pagamento demonstrou que a progressiva desconcentração do setor foi possível graças às intervenções no âmbito regulatório (pelo Banco Central) e concorrencial (pelo Cade), facilitando a entrada no mercado de novas empresas, com destaque para entrada de agentes não bancarizados que passaram a ter condições de ofertar alternativas aos serviços bancários, contribuindo para o avanço da inclusão financeira no Brasil e aumento da competitividade no setor.

O equilíbrio entre concorrência e estabilidade financeira vem sendo perseguido com resultados concretos, conforme ilustrado pela atuação dos órgãos de regulação e concorrência, ainda que, no curto prazo, mudanças estruturais mais profundas ainda não tenham sido observadas. Contudo, novas iniciativas baseadas em abordagem regulatória experimental, a partir da implementação do *sandbox* regulatório, apresenta um caminho promissor para o desenvolvimento de mercados mais competitivos e inclusivos, além de mais preparados para antecipar e reagir a eventuais riscos sistêmicos trazidas pelas transformações decorrentes das inovações e atuação de novas empresas no mercado.



REFERÊNCIAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Economia Bancária 2020**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021. Disponível em: <https://bit.ly/3sY44sh>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Economia Bancária 2022**. Banco Central do Brasil: Brasília, 2022a. Disponível em: <https://bit.ly/3TjPaY9>. Acesso em 22 nov. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Gestão: Sandbox** Regulatório: 1º Ciclo 2022. Brasília: Banco Central do Brasil, 2022b. Disponível em: <https://bit.ly/3tdlDEz>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório sobre a indústria de cartões de pagamentos**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2010. Disponível em: <https://bit.ly/41dFT5D>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara Iglesias. Por que, quando e como regular as novas tecnologias? Os desafios trazidos pelas inovações disruptivas. **RDA – Revista de Direito Administrativo, Rio de Janeiro**, n. 273, p. 123-163, set./dez. 2016. Disponível em: <https://bit.ly/47LRU4S>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- BC AUTORIZA dois arranjos e uma instituição de pagamentos relacionados ao WhatsApp. **Banco Central do Brasil**, Brasília, 30 mar. 2021. Disponível em: <https://bit.ly/3eLx38t>. Acesso em: 20 nov. 2023.
- BRASIL. **Ato Normativo Conjunto nº 1**. Processo nº 08700.006007/2018-97. Brasília, DF: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2018. Disponível em: <https://bit.ly/487uc2Q>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Cadernos do Cade: Mercados de Instrumentos de Pagamento**. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2019. Disponível em: <https://bit.ly/4acUTEU>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- BRASIL. **Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013**. Autoriza o pagamento de subvenção econômica aos produtores da safra 2011/2012 de cana-de-açúcar e de etanol que especifica e o financiamento da renovação e implantação de canaviais com equalização da taxa de juros; [...] e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2013. Disponível em: <https://bit.ly/3T7Fjo4>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- CADE REVOGA suspensão de parceria entre Facebook e Cielo para pagamentos por WhatsApp. **Conselho Administrativo de Defesa Econômica**, Brasília, 31 out. 2022. Disponível em: <https://bit.ly/46MblsW>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- CADE SUSPENDE operação entre Facebook e Cielo que pretende viabilizar pagamentos por WhatsApp. **Conselho Administrativo de Defesa Econômica**, Brasília, 31 out. 2022. Disponível em: <https://bit.ly/4879pMv>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- CAVALCANTI, Luis Felipe; SANTOS, Edson Luiz dos. **Payments 4.0: as forças que estão transformando o mercado brasileiro**. São Paulo: Linotipo Digital, 2020.
- HELLWIG, Guilherme Centenaro. Desafios jurídicos trazidos pela crescente digitalização dos pagamentos: uma análise sob o prisma concorrencial. **REI - Revista Estudos Institucionais**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 398-417, 2023. DOI: 10.21783/rei.v9i2.768. Disponível em: <https://bit.ly/3t7XP59>. Acesso em: 22 nov. 2023.
- COSTA, Isac Silveira da. **O Estado Fintech: Transformação Digital das Finanças Públicas**. 2023. Tese

(Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://bit.ly/3TcS0Op>. Acesso em: 22 nov. 2023.

DECLOEDT, Cynthia. Santander Brasil fecha a compra da parceira GetNet por R\$ 1,1 bilhão. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 8 abr. 2014. Disponível em: <https://bit.ly/481I26E>. Acesso em: 22 nov. 2023.

DISTRITO. **Fintech Mining Report**. São Paulo: Distrito, 2021. Disponível em: <https://bit.ly/3t3QFPo>. Acesso em: 21 nov. 2023.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). **Regulatory Sandbox**. London: Financial Conduct Authority, 2015. Disponível em: <https://bit.ly/3Tcx2iv>. Acesso em: 22 nov. 2023.

FINTECHS. **Banco Central do Brasil**, Brasília, [2023]. Disponível em: <https://bit.ly/47ObAVG>. Acesso em: 22 nov. 2023.

FROUFE, Célia. Fim da exclusividade deve estimular disputa em cartões. **O Estado de São Paulo, São Paulo**, 8 ago. 2009. Disponível em: <https://bit.ly/3RdyY7U>. Acesso em 22 nov. 2023.

HERMANSON, Boris. **O que é uma start up?** São Paulo: Mundo Sebrae, 2011.

INSTITUIÇÕES DE PAGAMENTO. **Banco Central do Brasil**, Brasília, [2023]. Disponível em: <https://bit.ly/3GE5ILL>. Acesso em: 21 nov. 2023.

KIRA, Beatriz; GONÇALVES, Priscila Brolio; COUTINHO, Diogo Rosenthal. Pagamentos por WhatsApp: por que o Banco Central e o Cade se preocupam? **Jota**, São Paulo, 30 jun. 2020. Disponível em: <https://bit.ly/46Ga9Y4>. Acesso em: 22 nov. 2023.

LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA (LAB). **Diretrizes gerais para constituição de sandbox regulatório no âmbito do mercado financeiro brasileiro**. [S. l.]: Laboratório de Inovação Financeira, 2019. Disponível em: <https://bit.ly/3NfAwgy>. Acesso em: 21 nov. 2023.

MAZZUCATO, Mariana. **O valor de tudo**. São Paulo: Portfolio Penguin, 2018.

MOSES, Lyria Bennet. How to think about law, regulation and technology: problems with ‘technology’ as a regulatory target. **Law, Innovation and Technology**, [S. l.], v. 5, n. 1, p. 1-20, 2013. Disponível em: <https://bit.ly/41c7DYd>. Acesso em: 22 nov. 2023.

MOURA, Maria Gabriela Parreira de; COSENTINO, Gisela Burle. *Sandboxes regulatórias: expectativas e a experiência internacional*. **Jota**, São Paulo, 3 dez. 2019. Disponível em: <https://bit.ly/3Ru6kkl>. Acesso em: 22 nov. 2023.

NOVA SOLUÇÃO de pagamentos depende de prévia autorização do BC. **Banco Central do Brasil**, Brasília, 23 jun. 2020. Disponível em: <https://bit.ly/46OZomn>. Acesso em: 22 nov. 2023.

NÚCLEO DE ESTUDOS AVANÇADOS DE REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (NEASF). **Relatório referente à 7ª reunião do Núcleo de Estudos Avançados de Regulação do Sistema Financeiro Nacional (NEASF)**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2019a. Disponível em: <https://bit.ly/3Td6jCO>. Acesso em: 23 nov. 2023.

NÚCLEO DE ESTUDOS AVANÇADOS DE REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (NEASF). **Relatório referente à 8ª reunião do Núcleo de Estudos Avançados de Regulação do Sistema Financeiro Nacional (NEASF)**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2019b. Disponível em: <https://bit.ly/3R2sJne>. Acesso em: 23 nov. 2023.



ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Digital Disruption in Banking and its Impact on Competition**. Paris: OECD, 2020. Disponível em: <https://bit.ly/3uSBzMW>. Acesso em: 22 nov. 2023.

O QUE É PIX? **Banco Central do Brasil**, Brasília, [2023]. Disponível em: <https://bit.ly/3RwQwgD>. Acesso em: 21 nov. 2023.

PHILIPPON, Thomas. **The Great Reversal**. How America gave up on free markets. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University, 2019.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **Pesquisa Fintechs de Crédito**: conquistando a maturidade. Brasília: PwC, 2019. Disponível em: <https://pwc.to/485JJ2O>. Acesso em: 21 nov. 2023.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **Pesquisa Fintechs de Crédito Digital**. Brasília: PwC, 2023. Disponível em: <https://pwc.to/4a9EQba>. Acesso em: 22 nov. 2023.

RAGAZZO, Carlos; CATALDO, Bruna. Pix – Potencial motor de inclusão financeira no Brasil. **Instituto Propague**, [S. l.], 3 dez. 2020. Disponível em: <https://bit.ly/3uJnRo>. Acesso em 22 nov. 2023.

RANGEL, Juliana Cabral Coelho. Abordagens regulatórias experimentais para a inovação no sistema financeiro: uma análise do instrumento do *sandbox* e sua implementação no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 29, n. 57, p. 147-181, jun. 2022. Disponível em: <https://bit.ly/3RciRaz>. Acesso em? 22 nov. 2023.

SANDBOX REGULATÓRIO. **Banco Central do Brasil**, Brasília, [2023]. Disponível em: <https://bit.ly/4acRczk>. Acesso em: 22 nov. 2023.

TAKAR, Téo. Banco nas mãos de poucos: 5 instituições detêm 4 de cada 5 reais movimentados, e isso é ruim para clientes. **Uol**, São Paulo, 18 set. 2017. Disponível em: <https://bit.ly/3R92PhJ>. Acesso em: 22 nov. 2023.

THE FINANCIAL world's nervous system is being rewired. **The Economist**, Londres, 07 maio 2020. Disponível em: <https://econ.st/46Gd3Mx>. Acesso em 22 nov. 2023.

VERÍSSIMO, Levi Borges de Oliveira. Regulação Econômica de *Fintechs* de Crédito: perspectivas e desafios para abordagem regulatória. **Revista da Procuradoria Geral do Banco Central**, Brasília, v. 13, n. 1, p. 44-59, jun. 2019. Disponível em: <https://bit.ly/41d4o36>. Acesso em: 22 nov. 2023.

VIANNA, Eduardo Araujo Bruzzi. **Regulação das fintechs e sandboxes regulatórias**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. Disponível em: <https://bit.ly/483NxBN>. Acesso em: 22 nov. 2023.